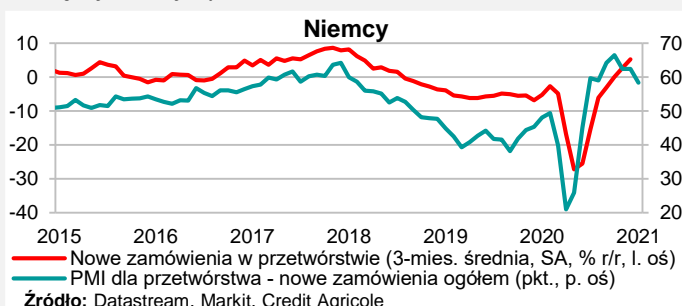


W tym tygodniu

- ▬ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w styczniu do 1,5% r/r wobec 1,4% w grudniu, na co złożyły się stabilizacja inflacji bazowej (1,6%) oraz wzrost dynamiki cen nośników energii. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (81,0 pkt. w lutym wobec 79,0 pkt. w styczniu) zasygnalizuje nieznaczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- ▬ **W piątek poznamy wstępny szacunek PKB w Polsce w IV kw. 2020 r.** Na podstawie opublikowanych dwa tygodnie temu przez GUS danych o PKB w całym 2020 r. (por. MAKROpuls z 29.01.2021) szacujemy, że spadek PKB wyniósł 3,0% r/r w IV kw. wobec 1,5% w III kw. ub. r. Na obniżenie dynamiki PKB złożyły się niższe wkłady konsumpcji prywatnej, eksportu netto i inwestycji oraz wyższa kontrybucja zmiany zapasów. Jednocześnie opublikowana zostanie informacja nt. odsezonowanego PKB. Oczekujemy, że poziom aktywności gospodarczej po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych zmniejszył się w IV kw. w porównaniu do III kw. z uwagi na drugą falę pandemii COVID-19 i wprowadzone przez rząd obostrzenia. Publikacja danych o PKB nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków.

- ▬ **W ostatnich dniach poznaliśmy ważne dane z niemieckiej gospodarki.** Opublikowana dziś produkcja przemysłowa nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada wobec wzrostu o 1,5% m/m w listopadzie, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (+0,3%).



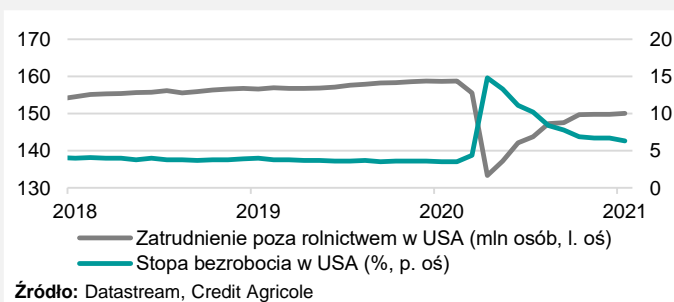
Zmniejszenie dynamiki produkcji przemysłowej wynikało z niższej dynamiki produkcji w energetyce oraz w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost dynamiki produkcji w budownictwie. W konsekwencji produkcja przemysłowa w Niemczech pozostaje nadal znacząco niższa (o ok. 3,6%) niż w lutym 2020 r., czyli w ostatnim miesiącu przez silnym wpływem pandemii na niemiecki przemysł. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane nt. nowych zamówień w niemieckim przetwórstwie, które zmniejszyły się w grudniu o 1,9% m/m wobec wzrostu o 2,7% w listopadzie, co było poniżej oczekiwań rynku (-1,0%). Spadek zamówień odnotowano zarówno w przypadku zamówień krajowych jak i zagranicznych (ze strefy euro i spoza strefy euro). We wtorek poznamy dane o niemieckim bilansie handlowym, które najprawdopodobniej wskażą na podobne tendencje w handlu międzynarodowym jak dane o zamówieniach w przetwórstwie. Dane o nowych zamówieniach w przetwórstwie stanowią pewne zaskoczenie w świetle opublikowanych wcześniej wyników badań koniunktury (PMI), które wskazały na brak wyraźnego wpływu drugiej fali pandemii na zamówienia. Dane z niemieckiej gospodarki są naszym zdaniem neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- ▬ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła na ubiegłotygodniowym posiedzeniu stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%).** Zgodnie z komunikatem, RPP oczekuje ożywienia aktywności gospodarczej w 2021 r., którego skala będzie zależała przede wszystkim od sytuacji epidemicznej i związanych z nią restrykcji. Podobnie jak w styczniu br., w komunikacie podkreślono pozytywny wpływ działań ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowania polityki pieniężnej NBP na aktywność gospodarczą.

Rada podtrzymała jednak ocenę, że podwyższona niepewność oraz słabsze niż przed pandemią nastroje podmiotów gospodarczych, wraz z brakiem wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP będą ograniczać tempo ożywienia gospodarczego. Rada utrzymała również wprowadzone w styczniowym komunikacie sformułowanie, zgodnie z którym NBP w celu wzmocnienia oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej na gospodarkę może stosować także interwencje na rynku walutowym (por. MAKROpuls z 03.02.2021). Zgodnie z komunikatem NBP będzie kontynuował skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku (wartość dotychczas skupionych obligacji wyniosła 108,6 mld zł). Treść komunikatu po posiedzeniu RPP jest zgodna z naszą zrewidowaną prognozą, zgodnie z którą RPP nie zmieni stóp procentowych do końca 2022 r. (por. MAKROmapa z 1.02.2021). Pierwszej podwyżki stopy referencyjnej z 0,10% do 0,25% oczekujemy w I kw. 2023 r. Jednocześnie mimo odnotowanej w zeszłym tygodniu aprecjacji kursu złotego oczekujemy, że NBP będzie kontynuował interwencje walutowe ograniczające tempo i skalę jego umocnienia, wspieranego przez globalny spadek awersji do ryzyka. Nadal oczekujemy, że EURPLN na koniec I kw. b.r. wyniesie 4,50, a stopniowy i trwały spadek poniżej tego poziomu rozpocznie się dopiero w II kw. br.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 779 tys. wobec 812 tys. dwa tygodnie temu, co było poniżej oczekiwań rynku (830 tys.). Obniżyła się również liczba



kontynuowanych wniosków (z 4,8 mln do 4,6 mln), co w znacznym stopniu wynikało jednak z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem, które zwiększyło się w styczniu o 49 tys. wobec spadku o 227 tys. w grudniu (silna rewizja w dół z -140 tys.), kształtując się blisko oczekiwań rynku (wzrost o 50 tys.). Najsilnie zatrudnienie zwiększyło się w usługach biznesowych (+97,0 tys.), sektorze rządowym (+43 tys.) oraz w dostarczaniu informacji (+16,0 tys.). Najsilniejszy spadek zatrudnienia odnotowano natomiast w turystyce i rekreacji (-61,0 tys.), handlu detalicznym (-37,8 tys.) oraz transporcie i magazynowaniu (-27,8 tys.), czyli działach najsilnie dotkniętych restrykcjami administracyjnymi wprowadzonymi ze względu na drugą falę pandemii. Zatrudnienie w przetwórstwie obniżyło się o 10,0 tys. osób, co stanowi pewne zaskoczenie w świetle wyników badań koniunktury (patrz poniżej). Stopa bezrobocia obniżyła się w styczniu do 6,3% wobec 6,7% w grudniu, co wynikało z silnego wzrostu liczby osób zatrudnionych, a także opuszczenia rynku pracy przez część osób bezrobotnych (współczynnik aktywności zawodowej zmniejszył się w styczniu do 61,4% wobec 61,5% w grudniu). Styczeniowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, w połączeniu z danymi o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wskazują, że druga fala pandemii wyraźnie wyhamowała poprawę sytuacji na amerykańskim rynku pracy, który nadal znajduje się daleko od poziomu równowagi. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w styczniu do 58,7 pkt. wobec 60,5 pkt. w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (60,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. Wszystkie składowe indeksy pozostają jednak cały czas powyżej poziomu 50 pkt. oddzielającego wzrost od spadku aktywności, co świadczy o utrzymującej się dobrej koniunkturze w amerykańskim przetwórstwie. Wzrost odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył

się w styczniu do 58,7 pkt. wobec 57,7 pkt. w grudniu. W kierunku zwiększenia indeksu oddziaływały wyższe wkłady jego składowych dla zatrudnienia i nowych zamówień, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla czasu dostaw i aktywności biznesowej. Wyraźne skrócenie czasu dostaw w styczniu jest naszym zdaniem związane z wyhamowaniem liczby nowych zakażeń koronawirusem w USA (por. CABP COVID Dashboard), co prawdopodobnie sprzyjało wznowianiu działalności przez część firm usługowych. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w I kw. do 1,2% wobec 4,0% 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. Oczekujemy, że jego skala będzie nieznacznie niższa od 1,9 bn USD.

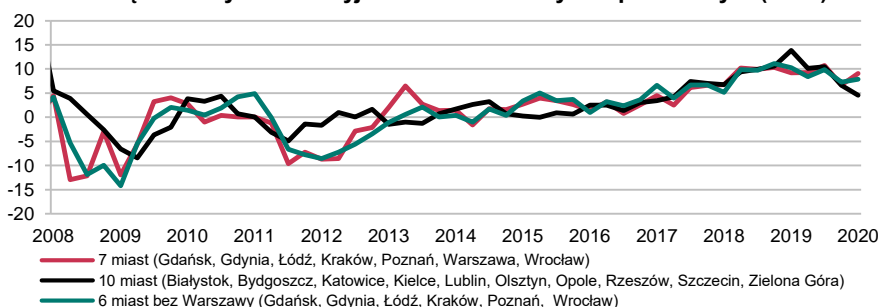
➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowany został wstępny szacunek PKB w strefie euro.** Kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zmniejszyła się w IV kw. do -0,7% wobec 12,4% w III kw. (-5,1% r/r w IV kw. wobec -4,3% w III kw.), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-1,0% kw/kw i -5,4% r/r). Wyraźne obniżenie dynamiki PKB w strefie euro pomiędzy III kw. a IV kw. wynikało z efektów wysokiej bazy w III kw., a także silnego negatywnego wpływu drugiej fali pandemii na aktywność gospodarczą w obszarze wspólnej waluty. Spadek PKB w ujęciu kwartalnym został odnotowany m.in. we Włoszech (-2,0% kw/kw w IV kw. wobec 16,0% w III kw.), Francji (-1,3% wobec 18,5%) i Austrii (-4,3% wobec 12,0%), podczas gdy nieznaczny wzrost PKB miał miejsce m.in. w Niemczech (0,1% kw/kw w IV kw. wobec 8,5% w III kw.), Hiszpanii (0,4% wobec 16,4%), Belgii (0,2% wobec 11,6%), Portugalii (0,4% wobec 13,3%), Litwie (1,2% wobec 3,8%) i Łotwie (1,1% wobec 7,1%). Szczegółowe dane obejmujące strukturę PKB w strefie euro poznamy 9 marca. Prognozujemy, że PKB w strefie euro zwiększy się w 2021 r. o 3,8% r/r, w 2022 r. wzrośnie o 3,9%.

➤ **W ubiegłym tygodniu premier M. Morawiecki poinformował o zniesieniu części restrykcji administracyjnych mających na celu zahamowanie rozprzestrzeniania się epidemii.** Zgodnie z zapowiedzią M. Morawieckiego od 12 lutego otwarte zostaną hotele (maksymalne obłożenie na poziomie 50% dostępnych pokoi, posiłki serwowane tylko do pokoi), kina, teatry, opery i filharmonie (zajętych może być maksymalnie 50% miejsc siedzących), baseny, stoki narciarskie, boiska i korty zewnętrzne. Nadal zamknięte pozostaną siłownie oraz restauracje. Uważamy, że przy obecnym niskim poziomie wyszczepienia populacji i pojawianiu się nowych, bardziej zakaźnych mutacji koronawirusa kolejne miesiące mogą przynieść wyraźny wzrost zakażeń i zaostrzenie restrykcji administracyjnych. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym tzw. „pełzający lockdown” w I kw. br. Jednocześnie zapowiedziane przez M. Morawieckiego zniesienie części restrykcji administracyjnych nie zmienia naszej prognozy wzrostu gospodarczego na 2021 r. (3,6% r/r wobec -2,8% w 2020 r.).

Ceny mieszkań nie przestaną rosnąć

Na początku ub. r. (por. MAKROmapa z 17.02.2020) przedstawiliśmy naszą prognozę kształtowania się cen mieszkań w perspektywie średniookresowej. Zarysowaliśmy wówczas scenariusz utrzymującego się wzrostu cen na rynku mieszkań, którego tempo będzie się jednak stopniowo obniżać. Choć taki scenariusz zmaterializował się w 2020 r., to trudno ocenić trafność naszych przewidywań z uwagi na wybuch pandemii COVID-19. Przyczyniła się ona bowiem do wyraźnego odchylenia sytuacji makroekonomicznej od założeń przyjętych przez nas na potrzeby analizy. Poniżej przedstawiamy nasze najnowsze prognozy dotyczące kształtowania się cen na rynku nieruchomości.

Przeciętne ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym (% r/r)



Źródło: NBP, Credit Agricole

Zgodnie z danymi NBP, dynamika cen transakcyjnych na rynku pierwotnym kształtuje się od IV kw. 2018 r. na poziomie ok. 8-10% r/r. W trakcie pandemii ceny obniżyły się tylko w II kw. (przeciętnie o 1,3% kw/kw dla 7 największych miast w Polsce, por. wykres). W III kw. stawki powróciły do trendu wzrostowego, nadrabiając z przewagą spadki odnotowane w II kw. Dane za IV kw.

2020 r. nie są jeszcze znane. Z uwagi na niepewność dotyczącą dalszego przebiegu pandemii i kształtowania się sytuacji gospodarczej prognozy cen nieruchomości w średnim okresie mogą charakteryzować się większym błędem niż zazwyczaj.

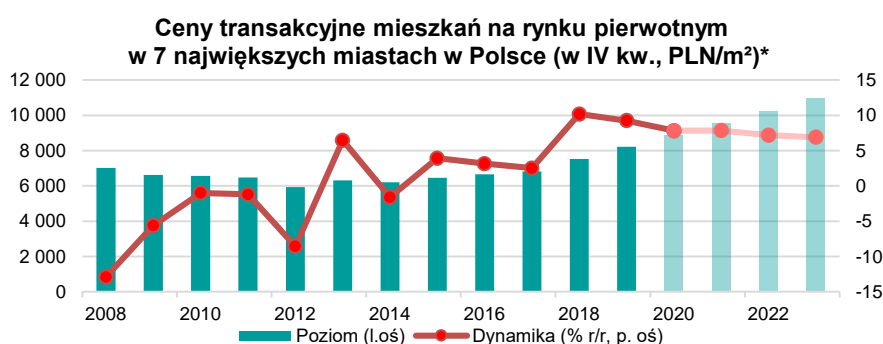
W naszej analizie korzystamy z danych NBP dotyczących cen transakcyjnych mieszkań na rynku pierwotnym uśrednionych dla 7 największych miast w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław). W celu przygotowania prognozy posłużyliśmy się modelem ekonometrycznym, w którym roczna dynamika cen mieszkań uzależniona jest od trzech zmiennych:

- **Stopy bezrobocia BAEL**, która reprezentuje w modelu wpływ zmian popytu mieszkaniowego ze strony gospodarstw domowych na kształtowanie się cen mieszkań. Stopa bezrobocia pozwala na uchwycenie jednocześnie wielu czynników determinujących popyt mieszkaniowy z punktu widzenia sytuacji na rynku pracy (zmiany wynagrodzeń, zdolności kredytowej, obaw o utratę pracy, etc.). Zmienna ta została uwzględniona w modelu z jednokwartalnym wyprzedzeniem, co oznacza, że to przyszła sytuacja na rynku pracy (a tym samym sytuacji finansowej gospodarstwa domowego) mają duże znaczenie w kontekście decyzji o zakupie mieszkania.
- **Wartości zakupów mieszkań „za gotówkę”**, która reprezentuje wpływ tzw. popytu inwestycyjnego (długoterminowa lokata kapitału) na ceny mieszkań. Posłużyliśmy się roczną dynamiką szacowanego przez NBP popytu gotówkowego na zakup mieszkań deweloperskich we wspomnianych wyżej siedmiu miastach.
- **Oczekiwań gospodarstw domowych na wzrost cen mieszkań**. Miernikiem takich oczekiwań w naszym modelu są wyniki badania ankietowego „Finansowy Barometr ING”. W latach 2014-2018 34-38% ankietowanych zgadzało się ze stwierdzeniem, że ceny domów nigdy nie spadają. W latach 2018-2019 odsetek odpowiedzi twierdzących kształtował się na poziomie zbliżonym do 50%. Z kolei w 2020 r. odnotowano spadek tego odsetka do 46%. Zmienna ta odzwierciedla nie tylko skłonność Polaków do zakupu mieszkania w obawie przed dalszym wzrostem cen, ale również ma za zadanie uwzględniać zmiany popytu spekulacyjnego (zakup mieszkań w celach inwestycyjnych).

Warto zwrócić uwagę, że model ten dobrze tłumaczy zmiany cen transakcyjnych na pierwotnym rynku mieszkaniowym (dopasowanie modelu do danych wynosi ok. 80%). Co więcej, w trakcie pandemii jego dopasowanie do danych nie uległo wyraźnemu pogorszeniu. Po dodaniu do modelu zmiennej zero-jedynkowej przyjmującej wartość „1” w trakcie pandemii, dopasowanie modelu nie zwiększyło się istotnie. Ponadto, zmienna ta okazała się statystycznie nieistotna, a jej uwzględnienie nie wpłynęło istotnie na oszacowania parametrów stojących przy innych zmiennych.

W celu przygotowania prognozy cen mieszkań musieliśmy przyjąć kilka założeń dotyczących kształtowania się zmiennych objaśniających w najbliższych latach. Oczekujemy, że po przejściowym wzroście w 2020 r. stopa bezrobocia ponownie obniży się w 2021 r. i w horyzoncie prognozy będzie kształtowała się na poziomie ok. 3,0%. Taka tendencja będzie wynikała m.in. z oczekiwanego przez nas przyspieszenia wzrostu gospodarczego powiązanego z cyklem w absorpcji środków unijnych. W kontekście popytu gotówkowego,

obserwowaliśmy jego wyraźny spadek w II i III kw. 2020 r. (o 8,0% r/r) z uwagi na podwyższoną niepewność dotyczącą dalszego przebiegu pandemii oraz jej wpływu na sytuację na rynku pracy oraz popyt na mieszkania na wynajem. Uważamy, że wraz z normalizacją sytuacji epidemicznej będziemy obserwowali ponowny wzrost zakupów mieszkań za gotówkę. Stopy procentowe pozostaną w najbliższych latach na niezmiennym poziomie, co będzie sprzyjać inwestycjom w mieszkania, które będą alternatywą dla nisko oprocentowanych depozytów bankowych. Inwestycje te mogą być finansowane z bufora oszczędności zgromadzonego przez gospodarstwa domowe w trakcie pandemii, który zgodnie z naszymi szacunkami wyniósł w 2020 r. ok. 90 mld zł (por. MAKROmapa z 25.01.2021). Spójne z założeniem o rosnącym popycie gotówkowym na mieszkania jest przyjęcie założenia, że odsetek Polaków oczekujących, że „ceny domów nigdy nie spadają” będzie utrzymywał się na podwyższonym poziomie. W naszej prognozie przyjęliśmy, że odsetek respondentów zgadzających się z tym stwierdzeniem obniży się nieznacznie do 44% w horyzoncie 2023 r. i będzie utrzymywał się wyraźnie powyżej średniej z lat 2014-2017.



Źródło: NBP, Credit Agricole

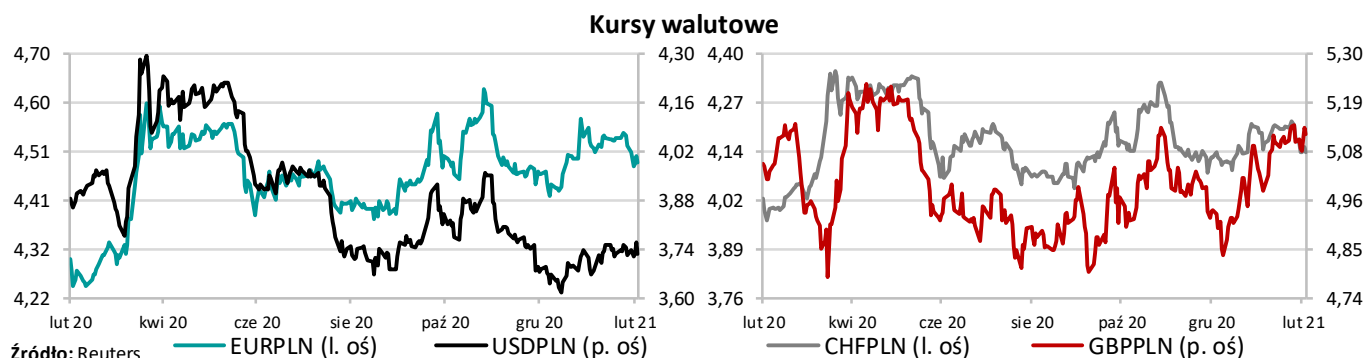
*od 2020 r. prognoza

Zgodnie z powyższymi założeniami, prognozujemy, że tempo wzrostu cen mieszkań na rynku pierwotnym obniży się do 7,8% r/r w IV kw. 2020 r. i w kolejnych latach będzie znajdować się w trendzie spadkowym osiągając poziom 6,8% w 2023 r. Oznacza to, że przeciętna cena transakcyjna we wspomnianych siedmiu miastach zwiększy się z 8,9 tys. zł w IV kw.

2020 r. do 11,0 tys. na koniec 2023 r. (por. wykres). Należy zwrócić uwagę, że jest to prognoza warunkowa, uzależniona od materializacji zarysowanego powyżej scenariusza dla zmiennych objaśniających. Oczekiwany dalszy, aczkolwiek wolniejszy wzrost cen mieszkań będzie wspierany nie tylko przez utrzymujący się popyt, ale również ograniczoną podaż nowych mieszkań związanych z trudnościami deweloperów w pozyskiwaniu nowych gruntów pod inwestycje. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen mieszkań jest również wejście w 2021 r. życie przepisów wymagających aby nowopowstałe domy spełniały ostrzejsze normy energetyczne.

Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy w przypadku materializacji scenariusza niekorzystnego przebiegu pandemii COVID-19 w kolejnych kwartałach. W takich warunkach będziemy mieli do czynienia ze spadkiem popytu na wynajem mieszkań, m.in. ze względu na przedłużającą się naukę w trybie zdalnym, ograniczenia w turystyce czy też zmniejszony napływ imigrantów. A to z kolei będzie ograniczało atrakcyjność zakupu nieruchomości w celach inwestycyjnych. Dodatkowym czynnikiem osłabiającym presję na wzrost cen w takim scenariuszu alternatywnym byłoby pogorszenie sytuacji na rynku pracy.

Obecność NBP na rynku walutowym czynnikiem hamującym umocnienie złotego



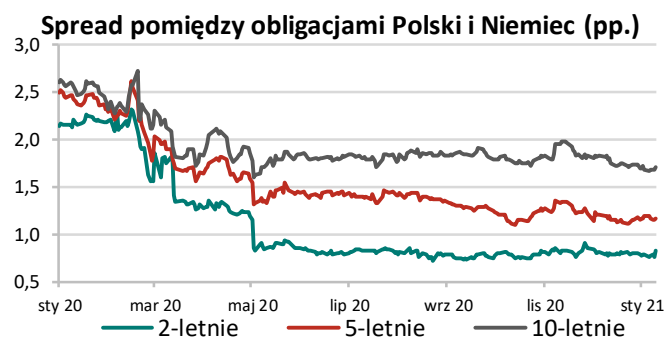
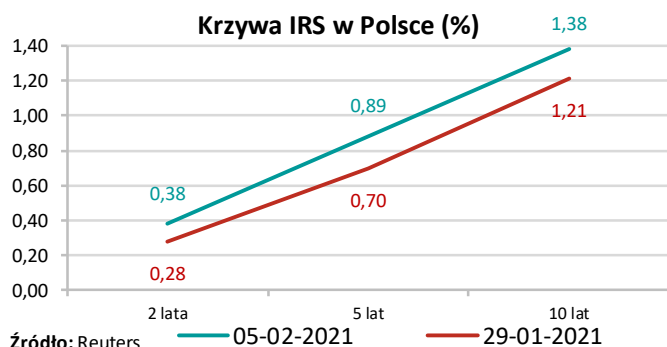
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4858 (umocnienie złotego o 0,7%). Od poniedziałku do środy kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie spadkowym. Aprecjacji złotego sprzyjało zmniejszenie światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu indeksu VIX. Poprawie nastrojów na rynkach finansowych sprzyjały rosnące oczekiwania inwestorów na stopniowe wygasanie pandemii koronawirusa wraz z rosnącą liczbą zaszczepionych osób. W efekcie w środę kurs EURPLN spadł nieznacznie poniżej poziomu 4,50. NBP w swoim komunikacie po środowym posiedzeniu przypomniał o swojej gotowości do interwencji walutowych, co doprowadziło do korekty i ponownego wzrostu kursu EURPLN powyżej poziomu 4,50. Warto zauważyć, że osłabienie złotego nastąpiło w warunkach dalszego spadku awersji do ryzyka, co sugeruje, że obecność NBP na rynku walutowym pozostaje istotnym czynnikiem ograniczającym presję na aprecjację polskiej waluty. W piątek doszło do ponownego umocnienia złotego w reakcji na wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego na konferencji prasowej, który stwierdził, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w najbliższych kwartałach jest stabilizacja stóp procentowych w Polsce.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy również do czynienia z umocnieniem dolara względem euro. W znacznym stopniu wynikało ono z wyraźnie wolniejszego tempa szczepień w UE na tle USA. Nieznaczne osłabienie euro jest spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą kurs EURUSD na koniec marca br. wyniesie 1,19. W kolejnych kwartałach oczekujemy jednak odwrócenia trendu i wzrostu kursu EURUSD do poziomu 1,22 na koniec br. Deprecjacja dolara wynikać będzie z dalszego spadku globalnej awersji do ryzyka wraz z wygasaniem pandemii.

W tym tygodniu kurs złotego będzie pozostawał pod wpływem nastrojów na rynku globalnym związanych z przebiegiem pandemii. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Polski (wstępny PKB) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Oczekujemy, że w tym tygodniu kurs EURPLN będzie kształtował się na poziomie zbliżonym do 4.50. Jednocześnie uważamy, że w przypadku rosnącej presji na aprecjację złotego możliwe są kolejne interwencje walutowe NBP. Wsparcie dla takiej oceny stanowi komunikat po lutowym posiedzeniu RPP (por. MAKROpuls z 03.02.2021).

Stawki IRS pod wpływem nastrojów na rynkach bazowych



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do **0,38 (wzrost o 10pb)**, 5-letnie do **0,89 (wzrost o 19pb)**, a 10-letnie do **1,38 (wzrost o 17pb)**. Przez cały ubiegły tydzień obserwowany był wyraźny wzrost stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Wzrostowi rentowności na rynkach bazowych sprzyjał spadek światowej awersji do ryzyka wraz z rosnącymi oczekiwaniami inwestorów na stopniowe wygasanie pandemii ze względu na coraz większą liczbę szczepień. W piątek w kierunku wzrostu stawek IRS w Polsce oddziaływały decyzja rządu o częściowym „odmrożeniu” gospodarki, a także wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego na konferencji prasowej wskazujące na stabilizację stóp procentowych w najbliższych kwartałach. W czwartek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w tym roku za 4,5 mld PLN, sprzedając obligacje o 2-, 4-, 5-, 9-, 10- letnich terminach zapadalności za 4,5 mld PLN przy popycie równym 5,7 mld PLN. Warto odnotować, że Ministerstwo Finansów po raz pierwszy w historii sprzedało obligacje (OK0423) z rentownością 0,000%. Aukcja zamiany nie miała istotnego wpływu na krzywą.

Oczekujemy, że istotnym czynnikiem wpływającym na stawki IRS w tym tygodniu pozostaną nastroje na światowych rynkach finansowych związane z przebiegiem pandemii. Jednocześnie uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Polski (wstępny PKB) będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lut 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	0,10
Kurs EURPLN*	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	4,52	4,50
Kurs USDPLN*	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	3,72
Kurs CHFPLN*	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	4,18	4,13
Inflacja CPI (r/r, %)	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	3,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,2	0,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,0	0,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,6	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-1,6	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	
Saldo ROB (mln EUR)	2756	1100	805	823	1560	3175	625	1093	1517	2356	1725	485		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,9	8,0	-6,6	-29,6	-19,3	3,9	1,7	1,9	6,1	3,8	9,5	15,6		
Import (r/r, %, EUR)	3,9	0,9	-3,9	-28,9	-27,3	-7,4	-4,3	-4,7	1,8	-3,5	5,3	13,0		

* 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	-3,0	-1,0	6,9	4,0	4,4	-2,8	3,6	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,0	0,0	7,1	3,5	3,1	-3,0	3,3	4,1	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-10,7	-9,0	-10,7	-7,2	5,4	6,0	6,3	-12,2	3,6	8,2	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,0	-14,5	2,0	0,9	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	-1,5	0,0	3,9	2,1	1,6	-1,7	1,9	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,7	-0,9	0,9	1,0	1,5	-1,6	0,6	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	1,7	-0,5	0,5	0,7	0,6	1,2	-0,3	0,8	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,0	2,1	2,8	3,5	2,9	2,8	2,5	2,7	3,5	2,7	2,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	6,1	6,1	6,2	6,3	5,7	5,4	5,6	6,2	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	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,26	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	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	PROGNOZA*	
				POPZEDNIA WARTOŚĆ	CA RYNEK**
Poniedziałek 08.02.2021 r.					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	0,9	0,3
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Luty	1,3	1,9
Wtorek 09.02.2021 r.					
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Grudzień	16,4	16,0
Środa 10.02.2021 r.					
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	-0,4	0,4
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Styczeń	0,2	-0,1
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Styczeń	0,4	0,4 0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Styczeń	0,1	0,2 0,2
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Grudzień	0,1	0,1
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Grudzień	0,2	
Czwartek 11.02.2021 r.					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	779	775
Piątek 12.02.2021 r.					
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	IV kw.	-1,5	-3,0 -3,0
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	79,0	81,0 80,7

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

** Konsensus Reuters