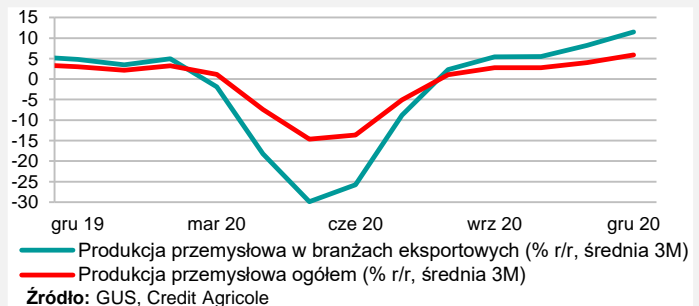


W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych lutowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w lutym do 48,4 pkt. wobec 47,8 pkt. w styczniu. Uważamy, że na wzrost wskaźnikałożyły się pogorszenie koniunktury w Niemczech i jej poprawa we Francji. Skala obostrzeń w strefie euro nie zmieniła się znacząco w porównaniu ze styczniem, co sprzyjało stabilizacji wskaźnika PMI. We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech. Oczekujemy, że jego wartość obniżyła się do 60,0 pkt. w lutym z 61,8 pkt. w styczniu. Nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich materializacja będzie neutralna dla złotego i cen polskiego długu.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja Minutes ze styczniowego posiedzenia FOMC.** Uważamy, że treść dokumentu nie dostarczy nowych informacji względem konferencji po ostatnim posiedzeniu (por. MAKROmapa z 01.02.2021). Minutes potwierdzą, iż FED ma zamiar utrzymywać łagodną politykę pieniężną przez dłuższy czas. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym stopy procentowe w USA pozostaną na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023 r. Jednocześnie uważamy, że FED zacznie zmniejszać skalę prowadzonego przez siebie skupu aktywów nie wcześniej niż na początku 2022 r., a termin ten zależeć będzie od sukcesów w walce z pandemią. Oczekujemy, że publikacja Minutes będzie neutralna dla rynków.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 0,4% m/m w styczniu z 1,6% m/m w grudniu, co będzie spójne ze spadkiem zatrudnienia odnotowanym w przetwórstwie przemysłowym w styczniu. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w styczniu o 1,2% m/m wobec spadku o 0,7% w grudniu ze względu na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1644 tys. w styczniu wobec 1669 tys. w grudniu), pozwoleń na budowę (1678 tys. wobec 1704 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,65 mln wobec 6,76 mln) zasygnalizują lekki spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w grudniu ub. r.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do 485 mln EUR wobec 1725 mln EUR w listopadzie ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z 9,5% r/r w listopadzie do 15,6% w grudniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 5,3% r/r do 13,0%. W kierunku wzrostu obu dynamik w grudniu oddziaływała korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane o styczniowej inflacji w Polsce, która zwiększyła się naszym zdaniem do 2,6% r/r wobec 2,4% w grudniu.** Do zwiększenia wskaźnika inflacji przyczyniła się wyższa dynamika paliw i innych nośników energii (efekt podwyżki cen prądu), podczas gdy tempo wzrostu cen żywności i inflacja bazowa nie zmieniły się w porównaniu do grudnia. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (2,4%), a tym samym jej materializacja będzie oddziaływała w kierunku umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **W środę poznamy styczniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** GUS przeprowadzi coroczną rewizję liczby pracowników zatrudnionych w mikroprzedsiębiorstwach (firmy zatrudniające poniżej 10 osób), co zaowocuje miesięcznym zwiększeniem liczby osób zatrudnionych w firmach zatrudniających co najmniej 10 osób. Z uwagi na pandemię COVID skala rewizji będzie jednak znacząco mniejsza niż w 2020 r.

W efekcie prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do -1,6% r/r z -1,0% w grudniu ub. r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się w styczniu do 4,1% r/r wobec 6,6% w grudniu, co było efektem m.in. mniejszej niż w 2020 r. podwyżki płacy minimalnej. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W czwartek poznamy dane o styczniowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 0,0% r/r wobec 11,2% w grudniu. W kierunku spadku dynamiki produkcji oddziaływały niekorzystne efekty

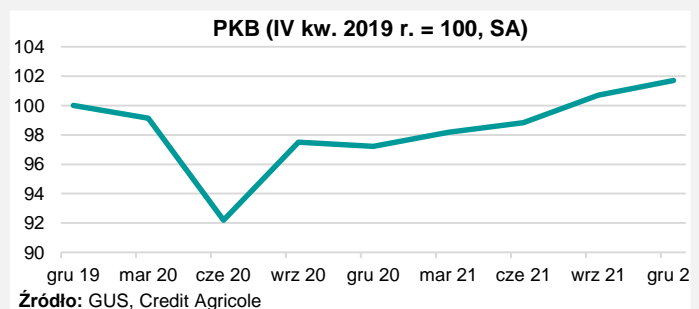


kalendarzowe oraz efekty bazy sprzed roku. Lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy stanowi opublikowany na początku miesiąca lepszy od oczekiwań styczniowy indeks PMI dla polskiego przetwórstwa. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się poniżej konsensusu (0,6%), a tym samym jej materializacja będzie negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W piątek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się w styczniu do -6,6% r/r wobec -0,8% w grudniu. Na jej spadek złożyły się efekty wysokiej bazy sprzed roku, niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych, pogorszenie nastrojów konsumenckich oraz zamknięcie sklepów w galerii handlowych pod koniec grudnia ub. r. Uważamy, że materializacja naszej niższej od konsensusu (-5,0%) prognozy będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem PKB w Polsce obniżył się w IV kw. 2020 r. o 2,8% r/r wobec spadku o 1,5% w III kw., co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (-3,0% r/r). Wyrównany sezonowo PKB obniżył się w IV kw. o 0,7% kw/kw wobec wzrostu o 7,9% kw/kw, co również było powyżej konsensusu



rynku (-1,0%). Zmniejszenie aktywności gospodarczej w IV kw. było efektem drugiej fali pandemii i wprowadzonych przez rząd restrykcji administracyjnych. Na podstawie danych za cały 2020 r. szacujemy, że na obniżenie rocznej dynamiki PKB pomiędzy III kw. a IV kw. złożyły się niższe wkłady konsumpcji prywatnej, eksportu netto i inwestycji oraz wyższy wkład zmiany zapasów. Prognozujemy, że w 2021 r. zwiększy się o 3,6% wobec spadku o 2,8% w 2020 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 793 tys. wobec 812 tys. dwa tygodnie temu (rewizja w górę z 779 tys.), co było powyżej oczekiwań rynku (757 tys.). Obniżyła się również liczba kontynuowanych wniosków (z 4,7 mln do 4,5 mln), co w znacznym stopniu wynikało jednak z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. Dane potwierdzają tym samym wyraźne wyhamowanie poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy w warunkach drugiej fali pandemii. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również

dane o inflacji CPI, która nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 1,4% r/r, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (1,5%). Spadek inflacji bazowej (1,4% r/r w styczniu wobec 1,6% w grudniu) oraz niższa dynamika cen żywności zostały skompensowane przez wyższą dynamikę cen nośników energii. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w lutym do 76,2 pkt. wobec 79,0 pkt. w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (80,8 pkt.). Spadek indeksu wynikał z wyższych składowych indeksów zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Co ciekawe, pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych nastąpiło mimo poprawy sytuacji epidemicznej w USA (por. CABP COVID Dashboard), a także perspektywy uruchomienia kolejnego pakietu fiskalnego. 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.

Saldo niemieckiego bilansu handlowego zwiększyło się w grudniu do 16,1 mld EUR wobec 16,0 mld EUR w listopadzie, kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (16,0 mld EUR). Jednocześnie doszło do spadku dynamiki eksportu (0,1% m/m w grudniu wobec 2,3% w listopadzie) oraz importu (-0,1% wobec 5,4%), które ukształtowały się powyżej konsensusu rynkowego (odpowiednio -1,3% i -1,1%). Obniżenie aktywności w niemieckim handlu zagranicznym jest spójne z opublikowanymi dwa tygodnie temu słabszymi od oczekiwań danymi nt. zamówień w niemieckim przetwórstwie (por. MAKROmapa z 08.02.2021). Warto zauważyć, że niższa aktywność w niemieckim przemyśle może utrzymać się przynajmniej do końca lutego. Wynika to z restrykcji administracyjnych nałożonych przez niemiecki rząd w celu zahamowania rozprzestrzeniania się drugiej fali pandemii, a także ograniczeń podaży związanych m.in. z niedoborem procesorów. Prognozujemy, że PKB w Niemczech w 2021 r. zwiększy się o 2,5% wobec spadku o 5,0% w 2020 r.

Prognozy makroekonomiczne dla krajów EŚW-3

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Czechy	-5,8	3,0	4,0	3,2	2,1	2,0
Węgry	-5,7	3,7	4,6	3,3	3,3	3,0
Rumunia	-5,3	4,2	4,5	2,6	2,5	2,8

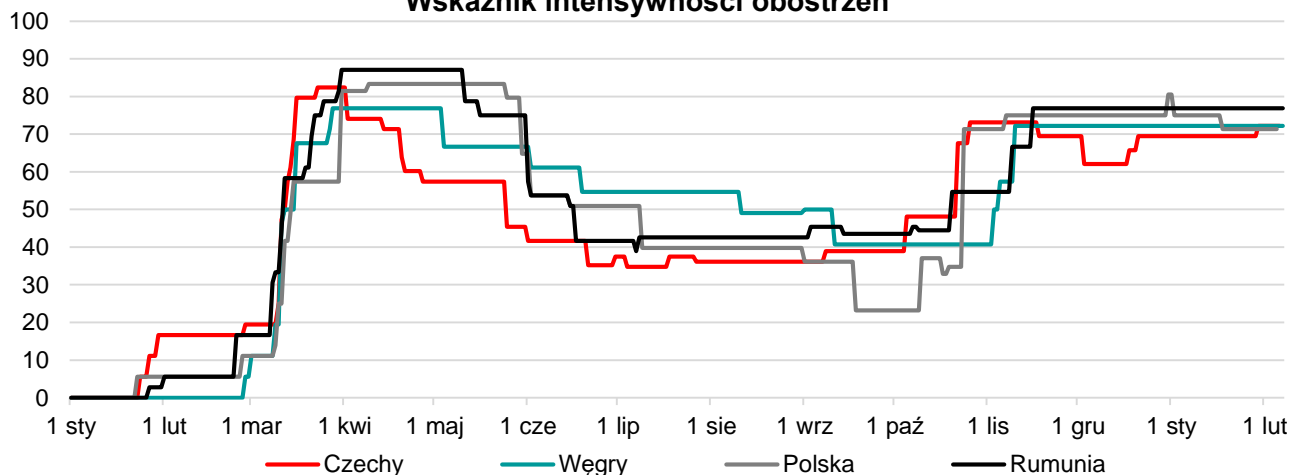
Źródło: Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz zrewidowany scenariusz makroekonomiczny na lata 2021-2022 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).

Obecnie poznaliśmy jedynie wstępny szacunek PKB za IV kw. 2020 r. w Czechach (-5,0% r/r wobec -5,0% w III kw.). Okazał się on lepszy od oczekiwań rynkowych (-7,7%) i prognozy Narodowego Banku Czech (-8,8%). Dane za IV kw. dla pozostałych gospodarek regionu EŚW-3 zostaną opublikowane dopiero w kolejnych tygodniach. Kluczowe dla naszych średnioterminowych prognoz są jednak nie dane o aktywności w IV kw. tylko oczekiwania dot. przebiegu drugiej fali pandemii i obostrzeń nakładanych przez rządy tych krajów. To one będą decydowały o dynamice PKB w 2021 r.

Obostrzenia w krajach EŚW-3		
Czechy	Węgry	Rumunia
<ul style="list-style-type: none"> Godzina policyjna pomiędzy 21.00-5.00 Wjazd dla większości obcokrajowców z negatywnym testem. Zamknięcie większości sklepów (oprócz sklepów pierwszej potrzeby, części sklepów stacjonarnych i spożywczych, aptek, stacji benzynowych) Zamknięcie, siłowni, basenów, kin, obiektów sportowych, stoków etc. Restauracje – tylko na wynos Usługi hotelowe możliwe tylko w celach biznesowych Obowiązek noszenia maseczek Nauka w trybie zdalnym poza uczniami I i II stopnia szkoły podstawowej 	<ul style="list-style-type: none"> Godzina policyjna pomiędzy 20.00-5.00 Obywatele innych państw mają wstęp na terytorium Węgier (z wyjątkami np. USA). Sklepy, fryzjerzy oraz inni usługodawcy otwarci do godziny 19.00 Instytucje kulturalne, miejsca publiczne są zamknięte Restauracje – tylko na wynos Usługi hotelowe możliwe tylko w celach biznesowych Maski w transporcie publicznym i wewnątrz budynków Spotkania rodzinne do 10 osób, pogrzeby do 50 osób, wesela ograniczone do najbliższej rodziny. Nauczanie w trybie zdalnym powyżej 8 klasy 	<ul style="list-style-type: none"> Godzina policyjna pomiędzy 23.00-5.00 Obywatele innych państw mają wstęp na terytorium Węgier (z wyjątkami np. USA). Restauracje, kawiarnie, kina, teatry, bary, dyskoteki zamknięte Sklepy otwarte pomiędzy 5.00-21.00 Obowiązek noszenia maseczek Zabronione organizowanie wesel, chrzcin i innych imprez rodzinnych. Na niektórych obszarach władze lokalne mogą również wprowadzić bardziej rygorystyczne ograniczenia. Nauka w trybie zdalnym

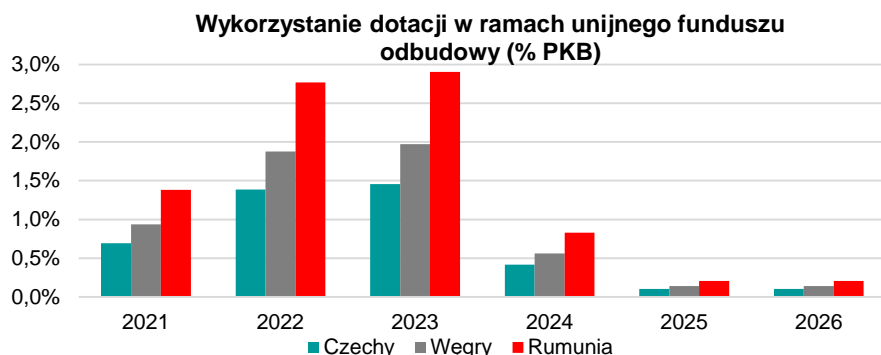
Źródło: Credit Agricole

Wskaźnik intensywności obostrzeń


Źródło: Oxford University, Our World in Data, Credit Agricole

Obecnie można zaobserwować podobną skalę obostrzeń w każdym kraju EŚW-3 (por. tabela i wykres). Wskaźnik intensywności obostrzeń (*Government Stringency Index*), który w sposób numeryczny przedstawia skalę obostrzeń (wyższe wartości oznaczają bardziej surowe restrykcje) przyjmuje obecnie podobne wartości w każdym z krajów regionu. Ponadto tendencje w jego kształtowaniu w ciągu ostatniego roku również wyglądały podobnie dla Czech, Rumunii, Węgier i Polski. Szczepienie populacji przebiega tych krajach w podobnym tempie – w każdym kraju podano już ok. 4 dawek szczepionki na 100 osób. (por. CABP COVID Dashboard). Zakładamy, że *lockdowny*, z różną intensywnością, potrwają w krajach EŚW-3 najprawdopodobniej do przełomu I i II kw. br. Będą one przede wszystkim ograniczały aktywność w sektorze usług, podczas gdy przetwórstwo będzie korzystało z ożywienia w światowym

handlu. W kolejnych kwartałach z uwagi na oddziaływanie efektów niskiej bazy tempo wzrostu gospodarczego będzie wyraźnie dodatnie.



Źródło: Credit Agricole

2021 r. ze względu na konieczność odnowienia przez nie majątku oraz efekty niskiej bazy. Wzrost gospodarczy będzie również wspierany przez eksport w warunkach oczekiwanego przez nas ożywienia w handlu światowym. W br. konsumpcja również przyspieszy finansowana przez „wymuszone” oszczędności z 2020 r., związane z brakiem dostępności niektórych usług i mniejszą aktywnością zakupową w warunkach pandemii. W Czechach dodatkowym wsparciem dla spożycia prywatnego będzie obniżka efektywnej stawki podatku PIT z początkiem br. Zgodnie z szacunkami Narodowego Banku Czech (CNB) przyczyni się ona do spadku dochodów do budżetu państwa o ok. 1,4% PKB. Prognozujemy, że średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego w 2021 r. wyniesie 3,0% r/r w Czechach, 4,2% w Rumunii i 3,7% na Węgrzech. Ożywienie gospodarcze będzie również kontynuowane w kolejnym roku, co przyczyni się osiągnięcia tempa wzrostu PKB na poziomie co najmniej 4% r/r w we wszystkich krajach EŚW-3 (por. tabela powyżej). Oczekujemy, że zacieśnienie fiskalne realizowane w tych krajach, związane m.in. z wygasaniem pakietów pomocowych, będzie czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w latach 2021-2022. Konsolidacja w finansach publicznych zrealizuje się w najmniejszym stopniu w Rumunii z uwagi na podjętą we wrześniu 2020 r. decyzję rządu o podwyżce emerytur o 40%. Zgodnie z szacunkami Fitch, taka decyzja przyczyniła się do trwałego podniesienia rocznych wydatków publicznych o ok. 4% PKB.

Oczekujemy, że w latach 2021-2022 inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych we wszystkich krajach EŚW-3 (por. tabela powyżej). Na początku br. możemy obserwować przejściowy wzrost cen producentów związany z zakłóceniami w globalnych łańcuchach dostaw. Taka tendencja będzie miała jednak ograniczony wpływ na inflację CPI. Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inflacji w horyzoncie kilku kwartałów będą efekty wysokiej bazy (związanych z wybuchem pandemii COVID-19) oraz niska presja płacowa. Czynnikiem proinflacyjnym będzie natomiast postępujące ożywienie gospodarcze.

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)							
	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22
Czechy	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,25
Węgry	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,75
Rumunia	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50

	Kursy walutowe							
	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22
EURCZK	25,5	25,5	25,5	25,5	25,4	25,2	25,2	25,0
EURHUF	356	353	350	347	342	337	332	327
EURRON	4,87	4,85	4,85	4,84	4,80	4,77	4,75	4,72

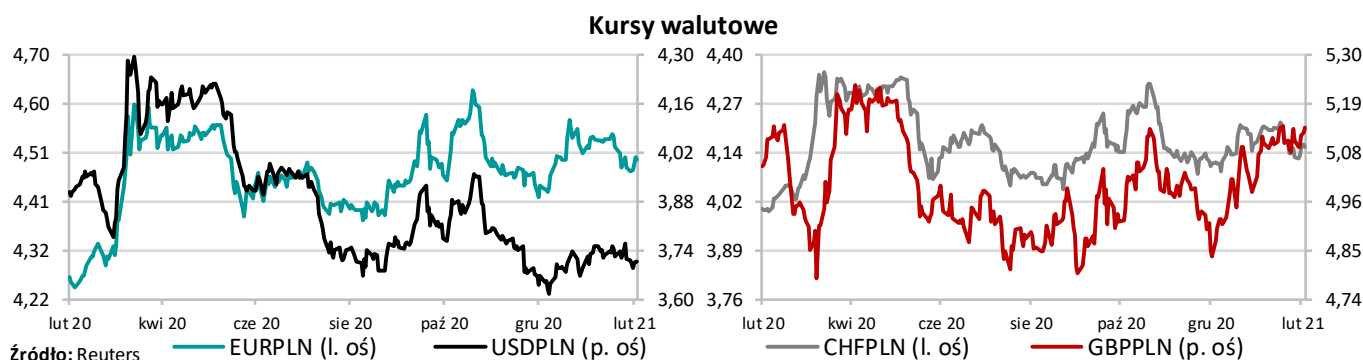
Źródło: Credit Agricole

W ostatnich tygodniach Narodowy Bank Czech (CNB) zapowiedział zaostrzenie polityki pieniężnej w br. Zgodnie z lutową projekcją CNB przeciętny poziom dwutygodniowej stopy repo w IV kw. br. wyniesie 1,06%, co sygnalizuje od trzech do czterech podwyżek stóp po 25 pb do końca br. CNB zwrócił uwagę, że głównym czynnikiem ryzyka dla prognozowanego zacieśniania polityki pieniężnej jest ewentualne wydłużenie *lockdownów* w Czechach lub za granicą. Prezes CNB zwrócił uwagę, że w przypadku materializacji takiego scenariusza konieczna byłaby mniejsza skala zacieśniania polityki pieniężnej. Oczekujemy, że z uwagi na przedłużające się obostrzenia w Czechach i wolne tempo szczepienia populacji CNB podniesie stopy procentowe dopiero w II poł. br. (dwukrotnie o łącznie 50 pb do poziomu 0,75% na koniec br.). Uważamy, że wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym cykl podwyżek stóp procentowych w Czechach będzie kontynuowany. Oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej będzie sprzyjało umocnieniu korony względem euro. Prognozujemy, że kurs EURCZK wyniesie 25,5 na koniec br. i 25,0 na koniec 2022 r.

W przypadku Narodowego Banku Węgier (MNB), ważnym czynnikiem determinującym zmiany w polityce pieniężnej jest obecnie kształtowanie się kursu EURHUF, z uwagi na jego wpływ na inflację. Oczekujemy, że stopa procentowa pozostanie na obecnym poziomie (0,60%) w najbliższych kwartałach, co jest spójne z retoryką przedstawicieli banku centralnego. W przypadku potrzeby pobudzenia wzrostu gospodarczego MNB będzie realizował łagodzenie polityki pieniężnej z użyciem niekonwencjonalnych narzędzi – zapewnienia nisko oprocentowanych kredytów dla przedsiębiorstw i programu skupu aktywów. Pierwszej podwyżki stóp procentowych na Węgrzech oczekujemy w IV kw. 2022 r. Prognozujemy, że kurs EURHUF wyniesie 347 na koniec 2021 r. i 327 na koniec 2022 r.

Wbrew naszym i rynkowym oczekiwaniom Narodowy Bank Rumunii (NBR) obniżył w styczniu br. stopę procentową o 25pb do 1,25%. W uzasadnieniu do decyzji bank centralny zwrócił uwagę na podwyższoną niepewność dotyczącą kształtowania się warunków makroekonomicznych za granicą, polityki fiskalnej, tempa absorpcji środków unijnych, jak również dalszego przebiegu pandemii COVID-19 i wprowadzanych przez rząd obostrzeń. Swoją decyzję NBR określił mianem kalibracji polityki pieniężnej i nie zaznaczył, że jest to początek cyklu obniżek stóp procentowych. Uważamy, że w kolejnych kwartałach NBR będzie prowadził politykę *wait-and-see* i będzie utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Dostrzegamy jednak ryzyko kolejnej obniżki stóp procentowych w Rumunii w przypadku niekorzystnego przebiegu pandemii. Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie stabilny w przedziale 4,84-4,87 do końca 2021 r., a następnie będzie się obniżał z uwagi na postępujące ożywienie gospodarcze i rosnące oczekiwania rynkowe na normalizację polityki pieniężnej. Naszym zdaniem pierwsza podwyżka stóp procentowych w Rumunii nastąpi w IV kw. 2022 r.

Krajowe dane o inflacji mogą doprowadzić do umocnienia złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4954 (osłabienie złotego o 0,4%). W pierwszej części tygodnia doszło do spadku kursu EURPLN. Była to kontynuacja umocnienia złotego sprzed dwóch tygodni, po tym jak w piątek dwa tygodnie temu prezes NBP A. Głapiński stwierdził, że najbardziej prawdopodobnym

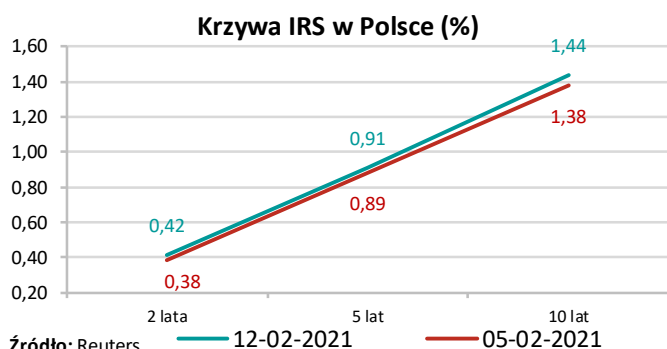
scenariuszem w najbliższych kwartałach jest stabilizacja stóp procentowych w Polsce (por. MAKROmapa z 08.02.2021). W środę doszło do korekty i odwrócenia trendu. W efekcie pod koniec tygodnia kurs EURPLN powrócił w okolice poziomu 4,50.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy również do czynienia z umocnieniem euro względem dolara. W znacznym stopniu była to korekta po jego osłabieniu dwa tygodnie temu. Wzrostowi kursu EURUSD sprzyjał utrzymujący się silny popyt na ryzykowne aktywa, a także publikacja niższych od oczekiwań danych o inflacji w USA.

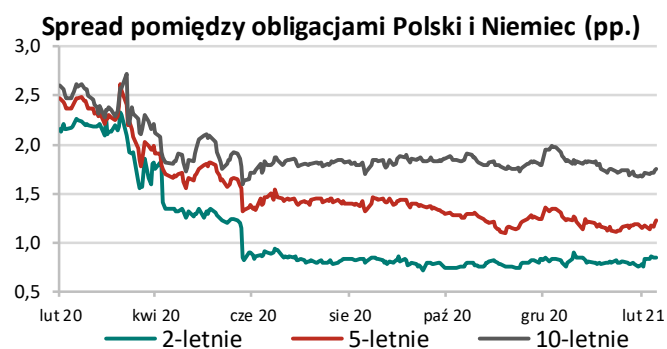
W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie dzisiejsza publikacja danych o krajowej inflacji. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą przyczynić się do umocnienia złotego. Przeciwny wpływ będą miały naszym zdaniem dane o polskiej produkcji przemysłowej (czwartek) i sprzedaży detalicznej (piątek). Pozostałe dane z Polski (bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów domów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym) oraz strefy euro (wstępne indeksy PMI, indeks ZEW dla Niemiec) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Neutralna dla kursu polskiej waluty będzie najprawdopodobniej również publikacja *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC.

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).

Krajowe dane o inflacji, produkcji i sprzedaży detalicznej w centrum uwagi



Źródło: Reuters



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,42 (wzrost o 4pb), 5-letnie do 0,91 (wzrost o 2pb), a 10-letnie do 1,44 (wzrost o 6pb). Na początku tygodnia obserwowany był wzrost stawek IRS na całej długości krzywej będący kontynuacją trendu z poprzedniego tygodnia zapoczątkowanego przez wypowiedź prezesa NBP A. Głapińskiego wskazującą na stabilizację stóp procentowych w najbliższych kwartałach (por. MAKROmapa z 08.02.2021). W kolejnych dniach doszło do korekty. W piątek odnotowany ponowny wzrost stawek IRS widoczny szczególnie na krótkim odcinku krzywej. W pewnym stopniu wynikało to z tego, że część inwestorów dostosowywała swoje pozycje oczekując wyższych od konsensusu rynkowego poniedziałkowych danych o inflacji w Polsce. Sprzyjały temu publikacje znacząco wyższych od oczekiwań danych o inflacji w regionie (w Czechach i Rumunii).

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dzisiejsze dane o inflacji w Polsce. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy ich publikacja może sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Przeciwny wpływ mogą mieć natomiast krajowe dane o produkcji przemysłowej (czwartek) i sprzedaży detalicznej (piątek). Pozostałe dane z Polski (bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w

sektorze przedsiębiorstw), USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, liczba rozpoczętych budów domów, nowe pozwolenia na budowę, sprzedaż domów na rynku wtórnym) oraz strefy euro (wstępne indeksy PMI, indeks ZEW dla Niemiec) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Bez istotnego wpływu na stawki IRS będzie najprawdopodobniej również publikacja *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC.

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	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	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	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	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	-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	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	-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	6,5
Saldo ROB (mln EUR)	2756	1100	805	823	1560	3175	625	1093	1517	2356	1725	485	485	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	15,6	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	13,0	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	-2,8	-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	3,3	3,0	2,7	2,9	3,5	2,9	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 15.02.2021 r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Styczeń	2,4	2,6	2,4
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Grudzień	1725	485	1005
Wtorek 16.02.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	-0,7	-0,7	-0,7
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	IV kw.	-5,1	-5,1	-5,1
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Luty	61,8	60,0	60,0
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	3,5		5,5
Środa 17.02.2021 r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Styczeń	-1,0	-1,6	-1,2
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Styczeń	6,6	4,1	5,1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	-0,7	1,2	1,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	1,6	0,4	0,4
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Styczeń			
Czwartek 18.02.2021 r.						
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	0,0	0,4	0,5
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Styczeń	11,2	0,0	0,6
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	0,9	0,9	0,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	793		760
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Luty	26,5		20,0
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Styczeń	1669	1644	1654
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Styczeń	1704	1678	1680
Piątek 19.02.2021 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	57,1	56,7	56,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Luty	45,4	46,5	46,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	54,8	54,5	54,4
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Luty	47,8	48,4	48,1
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Styczeń	-0,8	-6,6	-5,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	59,2		58,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Styczeń	6,76	6,65	6,56

* 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

 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.