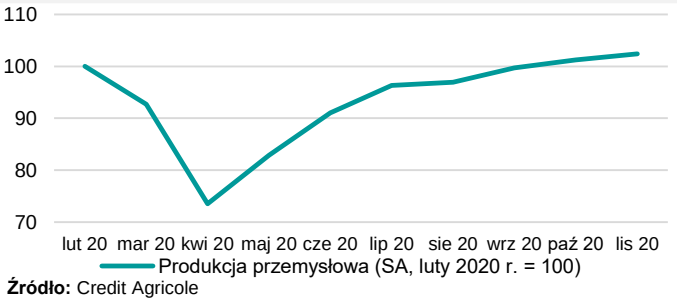
W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja szacunku PKB w Polsce za 2020 r.** Oczekujemy, że PKB zmniejszył się o 3,1% w 2020 r. wobec wzrostu o 4,5% w 2019 r. Ze względu na wyższe od oczekiwań grudniowe dane dotyczące rynku pracy i produkcji budowlano-montażowej dostrzegamy znaczące ryzyko w górę dla naszej prognozy. Pełniejsza ocena tego ryzyka będzie możliwa po publikacji dzisiejszych danych o grudniowej produkcji przemysłowej (patrz niżej). Nasza prognoza PKB kształtuje się poniżej oczekiwań rynku (-2,6%), a tym samym jej materializacja byłaby negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED utrzyma docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%]. Konferencja najprawdopodobniej będzie poświęcona dyskusji nt. przyszłości programu luzowania ilościowego i obserwowanemu w ostatnim czasie wzrostowi rentowności amerykańskich obligacji. Uważamy, że parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie w tym tygodniu. Oczekujemy, że konferencja będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na czwartek zaplanowana jest publikacja wstępnego szacunku PKB w IV kw. Oczekujemy, że sprowadzony do wymiaru rocznego wzrost PKB spowolnił do 3,0% wobec 33,4% w III kw. ze względu na ustąpienie efektów niskiej bazy związanych z wiosennym *lockdownem*. Prognozujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się o 1,3% m/m w grudniu wobec wzrostu o 1,0% w listopadzie z uwagi na wyższe zamówienia w branży transportowej. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów – Conference Board (90,0 pkt. wobec 88,6 pkt. w grudniu), podobnie jak finalny indeks Uniwersytetu Michigan (80,0 pkt. wobec 79,2 pkt. proc.) wskażą na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych w styczniu. Uważamy, że publikacje danych z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane Niemiec**. Na podstawie wstępnego odczytu PKB za 2020 r., szacujemy, że kwartalna dynamika PKB wyniosła 0,0% w IV kw. wobec 8,5% w III kw. Ponadto prognozujemy, że inflacja HICP zwiększyła się do 1,2% w styczniu wobec -0,7% w grudniu wspierana m.in. przez efekty niskiej bazy sprzed roku oraz zakończenie okresu obowiązywania obniżonej stawki podatku VAT w Niemczech. Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszy się w styczniu do 92,0 pkt. wobec 92,1 pkt. w grudniu. Uważamy, że materializacja naszej wyraźnie wyższej od konsensusu (0,5%) prognozy inflacji w Niemczech będzie oddziaływała w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji, podczas gdy publikacja pozostałych danych najprawdopodobniej nie spotka się ze znaczącą reakcją rynku.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że jej dynamika zwiększyła się do 10,0% r/r w grudniu wobec 5,4% w listopadzie. Tym samym już drugi miesiąc z rzędu produkcja ukształtowała się powyżej swojego poziomu sprzed pandemii (luty 2020 r.). W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji oddziaływał efekt niskiej bazy sprzed roku. Wsparcie dla naszej oceny stanowi poprawa koniunktury przedsiębiorstw odnotowana w badaniach GUS. Nasza prognoza tempa wzrostu produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej



Źródło: Credit Agricole

konsensusu rynkowego (8,7%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

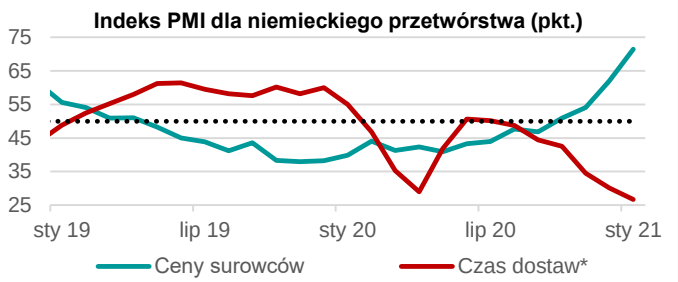
- **Sprzedaż detaliczna w Polsce zmniejszyła się w grudniu w cenach bieżących o 0,8% r/r wobec spadku o 5,3% w listopadzie.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych zwiększyła się w grudniu do -0,8% r/r wobec -5,3% w listopadzie. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym sprzedaż detaliczna w cenach stałych była w grudniu o 2,4% wyższa w porównaniu z listopadem br. Szacujemy, że mimo wyraźnego wzrostu sprzedaży w ujęciu miesięcznym jej odsezonowany poziom był w grudniu niższy o 2,4% niż w lutym 2020 r., w którym pandemia nie wywierała jeszcze silnego negatywnego wpływu na wydatki gospodarstw domowych. Do zwiększenia dynamiki sprzedaży detalicznej w grudniu przyczyniło się zmniejszenie wprowadzonych w listopadzie obostrzeń w celu ograniczenia liczby nowych przypadków COVID-19, w tym przede wszystkim otwarcie sklepów w galeriach handlowych. Znalazło to odzwierciedlenie w silnych wzrostach dynamiki sprzedaży w cenach stałych w takich kategoriach jak „tekstylia, odzież, obuwie" i „meble, RTV, AGD" (por. MAKROpuls z 22.01.2021). Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu sprzedaży detalicznej w tych kategoriach w grudniu były znaczące obniżki cen wielu towarów wprowadzone w związku z oczekiwanym zamknięciem niektórych sklepów w galeriach handlowych w ostatnich dniach grudnia i w styczniu br. Oczekujemy, że zamknięcie sklepów w galeriach w styczniu br. przyczyni się do pogłębienia spadku sprzedaży detalicznej w ujęciu rocznym. Dane o sprzedaży detalicznej w połączeniu z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu danymi o przeciętnym wynagrodzeniu i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji obniżyła się w IV kw. do -4,0% wobec 0,4% w III kw.
- **Produkcja budowlano-montażowa w Polsce zwiększyła się w grudniu o 3,4% r/r wobec spadku o 4,9% w listopadzie.** Główną przyczyną zwiększenia dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy listopadem i grudniem był efekt niskiej bazy (w grudniu 2019 r. odnotowano relatywnie silny spadek produkcji w ujęciu miesięcznym). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 1,9% pomiędzy listopadem i grudniem ub. r. Szacujemy, że grudniowy poziom produkcji budowlano-montażowej był o 13,1% niższy niż w lutym ub. r. Wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej w grudniu odnotowano we wszystkich działach budownictwa: „budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej", „budowie budynków" i „robotach budowlanych specjalistycznych". Zaskakująco silny wzrost dynamiki produkcji w trzech wymienionych działań był naszym zdaniem przejściowy (por. MAKROpuls z 22.01.2021). Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą obniżona aktywność w budownictwie utrzyma się do II poł. 2021 r., kiedy to ożywienie inwestycji przedsiębiorstw oraz przyspieszenie wzrostu inwestycji publicznych przyczynią się do wyraźnego zwiększenia produkcji budowlano-montażowej. Dane o grudniowej produkcji budowlano-montażowej wskazują na w górę dla naszej prognozy PKB w IV kw. br. (-4,2% r/r wobec -1,5% w III kw.)
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w grudniu do 6,6% r/r wobec 4,9% w listopadzie.** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w grudniu o 4,1% r/r, co jest ich najsilniejszym wzrostem od lipca 2019 r. W konsekwencji średnia dynamika realnych wynagrodzeń za ostatnie 3 miesiące wyniosła w grudniu 2,5% r/r wobec 1,9% w listopadzie i ukształtowała się tylko nieznacznie poniżej poziomu odnotowanego w lutym ub.r. (2,8%), a więc w miesiącu, w którym pandemia nie wywierała jeszcze silnego negatywnego wpływu na rynek pracy. W kierunku zwiększenia dynamiki wynagrodzeń pomiędzy listopadem a grudniem oddziaływały wypłaty premii kwartalnych, nagród rocznych, jubileuszowych i uznaniowych, a także odpraw

emerytalnych. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w grudniu do -1,0% r/r wobec -1,2% w grudniu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zwiększyło się w grudniu o 10,1 tys. osób wobec wzrostu o 0,6 tys. osób w listopadzie, co jest jego najsilniejszym przyrostem w grudniu od 2017 r. Mimo odnotowanego wzrostu zatrudnienie w grudniu było nadal znacząco (o 116,9 tys.) niższe niż w lutym br. Dane o zatrudnieniu w grudniu sugerują, że łączny wpływ obowiązujących i wprowadzonych w grudniu obostrzeń na zatrudnienie w grudniu był nieznaczny i został on częściowo łagodzony przez otwarcie galerii handlowych przed świętami. Lepsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw sygnalizują lekkie ryzyko w górę dla naszej ścieżki płac w gospodarce narodowej w całym 2021 r. (3,1% r/r wobec 5,1% w 2020 r.).

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmienionym poziomie (stopa depozytowa wynosi -0,50%). EBC powtórzył zapowiedź, że będzie kontynuował skup aktywów w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) utrzymując jednocześnie jego docelową skalę (1850 mld EUR) i horyzont (co najmniej do marca 2022 r.). EBC podtrzymał deklarację, że spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP będą reinwestowane co najmniej do końca 2023 r. W komunikacie podtrzymana została zapowiedź kontynuacji programu skupu aktywów APP (Asset Purchase Programme) na kwotę 20 mld EUR miesięcznie, tak długo jak będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC. Powtórzona została deklaracja, że program zakończy się na krótko przed tym, jak EBC zacznie podnosić stopy procentowe. Jednocześnie w komunikacie utrzymane zostały parametry programów TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) oraz PLTRO (pandemic emergency longer-term refinancing operations). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde zwróciła uwagę, że rozpoczęcie programów masowych szczepień w głównych gospodarkach, porozumienie w sprawie Brexitu oraz wzrost prawdopodobieństwa większej stymulacji fiskalnej w USA ze względu na zwycięstwo Demokratów wyborach są pozytywne dla perspektyw gospodarczych w strefie euro. Ch. Lagarde zaznaczyła jednak, że te pozytywne czynniki dla wzrostu pozostają w cieniu pojawiania się kolejnych mutacji koronawirusa oraz zaostrzania restrykcji administracyjnych ze względu na drugą falę pandemii, które mogą ograniczać ożywienie gospodarcze. W swoim wystąpieniu Ch. Lagarde skoncentrowała się na podkreśleniu elastyczności programu PEPP. Zaznaczyła, że w razie konieczności EBC jest skłonny dostosować jego skalę, tempo skupu aktywów oraz ich rodzaj. Jednocześnie podkreśliła, że EBC będzie podchodziło do docelowej skali programu PEPP w sposób elastyczny i nie zamierza jej w pełni wykorzystywać, o ile nie będzie to konieczne. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że EBC nie wykorzysta całej puli środków w ramach programu PEPP do marca 2022 r. Niemniej oczekujemy, że dokona kalibracji programu i przedłuży go przynajmniej do końca 2022 r. zwiększając jego skalę do 2250 mld EUR. Jednocześnie nie oczekujemy aby EBC zmienił rodzaje skupowanych przez siebie aktywów i pozostanie skoncentrowany dla obligacjach skarbowych stosując się do klucza kapitałowego.
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w grudniu do 61,8 pkt. wobec 55,0 pkt. w listopadzie, kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (60,0 pkt.).** Wzrost indeksu nastąpił mimo drugiej fali pandemii i zgodnie z komunikatem wynikał z nieznacznej poprawy, w opinii respondentów, perspektyw ożywienia gospodarczego w Niemczech. Prognozujemy, że PKB w Niemczech zwiększy się w 2021 r. do 2,5% wobec spadku o 5,0% w 2020 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 900 tys. wobec 926 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (910 tys.). Spadek odnotowała

również liczba kontynuowanych wniosków z 5,2 mln do 5,1 mln, co częściowo wynikało z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. Dane wskazują zatem na ponowne pogorszenie sytuacji na amerykańskim rynku pracy ze względu na zamrożenie działalności przez część firm w warunkach odnotowanego w ostatnim czasie silnego wzrostu liczby nowych zakażeń koronawirusem w USA. Na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały natomiast dane nt. liczby rozpoczętych budów (1669 tys. w grudniu wobec 1578 tys. w listopadzie), nowych pozwoleń na budowę (1709 tys. wobec 1635 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,76 mln wobec 6,69 mln). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się w I kw. do 1,2% wobec 3,0% w IV kw. Uważamy, że w I kw. aktywność w amerykańskiej gospodarce pozostawać będzie pod silnym negatywnym wpływem restrykcji administracyjnych związanych z drugą falą epidemii koronawirusa. Wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oczekujemy dopiero w II poł. br., czemu sprzyjać będzie uruchomienie nowego pakietu fiskalnego. Jeżeli pakiet fiskalny zostanie uchwalony w oczekiwanej przez nas skali (1 bn USD), zwiększy on tempo wzrostu PKB w USA o ok. 1 pp. w 2021 r. do 4,0% r/r wobec -3,6% w 2020 r.

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro obniżył się w styczniu do 47,5 pkt. wobec 49,1 pkt. w grudniu, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (47,6 pkt.) oraz naszej prognozy (47,8 pkt.). Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku zarówno składowej dla aktywności biznesowej w usługach, jak i składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Tym samym zagregowany indeks PMI w strefie euro już od 3 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku. Zgodnie z komunikatem pogorszenie koniunktury w strefie euro wynikało z drugiej fali pandemii i związanych z nią restrykcji administracyjnych mających negatywny wpływ na aktywność przedsiębiorstw. Na uwagę zasługują pogłębiające się dysproporcje pomiędzy sytuacją w przetwórstwie i usługach. Wynika to z asymetrycznego wpływu restrykcji administracyjnych na aktywność w obydwu sektorach. Warto jednak zauważyć, że zarówno w przypadku przetwórstwa jak i usług indeks dla oczekiwanej produkcji za 12 miesięcy kształtuje się wyraźnie powyżej granicy 50 pkt., co pozwala oczekiwać stopniowego zanikania tych dysproporcji wraz z wygasaniem pandemii. Spadek indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny i został odnotowany w Niemczech, we Francji oraz w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Z punktu widzenia sytuacji w przetwórstwie szczególnie istotna jest sytuacja w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa obniżył się w styczniu do 57,0 pkt. wobec 58,3 pkt. Jego spadek wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zapasów pozycji zakupionych), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. Dalsze istotne wydłużenie czasu dostaw wynikało po części ze wzrostu popytu związanego z ożywieniem w światowym handlu, a po części z zakłóceń w transporcie w związku z pandemią koronawirusa. Wsparcie dla takiej oceny stanowi silny wzrost indeksu dla cen materiałów do najwyższego poziomu od lipca 2018 r. Prognozujemy, że PKB w strefie euro zwiększy się w 2021 r. do 3,8% wobec spadku o 7,4% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 3,9%.



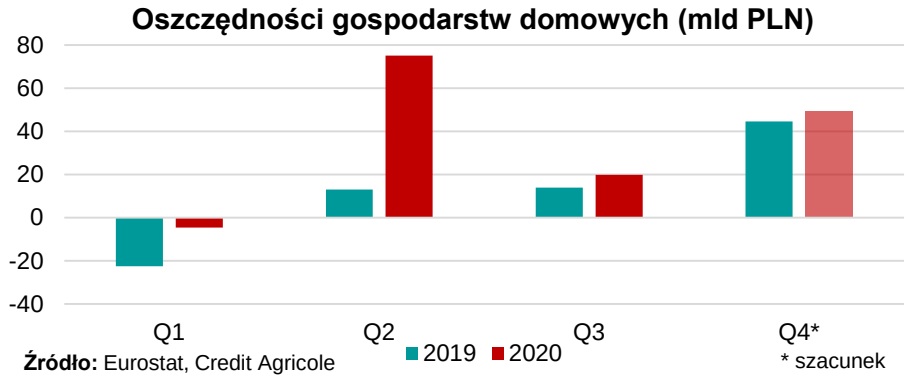
Źródło: Markit, Credit Agricole *im dłuższy tym niższa wartość indeksu

Czy pandemia spowodowała wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych?

W MAKROmapie z 11.01.2021 przedstawiliśmy wstępną analizę nt. wpływu oszczędności zgromadzonych przez gospodarstwa domowe w 2020 r. na odłożony popyt konsumpcyjny w 2021 r. Kwestia ta pojawiły się również ostatnio w dyskursie publicznym. W ubiegłym tygodniu minister finansów, T. Kościński zwrócił się z apelem do Polaków aby *„zacznijmy te pieniądze wyciągać, używać na konsumpcję i inwestycje”.* Poniżej pogłębiamy wspomnianą analizę i przedstawiamy dalsze wnioski w tym zakresie.

Źródło:Eurostat, Credit Agricole

Od czasu ostatniej analizy zostały opublikowane dane o oszczędnościach gospodarstw domowych do III kw. 2020 r., które nie były wcześniej dostępne. Zgodnie z danymi Eurostatu stopa oszczędności dobrowolnych (oszczędności brutto skorygowane w dół z tytułu transferów do OFE) wyniosła w II kw. ub. r. 14,2% i osiągnęła najwyższy poziom od co najmniej 1999 r. Z kolei w III kw. obniżyła się ona do 7,8%, jednak nadal pozostawała wyraźnie powyżej średniej historycznej (por. wykres).



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Zgodnie ze statystyką rachunków narodowych, oszczędności gospodarstw domowych obliczane są jako różnica pomiędzy dochodem rozporządzalnym a konsumpcją. Korzystając z modelowania ekonometrycznego, na podstawie danych o zmianach wolumenu gotówki w obiegu oraz zmian poziomu depozytów w sektorze bankowym oszacowaliśmy, że oszczędności gospodarstw domowych wyniosły 48-50 mld zł. w IV kw. 2020 r. Oznaczałoby to, że w każdym kwartale 2020 r. oszczędności kształtowały się na wyższym poziomie niż w analogicznym okresie 2019 r. W skali całego roku różnica w zgromadzonych oszczędnościach wyniosła ok. 90 mld zł. (3,9% PKB) pomiędzy 2020 i 2019 r. Tę wartość można traktować jako dodatkowy bufor występujący ponad „typowe” oszczędności tworzone przez gospodarstwa domowe.

Uważamy, że wspomniany bufor został zgormadzony głównie w płynnych aktywach – gotówce i depozytach bankowych. W ograniczonej części został on wykorzystany na inwestycje na rynku kapitałowym lub zakup nieruchomości. Zgodnie z raportem NBP zakupy mieszkań „za gotówkę” były w I-III kw. 2020 r. o około 2 mld zł niższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Zgodnie z danymi Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, napływy netto do funduszy inwestycyjnych wyniosły w 2020 r. 350 mln zł. Z uwagi na wysoką płynność, wspomniany wyżej bufor oszczędności w postaci gotówki i depozytów może być łatwo skonsumowany.

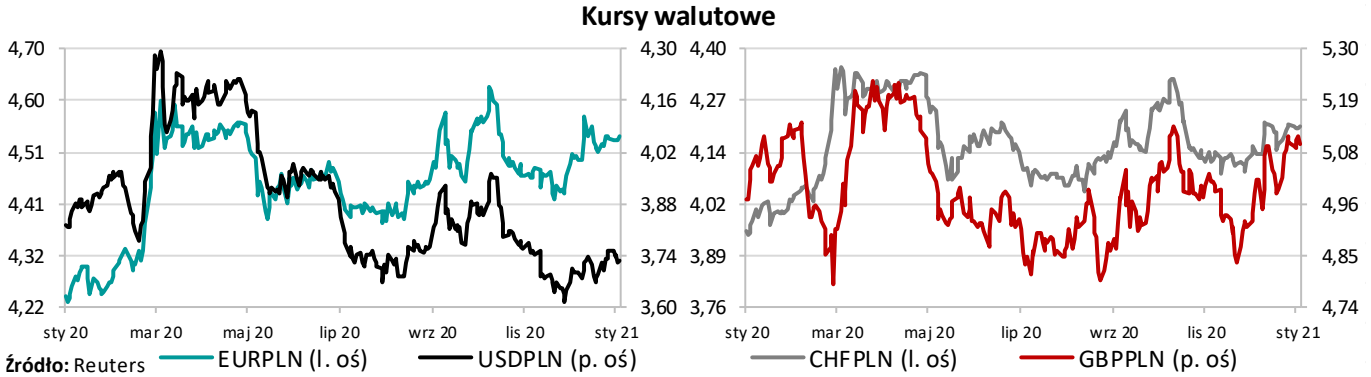
Kluczową kwestią jest odpowiedź na pytanie, jak gospodarstwa domowe spożytkują ten bufor oszczędności po wygaśnięciu pandemii COVID-19 i jaki będzie to miało wpływ na kształtowanie się

konsumpcji w kolejnych kwartałach. W naszej poprzedniej analizie zaznaczyliśmy, że nie oczekujemy materializacji scenariusza, w którym w br. wraz ze stopniowym znoszeniem obostrzeń nastąpi gwałtowny wzrost konsumpcji finansowanej z nagromadzonych w ub. r. oszczędności. Obostrzenia w Polsce miały przerywany charakter, tj. przyjmowały postać naprzemiennego zamrażania i odmrażania gospodarki. Za każdym razem obserwowaliśmy zwiększoną aktywność zakupową przed ich planowanym wprowadzeniem oraz realizację odłożonego popytu niezwłocznie po ich zakończeniu. Takie tendencje sygnalizują ograniczoną skłonność do odkładania konsumpcji na wiele miesięcy w przyszłość. Ponadto, należy również zwrócić uwagę, że w III kw. 2020 r., tj. okresie, w którym obowiązywały tylko niewielkie ograniczenia administracyjne, nie odnotowano znaczącego ożywienia konsumpcji. Jej wzrost wyniósł tylko 0,4% r/r, co oznacza iż gospodarstwa domowe nie zwiększają w znaczącym stopniu swoich wydatków w warunkach zniesienia obostrzeń. Oznaczałoby to, że ożywienie konsumpcji w I poł. br. będzie ograniczone. Taka ocena jest spójna z niepewnością dotyczącą dalszego przebiegu epidemii, w tym ryzykiem wystąpienia kolejnej fali zachorowań w I kw. br., która będzie ograniczać skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji.

Naszą ocenę dotyczącą perspektyw konsumpcji wspierają również badania przeprowadzone w Wielkiej Brytanii i USA. Wskazują one, że wspomniany bufor oszczędności powstał głównie w przypadku zamożniejszych gospodarstw domowych, podczas gospodarstwa domowe o niższych dochodach odnotowały w czasie pandemii nawet spadek swoich oszczędności. Wynika to z faktu, że obostrzenia rządowe ograniczyły dostępność głównie luksusowych towarów i usług. Przyczyniło się do spadku konsumpcji i wzrostu oszczędności głównie w ramach wyższych grup dochodowych. Natomiast struktura i poziom wydatków mniej zamożnych gospodarstw nie uległy dużym zmianom, a biorąc pod uwagę jednoczesny spadek dochodów (np. z uwagi na utratę pracy) oddziaływało to w kierunku spadku oszczędności. Oczekujemy, że podobne zjawisko było obserwowane również w Polsce, które jednak nie zostało jeszcze potwierdzone empirycznie. Będzie to sprzyjało trwałej akumulacji bufora oszczędnościowego zamiast skorzystania z niego w celu sfinansowania dodatkowej konsumpcji w 2021 r. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że w przypadku ewentualnej materializacji scenariusza, w którym konsumpcja przyspieszy silniej od naszych oczekiwań, wpływ większego spożycia na wzrost PKB będzie ograniczony. Uważamy bowiem, że odłożony popyt finansowany oszczędnościami zmaterializuje się głównie w zakresie dóbr i usług, które są w dużej mierze importowane (np. dobra trwałego użytku, wakacje zagraniczne), co ograniczy jego pozytywny wpływ na PKB.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki oczekujemy, że odsezonowany poziom konsumpcji ukształtuje się w II kw. br. na poziomie zbliżonym do obserwowanego przed wybuchem pandemii (tj. IV kw. 2019 r.). Prognozujemy, że dynamika konsumpcji w ujęciu rok do roku będzie wyraźnie dodatnia w II kw. z uwagi na efekty niskiej bazy i wyniesie 7,1%. Oczekujemy, że średniorocznie wzrost spożycia prywatnego wyniesie 3,3% w br. wobec spadku o 3,2% w 2020 r. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu gospodarczego na 2021 r. na poziomie 3,6% r/r. Dostrzegamy jednocześnie ryzyko, że wspomniane oszczędności osób zamożnych zostaną wykorzystane na zakupy nieruchomości. Takie wydatki w statystyce rachunków narodowych kwalifikowane są jako inwestycje, nie konsumpcja. Tym samym stanowiłyby one czynnik ryzyka w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2021 r., bez większego wpływu na oczekiwania dot. spożycia prywatnego.

Krajowe dane o produkcji przemysłowej i PKB kluczowe dla złotego



Źródło: Reuters

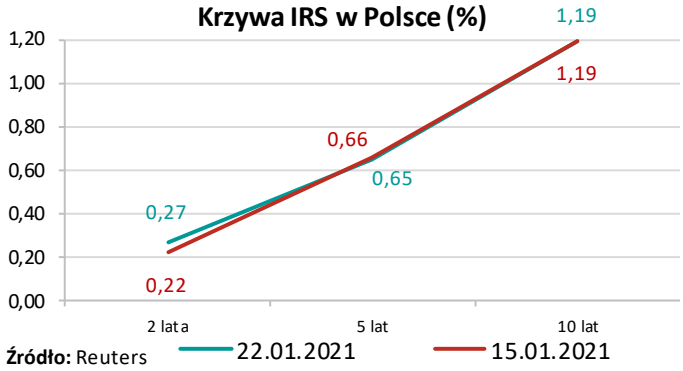
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5372 (osłabienie złotego o 0,1%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN był stabilny i oscylował wokół poziomu 4,53. W tym samym czasie obserwowany był spadek kursu EURHUF, co w znacznym stopniu wynikało z obniżenia globalnej awersji do ryzyka. Stabilizacja kursu EURPLN w warunkach spadku kursu EURHUF wskazuje, że istotnym czynnikiem ograniczającym presję na aprecjację złotego jest obecność NBP na rynku walutowym, który w ostatnich tygodniach interweniował w celu osłabienia złotego.

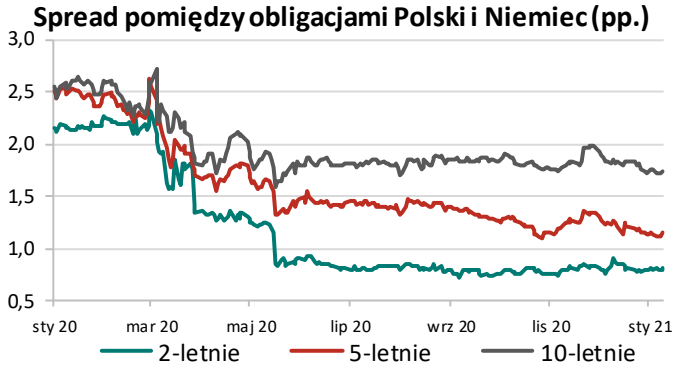
W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z osłabieniem dolara względem euro. Tym samym doszło do odwrócenia obserwowanego w ostatnich tygodniach spadkowego trendu dla kursu EURUSD (por. MAKROmapa z 18.01.2021). Jest to spójne z naszą prognozą zakładającą dalszy łagodny wzrost kursu EURUSD do poziomu 1,22 na koniec 2021 r.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będą krajowe dane o produkcji przemysłowej i PKB. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz dane o produkcji przemysłowej będą pozytywne dla złotego, podczas gdy dane o PKB mogą oddziaływać w kierunku osłabienia polskiej waluty. Do wzrostu kursu EURPLN może przyczynić się również publikacja wstępnych danych o inflacji w Niemczech. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (wstępny szacunek PKB, liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, zamówienia na dobra trwałe, indeks Conference Board oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), Niemiec (PKB, indeks Ifo), a także posiedzenie FOMC nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

Oczekujemy, że w tym tygodniu kurs EURPLN będzie kształtował się w przedziale 4,50-4,55. Jednocześnie uważamy, że w przypadku rosnącej presji na aprecjację złotego możliwe są kolejne interwencje walutowe NBP.

Dane o produkcji przemysłowej i PKB w Polsce w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,27 (wzrost o 5pb), 5-letnie obniżyły się do 0,65 (spadek o 1pb), a 10-letnie wyniosły 1,19 (brak zmiany). Przez cały ubiegły tydzień stawki IRS charakteryzowały się bardzo niską na tle ostatnich tygodni zmiennością. Publikacje krajowych danych oraz posiedzenie EBC, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, nie miały istotnego wpływu na krzywą dochodowości. W środę NBP przeprowadził operację outright buy skupując obligacje skarbu państwa (565 mln PLN) oraz obligacje PFR (929 mln PLN). Tym samym do tej pory NBP w ramach w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku skupił obligacje o łącznej wartości 108,2 mld PLN. Operacja ze względu na swoje relatywnie niewielkie rozmiary nie miała istotnego wpływu na rynek. Z kolei w piątek odbyła się aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 3- ,5- , 9- i 10- letnich terminach zapadalności za łącznie 8,0 mld PLN przy popycie równym 15,6 mld PLN. Aukcja nie miała znaczącego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będą dane z Polski (produkcja przemysłowa, PKB). W przypadku realizacji naszych prognoz dane o produkcji przemysłowej będą oddziaływać w kierunku wzrostu stawek IRS na krótkim końcu krzywej dochodowości, podczas gdy przeciwny wpływ będą miały dane o PKB. Do zwiększenia stawek IRS mogą przyczynić się również wstępne dane o inflacji w Niemczech. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (wstępny szacunek PKB, liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, zamówienia na dobra trwałe, indeks Conference Board oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), Niemiec (PKB, indeks Ifo), a także posiedzenie FOMC będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20	sty 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	**4,50**
Kurs USDPLN*	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	**3,72**
Kurs CHFPLN*	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	**4,16**
Inflacja CPI (r/r, %)	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,5	**10,0**	
Inflacja PPI (r/r, %)	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	-0,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,7	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	**6,3**	
Saldo ROB (mln EUR)	73	2756	1100	805	823	1560	3175	625	1093	1517	2356	1725		
Eksport (r/r, %, EUR)	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,6	-19,3	3,9	1,7	1,9	6,1	3,8	9,5		
Import (r/r, %, EUR)	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,9	-27,3	-7,4	-4,3	-4,7	1,8	-3,5	5,3		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2020				2021				2020	2021	2022
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (%, r/r)		1,9	-8,4	-1,5	-4,2	-1,0	6,9	4,0	4,4	-3,1	3,6	4,9
Konsumpcja (%, r/r)		1,2	-10,8	0,4	-4,0	0,0	7,1	3,5	3,1	-3,2	3,3	4,1
Inwestycje (%, r/r)		0,9	-10,7	-9,0	-10,5	-7,2	5,4	6,0	6,3	-8,3	3,6	8,2
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		2,0	-14,5	2,0	0,5	3,5	9,0	4,5	5,4	-2,5	5,5	8,3
Import (ceny stałe, %, r/r)		0,4	-18,0	-1,0	2,0	3,0	9,1	3,8	3,4	-4,1	4,6	8,9
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,8	-6,2	0,2	-2,0	0,0	3,9	2,1	1,6	-1,9	1,9	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,7	-0,9	0,9	1,0	1,5	-1,5	0,6	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	1,7	-0,7	0,5	0,7	0,6	1,2	0,7	0,8	0,0
Saldo obrotów bieżących (%PKB)***		1,0	2,1	2,8	3,4	2,9	2,8	2,5	2,7	3,4	2,7	2,3
Stopa bezrobocia (%)**		5,4	6,1	6,1	6,3	6,3	5,7	5,4	5,6	6,3	5,6	5,2
Zatrudnienie poza rolnict. (%r/r)		0,7	-1,8	-0,7	-0,5	0,0	1,8	0,7	0,5	-0,6	0,8	0,4
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)		7,7	3,8	4,8	4,0	2,8	3,3	3,0	3,1	5,1	3,1	5,8
Inflacja CPI (%)*		4,5	3,2	3,0	2,8	2,2	2,8	2,7	2,8	3,4	2,6	2,2
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,17	0,26	0,22	0,21	0,12	0,12	0,12	0,12	0,21	0,12	0,27
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,00	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,10
EURPLN**		4,55	4,44	4,53	4,55	4,50	4,46	4,42	4,37	4,55	4,37	4,27
USDPLN**		4,13	3,95	3,86	3,73	3,78	3,72	3,65	3,58	3,73	3,58	3,42

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

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 25.01.2021 r.				
10:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (% r/r)**	**Grudzień**	**5,4**	**10,0**	**8,7**
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	92,1		92,0
		Wtorek 26.01.2021 r.				
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (% r/r)**	**Grudzień**	**16,1**	**17,1**	**16,3**
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Listopad	1,6		
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	19,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	88,6	90,0	89,1
		Środa 27.01.2021 r.				
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Grudzień**	**6,1**	**6,3**	**6,2**
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Grudzień	1,0	1,3	1,0
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Styczeń	0,25	0,25	0,25
		Czwartek 28.01.2021 r.				
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Styczeń	-0,41		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	-0,7	1,2	0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	900		875
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	33,4	3,0	3,9
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Grudzień	841	870	855
		Piątek 29.01.2021 r.				
10:00	**Polska**	**Roczny PKB (% r/r)**	**2020**	**4,5**	**-3,1**	**-2,6**
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	8,5	0,0	0,0
11:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	11,0		11,2
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Grudzień	-0,4		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Styczeń	59,5		58,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	79,2	80,0	79,2

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

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

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

Jakub OLIPRA
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.