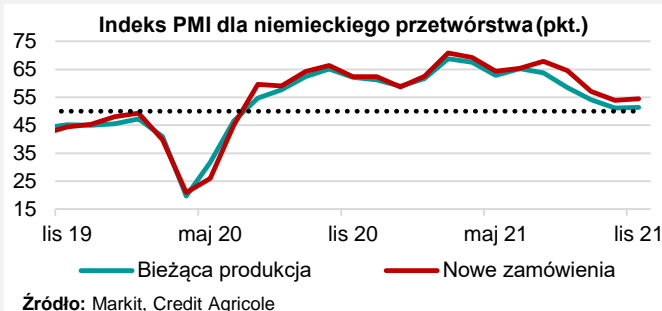
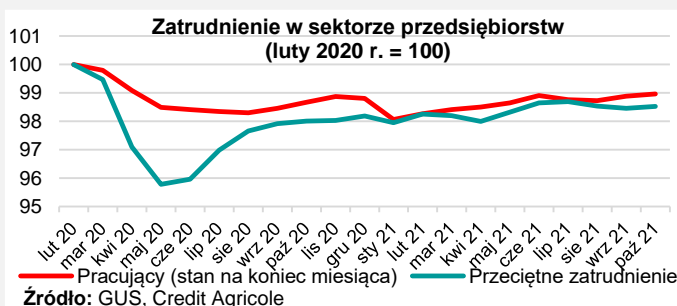


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Biorąc pod uwagę dalszy wzrost inflacji w USA (patrz poniżej), dosyć dobre dane z rynku pracy w listopadzie (por. MAKROMAPA z 06.12.2021) oraz napływające w ostatnim czasie informacje, wskazujące na mniejsze niż pierwotnie zakładano zagrożenie związane z wariantem Omikron koronawirusa, uważamy, że Fed podejmie decyzję o przyspieszeniu tempa wygaszania programu skupu aktywów (tzw. *tapering*). Uważamy, że skala *taperingu* wynosząca obecnie 10 mld USD obligacji skarbowych i 5 mld USD MBS (*mortgage-backed securities*) zostanie zwiększona odpowiednio do 20 mld i 10 mld USD miesięcznie. Oznacza to, że program luzowania ilościowego zostałby zakończony w marcu 2022 r. Decyzja o przyspieszeniu tempa zacieśniania polityki pieniężnej stwarzającego przestrzeń do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych już w połowie 2022 r. będzie oddziaływała w kierunku osłabienia złotego i spadku cen polskiego długu.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w grudniu do 54,2 pkt. wobec 55,4 pkt. w listopadzie. W kierunku obniżenia tempa wzrostu aktywności (przede wszystkim w sektorze usług) oddziaływało pogorszenie sytuacji epidemiologicznej. Spadek wskaźnika zaobserwujemy również w niemieckim przetwórstwie (do 56,9 pkt. w grudniu z 57,4 pkt. w listopadzie). W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszyła się do 95,0 pkt. w grudniu z 96,5 pkt. w listopadzie. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla złotego i cen polskich obligacji.
- W czwartek odbędzie się posiedzenie EBC.** Oczekujemy, że EBC utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych w strefie euro. Uważamy, że zgodnie z wypowiedziami niektórych przedstawicieli banku centralnego, EBC poinformuje, że program skupu aktywów Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) zostanie zakończony w marcu 2022 r. Jednocześnie główny program skupu aktywów APP (Asset Purchase Programme) będzie kontynuowany w skali 20 mld EUR miesięcznie (lub nieznacznie większej) co najmniej do końca 2022 r. Głównym argumentem na rzecz lekkiego zacieśnienia polityki pieniężnej przez EBC będą silny wzrost inflacji w ostatnich miesiącach jak również najnowsza, grudniowa projekcja makroekonomiczna, w której ścieżka inflacji w najbliższych latach zostanie zrewidowana wyraźnie w górę. Oczekujemy, że konferencja po posiedzeniu będzie oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- W środę opublikowane zostaną dane z Chin.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 3,8% w listopadzie z 3,5 % w październiku z uwagi na częściowe ustąpienie problemów z dostawą prądu dla przemysłu. Oczekujemy, że wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił do 3,8% r/r z 4,9% w październiku ze względu na pogorszenie sytuacji epidemiologicznej w Chinach. Uważamy, że dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich zmniejszyła się do 5,2% w listopadzie z 6,1% w październiku z uwagi na dalsze pogorszenie sytuacji na chińskim rynku nieruchomości. Uważamy, że publikacje danych z Chin będą neutralne dla kursu złotego i cen polskiego długu.



- ▄ **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 1,0% m/m w listopadzie wobec wzrostu o 1,7% m/m w październiku. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wolniejszego wzrostu sprzedaży ogółem była niższa sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 0,7% m/m w listopadzie z 1,6% w październiku, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Naszym zdaniem, dane dotyczące rozpoczętych budów (1573 tys. w listopadzie wobec 1520 tys. w październiku) i pozwoleń na budowę (1670 tys. wobec 1653 tys.), wskażą na lekkie ożywienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że publikacja danych z amerykańskiej gospodarki będzie neutralna dla rynków finansowych.
- ▄ **We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w październiku.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do -1204 mln EUR wobec -1339 mln EUR we wrześniu, będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 12,2% r/r we wrześniu do 8,5% w październiku, a dynamika importu spadła z 21,5% r/r do 18,1%. W kierunku spadku dynamik eksportu i importu w październiku oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Biorąc pod uwagę postępujący spadek nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, publikacja danych o bilansie płatniczym będzie lekko negatywna dla kursu złotego i neutralna dla rentowności polskich obligacji.
- ▄ **W środę opublikowane zostaną finalne dane o listopadowej inflacji w Polsce.** Uważamy, że tempo wzrostu cen ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (7,7% r/r wobec 6,8% w październiku). W kierunku wzrostu wskaźnika w listopadzie oddziaływało zwiększenie wkładów wszystkich składowych (cen żywności, paliw i nośników energii oraz wyższa inflacja bazowa). Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- ▄ **W piątek poznamy listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 0,5% r/r. W kierunku spadku zatrudnienia w ujęciu m/m w listopadzie br. oddziaływała nasilająca czwarta fala pandemii. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymywała się naszym zdaniem w listopadzie wciąż na podwyższonym poziomie (9,0% r/r wobec 8,4% w październiku). Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

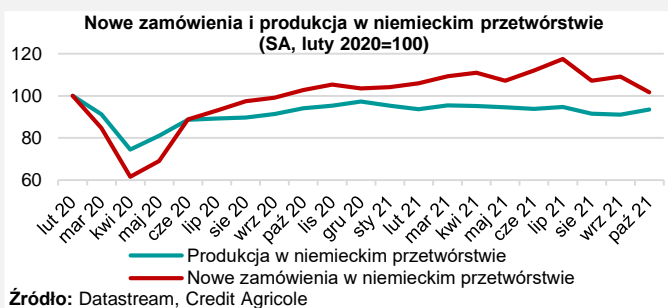


W zeszłym tygodniu

- ▄ **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o kolejnej podwyżce stóp procentowych.** Stopa referencyjna NBP wzrosła z 1,25% do 1,75%. Skala podwyżki stóp była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Zgodnie z komunikatem po posiedzeniu Rada obawia się, że oczekiwane dalsze ożywienie krajowej aktywności gospodarczej i korzystna sytuacja na rynku pracy będą sprzyjać utrwaleniu się podwyższonej inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Jednocześnie Rada dostrzega ryzyko wtórnych impulsów inflacyjnych wywołanych przez silny wzrost cen surowców energetycznych i rolnych. Z tego powodu RPP zdecydowała się na kolejne zaostrzenie polityki pieniężnej. Z komunikatu po posiedzeniu można wywnioskować, że z jednej strony Rada wyraża gotowość do dalszego i

stopniowego zacieśnienia polityki pieniężnej, a z drugiej strony jest gotowa zaakceptować długotrwałe utrzymywanie się inflacji powyżej celu inflacyjnego, co miałyby na celu wspieranie wzrostu gospodarczego (por. MAKROpuls z 08.12.2021). Naszym zdaniem może być to interpretowane jako obniżenie znaczenia powrotu inflacji do celu RPP w średnim okresie jako priorytetu w polityce pieniężnej. W czwartek odbyła się konferencja prasowa, podczas której prezes NBP A. Głapiński zasugerował kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Zwrócił on jednak uwagę, że choć istnieje jeszcze przestrzeń do dalszych podwyżek stóp procentowych, to zostały już one podniesione w znaczący sposób. Co więcej, zasugerował on, że RPP poprzez swoją politykę nie chce osłabić wzrostu gospodarczego oraz zwiększyć stopy bezrobocia. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP, a także wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w styczniu nastąpi dalsza normalizacja polityki pieniężnej. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą RPP podniesie stopę referencyjną NBP o 50 pb w styczniu 2022 r. i zakończy cykl podwyżek stóp procentowych.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Niemiec. Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w grudniu do 29,9 pkt. wobec 31,7 pkt. w listopadzie i ukształtował się wyraźnie powyżej



Źródło: Datastream, Credit Agricole

oczekiwań rynku (25,3 pkt.). Zgodnie z raportem, przyczyną słabszych nastrojów respondentów było pogorszenie sytuacji epidemicznej w Niemczech, a także utrzymujące się bariery podażowe ograniczające aktywność w przetwórstwie i handlu detalicznym. Jednocześnie, zgodnie z raportem, dane wskazały na pogorszenie oczekiwań respondentów dotyczących perspektywy sytuacji gospodarczej. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. produkcji przemysłowej w Niemczech, której dynamika zwiększyła się w październiku do 2,8% m/m wobec -0,5% we wrześniu. W efekcie produkcja przemysłowa w Niemczech ukształtowała się w październiku na poziomie o 12,5% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). Wzrost jej dynamiki wynikał z wyższej dynamiki produkcji w przetwórstwie, podczas gdy dynamika produkcji w energetyce oraz budownictwie obniżyła się. Warto zauważyć, że październik był drugim miesiącem z rzędu, w którym odnotowano wzrost produkcji w branży motoryzacyjnej. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego nadwyżka zmniejszyła się w październiku do 12,5 mld EUR wobec 12,9 mld EUR we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (13,3 mld EUR). Jednocześnie w październiku odnotowano wzrost zarówno dynamiki eksportu (4,1% wobec -0,7% we wrześniu) jak i importu (5,0% wobec 0,4%), co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 0,8% i 0,3%). Rosnąca produkcja w branży motoryzacyjnej w połączeniu ze wzrostem aktywności w niemieckim handlu zagranicznym mogą świadczyć o pierwszych sygnałach słabnięcia barier podażowych. Jednak naszym zdaniem, uwzględniając opublikowane w ubiegłym tygodniu słabe dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, które wskazały na ich silny spadek w październiku, jest zbyt wcześnie by jednoznacznie sformułować taką ocenę (por. MAKROmapa z 06.12.2021). Prognozujemy, że PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 2,7% wobec spadku o 4,6% w 2020 r., a w 2021 r. zwiększy się o 4,2%.

W ubiegłym tygodniu opublikowany został finalny szacunek PKB w strefie euro, zgodnie z którym kwartalne tempo wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty nie zmieniło się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniosło 2,2% (3,9% r/r w III kw. wobec 14,3% w II kw.). Na stabilizację kwartalnej dynamiki PKB złożyły się wyższe wkłady eksportu netto (0,3 pp. w III kw. wobec -0,1 pp. w II kw.), zapasów (-0,1 pp. wobec -0,4 pp.) i spożycia prywatnego (2,1 pp. wobec

1,9 pp.) oraz niższe wkłady inwestycji (-0,2 pp. wobec 0,3 pp.) i spożycia publicznego (0,1 pp. wobec 0,5 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. podobnie jak w II kw. było spożycie prywatne. Prognozujemy, że w IV kw. kwartalna dynamika PKB w strefie euro obniży się do 1,1%. W konsekwencji w całym 2021 r. PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększy się o 5,2% wobec spadku o 6,4% w 2020 r.

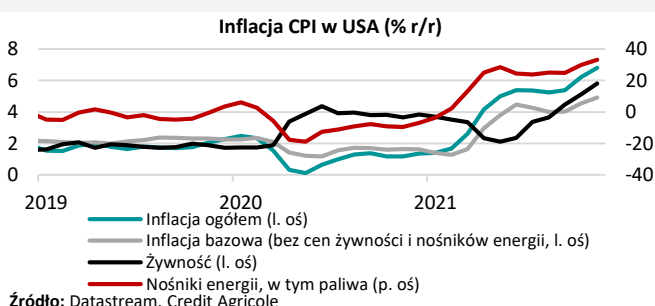
W ubiegłym tygodniu

opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki. Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 184 tys. wobec 227 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (215 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych

wniosków nie zmieniła się i wyniosła 2,0 mln. Dane stanowią wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą sytuacja na amerykańskim rynku pracy stopniowo poprawia się i znajduje się on coraz bliżej równowagi. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o inflacji CPI, która zwiększyła się w listopadzie do 6,8% r/r wobec 6,2% w październiku, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku (6,8%). Jest to jednocześnie najwyższy poziom inflacji w USA od czerwca 1982 r. Wzrost inflacji został odnotowany zarówno w przypadku nośników energii, żywności jak również inflacji bazowej, która zwiększyła się z 4,6% do 4,9% r/r, co jest jej najwyższym poziomem od czerwca 1991 r. Warto odnotować, że choć początkowo wzrost inflacji był obserwowany głównie w kategoriach, w których mieliśmy do czynienia z realizacją odłożonego popytu, to obecnie ma on bardzo szeroki zakres produktowy. Uważamy, że w I kw. inflacja osiągnie swoje maksimum lokalne, w którym inflacja bazowa zbliży się do poziomu 6,0% r/r. W kolejnych kwartałach prognozujemy stopniowe zmniejszenie się inflacji, która pozostanie jednak na podwyższonym poziomie. Wyraźnego spadku inflacji oczekujemy dopiero pod koniec 2022 r. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w grudniu do 70,4 pkt. wobec 67,4 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (67,2 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Indeks Uniwersytetu Michigan pozostaje jednak na niskich na tle historycznym poziomach, a głównym czynnikiem ograniczającym poprawę nastrojów konsumenckich jest rosnąca inflacja. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym PKB w USA zwiększy się w 2021 r. o 5,6% r/r wobec spadku o 3,5% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 3,8%. Jednocześnie ubiegłotygodniowe dane wskazujące na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy i utrzymujący się silny wzrost inflacji sygnalizują rosnące ryzyko bardziej agresywnego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed polegającego na szybszym tempie wygaszania programu skupu aktywów, co stwarzałoby przestrzeń do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych już w połowie 2022 r. (patrz powyżej).

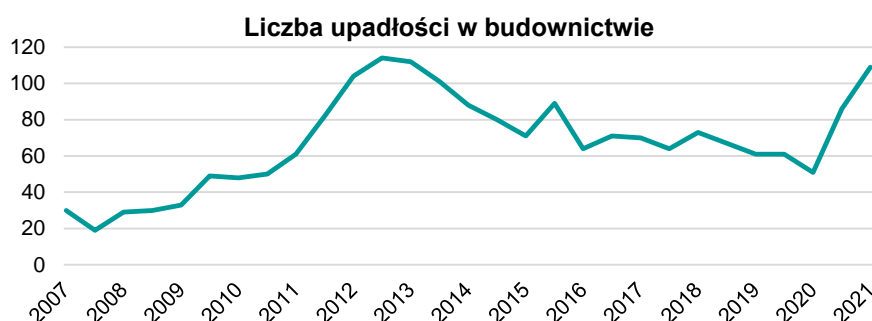
Saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w listopadzie do 71,7 mld USD wobec 84,5 mld USD w październiku, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (82,7 mld USD).

W kierunku zmniejszenia nadwyżki chińskiego bilansu handlowego oddziaływała wyższa dynamika importu (31,7% r/r w listopadzie wobec 20,6% w październiku) przy jednoczesnym spadku dynamiki eksportu (22,0% wobec 27,1%). Struktura danych wskazuje, że istotnym źródłem wyższej dynamiki importu były rosnące ceny surowców energetycznych. Jednocześnie utrzymująca się wysoka dynamika chińskiego eksportu z jednej strony sugeruje stopniowe słabnięcie barier podażowych, a z drugiej strony wskazuje na utrzymujący się silny popyt zagraniczny. Wsparcie dla takiej oceny stanowi utrzymująca się bardzo wysoka dynamika chińskiego eksportu samochodów (99% r/r w listopadzie wobec 155% w październiku). W ubiegłym tygodniu Ludowy Bank Chin złagodził politykę pieniężną, obniżając stopę rezerw obowiązkowych o 50pb. Obecnie przeciętna stopa rezerw obowiązkowych dla banków w Chinach



wynosi 8,4%. W ubiegłym tygodniu Ludowy Bank Chin zwiększył również pulę środków oraz obniżył ich oprocentowanie w ramach finansowania sektora małych i średnich przedsiębiorstw oraz sektora obszarów wiejskich. Ma to na celu pobudzenie akcji kredytowej w tych sektorach i złagodzenie negatywnego wpływu rosnącej presji kosztowej oraz słabego popytu wewnętrznego na ich działalność. Oczekujemy, że dynamika PKB w Chinach zwiększy się w 2021 r. do 7,7% r/r wobec 2,3% w 2020 r., a w 2022 r. obniży się do 4,9%. Nasz scenariusz jest spójny z wydzwiękiem ubiegłotygodniowego posiedzenia Biura Politycznego Komunistycznej Partii Chin, na którym zapowiedziano odpowiednie dostosowanie polityki gospodarczej, tak aby ustabilizować sytuację makroekonomiczną w Chinach w 2022 r.

Jakie będą skutki silnego wzrostu cen materiałów budowlanych?

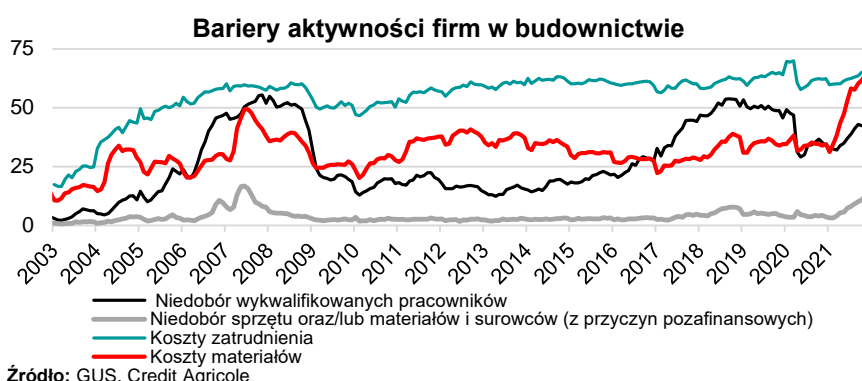


Źródło: Coface, Credit Agricole

budowlano montażowej była w październiku br. wciąż niższa o 6,6% niż przed wybuchem pandemii COVID-19, tj. w lutym 2020 r. Uważamy jednak, że obecne tendencje kosztowe również przyczyniły się do pogorszenia sytuacji finansowej firm budowlanych w ostatnich miesiącach.

Zgodnie z danymi Coface, w II poł. 2020 r. i I poł. 2021 r. obserwowaliśmy znaczący wzrost liczby niewypłacalności wśród firm z sektora budowlanego (por. wykres). Ukształtowały się one na najwyższym poziomie od 2013 r. Po części, trudna sytuacja branży powiązana jest ze spadkiem aktywności gospodarczej w czasie pandemii. Wartość produkcji

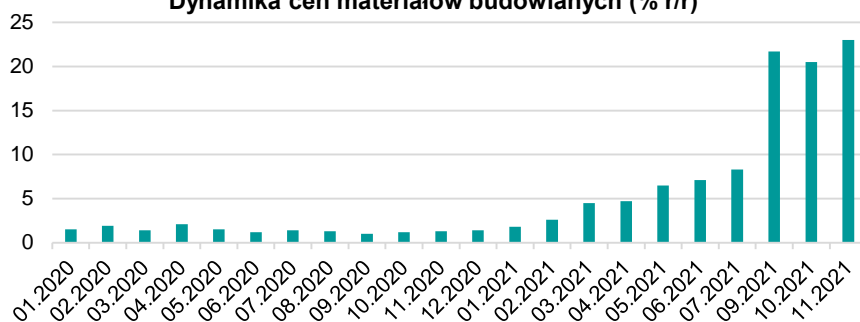
Korzystając z badań koniunktury GUS sprawdziliśmy jakie czynniki stanowią barierę działalności dla firm z sektora budowlanego (por. wykres). Największy odsetek firm (65,3%) skarży się obecnie na zbyt wysokie koszty pracy. Taka sytuacja jednak utrzymywała się nieprzerwanie w ciągu ostatnich 10 lat (odsetek na poziomie ok. 60%), a ponadto bezpośrednio przed wybuchem



Źródło: GUS, Credit Agricole

pandemii wskaźnik ten osiągnął nawet wyższe niż obecnie poziomy (70%). Tym samym nie uważamy, że ta bariera odpowiada za istotne pogorszenie sytuacji finansowej firm. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku bariery w postaci braku wykwalifikowanych pracowników. W ciągu ostatnich miesięcy odsetek firm ją raportujących zwiększył się do 42%, jednak pozostaje on wyraźnie poniżej poziomów sprzed pandemii (powyżej 50%). Firmy również coraz częściej skarżą się na niedobór sprzętu lub materiałów i surowców (z przyczyn pozafinansowych), jednak stanowią one niewielką część całego sektora (13%). Najbardziej dynamicznie zmienia się obecnie sytuacja w zakresie bariery w postaci kosztów materiałów. Na początku br. tylko około jedna trzecia firm ją raportowała, podczas gdy w listopadzie odsetek ten sięgnął już 64%. W efekcie jest to obecnie druga (po wysokich kosztach pracy) najczęściej raportowana bariera działalności w budownictwie, a w horyzoncie kilku następnych miesięcy prawdopodobnie wysunie się na pierwsze miejsce.

Dlatego zdecydowaliśmy się przeanalizować dokładniej kształtowanie się cen materiałów budowlanych, jako źródła pogorszenia sytuacji finansowej firm budowlanych w ostatnich miesiącach. Uważamy, że część firm budowlanych podpisała umowy na realizację projektów inwestycyjnych (często trwających kilka lat) zakładając dużo niższe ceny materiałów niż te obecnie obserwowane, co przy braku możliwości renegocjacji ceny za usługę finalną prowadzi do znaczącego spadku ich rentowności. Taką ocenę wspiera szczegółowa analiza barier działalności wg wielkości firmy. Problem rosnących kosztów materiałów był raportowany przez większe firmy (zatrudniające co najmniej 10 pracowników) dużo częściej (ok. 65% wszystkich podmiotów) niż przez mikroprzedsiębiorstwa (mniej niż połowa jednostek). Mniejsze firmy realizują zazwyczaj projekty o mniejszej skali i horyzoncie czasowym, co pozwala im na bieżące dostosowywanie cen swoich usług do panujących warunków rynkowych.

Dynamika cen materiałów budowlanych (% r/r)


Źródło: PBS, Credit Agricole

Zgodnie z danymi Grupy PSB Handel S.A., która śledzi ceny wiodących materiałów dla budownictwa oraz domu i ogrodu, ceny materiałów budowlanych zwiększyły się o prawie 23% r/r w listopadzie br. Oznacza to, że tempo wzrostu cen znacząco przyspieszyło w ostatnich miesiącach. Dla porównania, w lipcu br. dynamika przeciętnej ceny materiałów budowlanych wynosiła tylko 8,3% r/r (por. wykres). Zgodnie z danymi PONT Info, ceny materiałów stanowią w I poł. 2021 r. od 17% do 28% przychodów przedsiębiorstw, w zależności od typu usług budowlanych przez nie świadczonych. Oznacza to, że przy innych warunkach niezmiennych odnotowany w listopadzie wzrost cen materiałów oddziałuje w kierunku spadku rentowności firm budowlanych o 3,9-6,2 pkt. proc. r/r w zależności od segmentu, w którym działają.

Rentowność (zysk lub strata jako % przychodów)

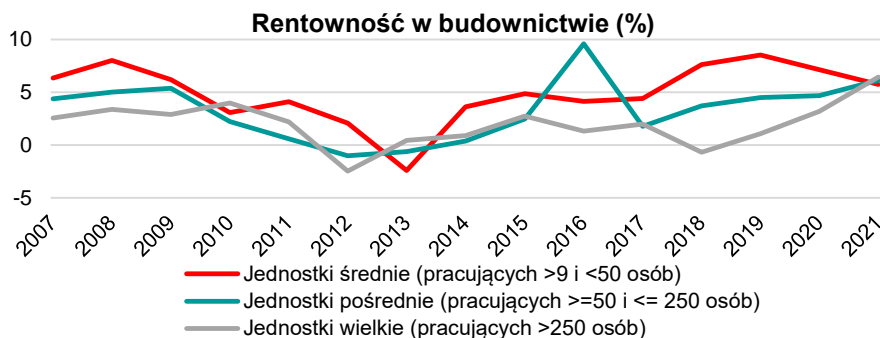

Źródło: PONT info, Credit Agricole

Na wykresie przedstawiono dane za I poł. roku

Należy jednak pamiętać, że negatywny wpływ wzrostu cen materiałów na rentowność przedsiębiorstw budowlanych jest częściowo ograniczany przez realizujący się jednocześnie wzrost cen usług tych przedsiębiorstw. Zgodnie z danymi GUS, ceny produkcji budowlano-montażowej zwiększyły się we wrześniu o 5,1% r/r. Ponadto, rentowność firm budowlanych jest obecnie najwyższa na przestrzeni ostatnich lat. Zysk netto w relacji do przychodów ukształtował się w firmach budowlanych zatrudniających co najmniej 50 osób w przedziale 4,9-7,8% w I poł. br. w zależności od rodzaju świadczonych usług. Tym samym wysoka na tle historycznym rentowność przedsiębiorstw stanowi obecnie dodatkowy bufor bezpieczeństwa w przypadku rosnących cen materiałów.

Zgodnie z danymi Grupy PSB Handel S.A., która śledzi ceny wiodących materiałów dla budownictwa oraz domu i ogrodu, ceny materiałów budowlanych zwiększyły się o prawie 23% r/r w listopadzie br. Oznacza to, że tempo wzrostu cen znacząco przyspieszyło w ostatnich miesiącach. Dla porównania, w lipcu br. dynamika przeciętnej ceny materiałów budowlanych wynosiła tylko 8,3% r/r (por. wykres).

Zgodnie z danymi PONT Info, ceny materiałów stanowią w I poł. 2021 r. od 17% do 28% przychodów przedsiębiorstw, w zależności od typu usług budowlanych przez nie świadczonych. Oznacza to, że przy innych warunkach niezmiennych odnotowany w listopadzie wzrost cen materiałów oddziałuje w kierunku spadku rentowności firm budowlanych o 3,9-6,2 pkt. proc. r/r w zależności od segmentu, w którym działają.

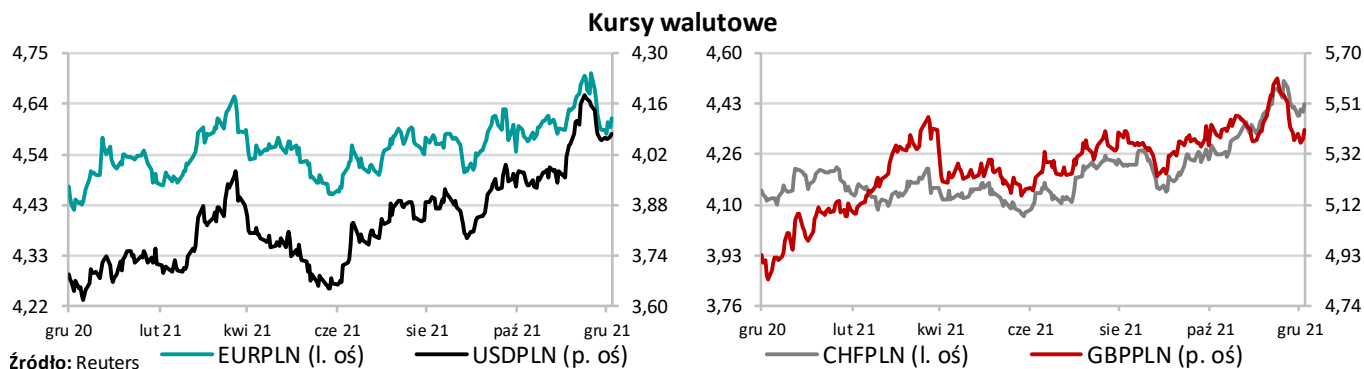


Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Na wykresie przedstawiono dane za I poł. roku

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje uważamy, że ryzyko dla stabilności całego sektora budowlanego jest ograniczone, jednak w przypadku firm działających w niektórych segmentach rynku będziemy obserwowali wzrost niewypłacalności w najbliższych kwartałach. Po pierwsze, firmy o mniejszej rentowności zaangażowane w projekty inwestycyjne o dłuższym horyzoncie czasowym, które rozpoczęły się w latach 2019-2020 są szczególnie narażone na ryzyko niewypłacalności. Po drugie, w firmach zajmujących się realizacją projektów infrastrukturalnych możliwości renegotjacji kontraktów są małe, a jednocześnie rentowność ich działalności jest niższa na tle innych segmentów budownictwa, co stwarza istotne ryzyko dla stabilności ich sytuacji finansowej. W tym zakresie pozytywnie kontrastują przedsiębiorstwa działające w zakresie budownictwa mieszkaniowego. Mają one bowiem większe możliwości podwyżki cen swoich usług (tj. przerzucenia wyższych kosztów materiałów na kupujących mieszkania). Po trzecie, wzrost niewypłacalności zaobserwujemy przede wszystkim w przypadku mniejszych firm (zatrudniających 10-49 pracowników). Koszty materiałów stanowią dla nich większą część przychodów niż w większych firmach (co najmniej 50 pracowników) – odpowiednio 30% wobec 23%, mają one mniejsze możliwości negocjacyjne, a rentowność ich działalności jest mniejsza niż w przypadku większych firm.

Posiedzenie FOMC może przyczynić się do osłabienia złotego



Źródło: Reuters

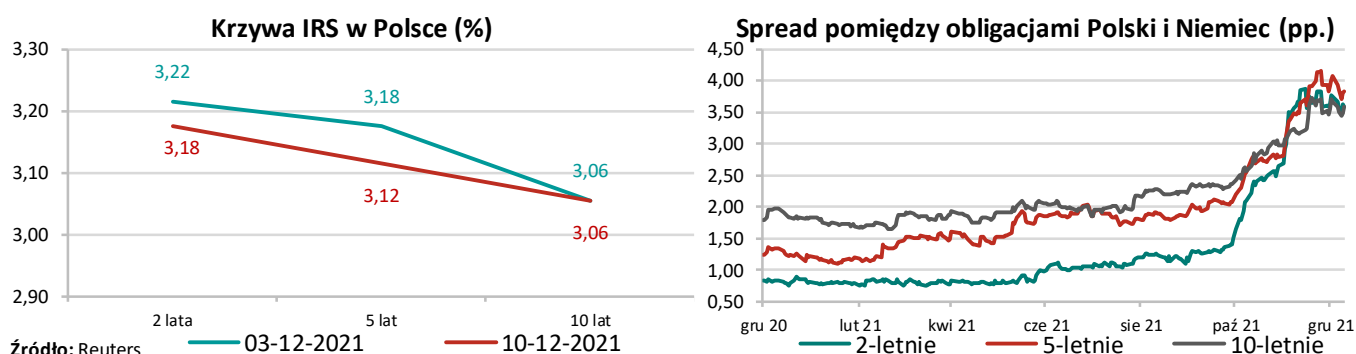
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6152 (osłabienie złotego o 0,5%). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu EURPLN w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. Choć skala podwyżek stóp procentowanych okazała się zgodna z oczekiwaniami rynku, to gołębi wydźwięk komunikatu po posiedzeniu przyczynił się do osłabienia złotego względem euro. W konsekwencji kurs EURPLN przekroczył w środę 4,60 i utrzymał się powyżej tego poziomu przez resztę tygodnia.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy również do czynienia ze spadkiem światowej awersji do ryzyka wraz ze zmniejszeniem obaw inwestorów o wpływ wariantu Omikron na światową gospodarkę. W konsekwencji sprzyjało to umocnieniu dolara względem euro, gdyż w tej sytuacji zwiększyły się oczekiwania inwestorów na szybsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed. Niższa awersja do ryzyka sprzyjała również osłabieniu franka szwajcarskiego względem euro.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Ewentualna decyzja FOMC o przyspieszeniu tempa wygaszania programu skupu aktywów może oddziaływać w

kierunku osłabienia złotego. Uważamy, że publikacje danych z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, rozpoczęte budowy, pozwolenia na budowę) pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i będą neutralne dla kursu polskiej waluty. Bez istotnego wpływu na kurs złotego będą najprawdopodobniej publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek oraz indeksu Ifo dla Niemiec. Do osłabienia złotego może przyczynić się natomiast zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Lekko negatywna dla złotego może być również publikacja krajowych danych o bilansie płatniczym. Pozostałe dane z Polski (finalna inflacja, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Uważamy, że neutralne dla kursu złotego będą również publikacje danych z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich).

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,18 (spadek o 4 pb), 5-letnie do 3,12 (spadek o 6 pb), a 10-letnie wyniosły 3,06 (bez zmian). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS widocznego szczególnie na krótkim końcu krzywej. W kierunku obniżenia stawek IRS oddziaływały gołębi wydźwięk komunikatu RPP po posiedzeniu oraz wypowiedzi prezesa NBP podczas czwartkowej konferencji prasowej. Mimo spadku stawek IRS skoncentrowanego na krótkim końcu krzywej nadal utrzymuje się odwrócony kształt krzywej dochodowości. Oznacza to, że w dłuższej perspektywie rynek wycenia korektę stóp procentowych w dół. W ubiegłym tygodniu odbyła się również aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2022 r. za 3,6 mld PLN i sprzedało obligacje o 2-, 5-, 10- i 11-letnich terminach zapadalności za 4,0 mld PLN przy popycie równym 5,0 mld PLN. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Ewentualna decyzja FOMC o przyspieszeniu tempa wygaszania programu skupu aktywów będzie w naszej ocenie sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Ze względu na uwagę inwestorów skoncentrowaną na posiedzeniu FOMC pozostałe publikacje danych z amerykańskiej gospodarki (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, rozpoczęte budowy, pozwolenia na budowę) nie będą miały istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą najprawdopodobniej również publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek oraz indeksu Ifo dla Niemiec. Wzrostowi stawek IRS może natomiast sprzyjać zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Dane z Polski (finalna inflacja, bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) oraz Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 20	gru 20	sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75
Kurs EURPLN*	4,47	4,55	4,52	4,52	4,63	4,56	4,48	4,52	4,56	4,52	4,60	4,60	4,65	4,70
Kurs USDPLN*	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	4,10	4,12
Kurs CHFPLN*	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,47	4,48
Inflacja CPI (r/r, %)	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,6	18,1	9,6	13,1	8,7	7,8	9,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	11,8	13,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	13,0	8,9	10,7	11,1	14,4	18,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,3	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,5	
Saldo ROB (mIn EUR)	1298	751	2034	652	71	1269	-531	-378	-1551	-1441	-1339	-1204		
Eksport (r/r, %, EUR)	12,4	17,0	1,0	5,6	27,7	68,6	40,5	22,7	13,1	18,9	12,2	8,5		
Import (r/r, %, EUR)	6,2	14,6	-3,7	6,0	23,6	58,3	52,4	34,7	21,5	31,6	21,5	18,1		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2021				2022				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,8	11,2	5,3	5,5	4,5	4,0	3,6	4,9	5,2	4,3	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	0,1	13,1	4,7	3,1	3,0	2,3	2,9	3,7	5,2	3,0	3,8	
Inwestycje (% r/r)	1,7	5,6	9,3	18,4	9,8	9,9	11,8	11,5	10,7	11,0	6,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,3	29,2	8,6	8,9	13,7	13,8	10,3	9,8	13,4	11,9	8,1	
Import (ceny stałe, % r/r)	10,3	34,5	15,2	10,0	13,6	13,2	13,5	11,8	17,3	13,0	9,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	7,2	2,7	1,5	1,8	1,3	1,7	1,8	2,9	1,6	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,9	1,5	3,9	1,2	1,5	1,9	2,7	1,8	1,9	1,2
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,3	-2,7	0,1	1,0	1,2	-1,6	-0,5	-1,3	0,0	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	2,7	1,7	0,4	-0,8	-1,6	-1,6	-2,1	-1,4	-0,8	-1,4	-1,8	
Stopa bezrobocia (%)**	6,4	6,0	5,6	5,7	6,0	5,0	5,1	5,3	5,7	5,3	5,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,1	3,1	0,5	0,6	0,6	0,8	0,6	0,6	1,1	0,7	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,6	9,6	9,4	9,7	9,8	8,9	8,4	8,3	8,8	8,9	7,5	
Inflacja CPI (%)*	2,7	4,5	5,5	7,5	6,9	7,0	6,1	4,0	5,0	6,0	3,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	2,25	2,25	2,25	2,25	1,75	2,25	2,25	
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,70	4,65	4,60	4,60	4,60	4,70	4,60	4,40	
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	4,12	4,08	4,00	3,97	3,90	4,12	3,90	3,64	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 14.12.2021 r.						
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Październik	-1339	-1204	-970
Środa 15.12.2021 r.						
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	3,5	3,8	3,8
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	4,9	4,5	4,9
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	6,1	5,2	5,3
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	7,7	7,7	7,7
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	30,9		27,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	1,7	1,0	0,8
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Październik	0,7		1,1
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	0,25	0,25	0,25
Czwartek 16.12.2021 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	-0,75		
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	57,4	56,9	57,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	55,9	53,8	54,2
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	58,4	57,7	57,7
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	55,4	54,2	54,0
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	0,10	0,10	0,10
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Listopad	1520	1573	1570
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1653	1670	1660
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	39,0		30,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	1,6	0,7	0,7
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Listopad	76,4		76,8
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	58,3		58,5
Piątek 17.12.2021 r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	0,5	0,5	0,5
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	8,4	9,0	8,9
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	96,5	95,0	95,4
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Listopad	4,9	4,9	4,9
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Listopad	4,5	4,8	4,8

* 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

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.