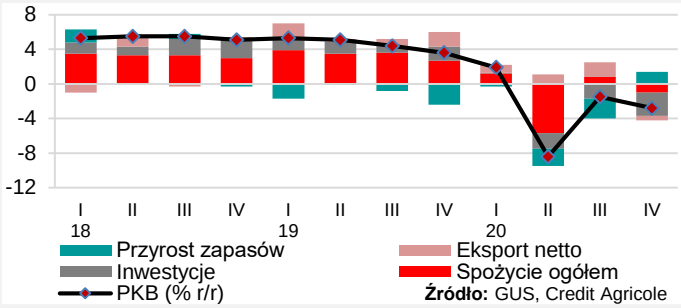
W tym tygodniu

- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W czwartek zostanie opublikowany drugi szacunek PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostało nieznacznie zrewidowane w górę do 4,1% wobec 4,0% we wstępnym szacunku. W czwartek poznamy również dane nt. wstępnych zamówień na dobra trwałe. Naszym zdaniem ich dynamika wzrosła do 1,5% m/m w styczniu wobec 0,5% w grudniu. Indeks Conference Board (91,0 pkt. w lutym wobec 89,3 pkt. w styczniu) wskaże na poprawę nastojów gospodarstw domowych, a finalny indeks Uniwersytetu Michigan zostanie zrewidowany w górę do 77,0 pkt. wobec 76,2 pkt. we wstępnym odczycie. Oczekujemy, że postępujący proces szczepienia społeczeństwa i zbliżająca się perspektywa uchwalenia pakietu fiskalnego będą miały pozytywny wpływ na nastroje konsumenckie. Uważamy, że publikacje danych z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **We wtorek i środę prezes FED J. Powell przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Inwestorzy będą uważnie śledzić wypowiedzi J. Powella dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz stóp procentowych. Uważamy, że wystąpienie nie dostarczy nowych informacji względem *Minutes* opublikowanych w ubiegłym tygodniu (patrz poniżej). Podczas wystąpień J. Powella możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- **W piątek GUS opublikuje pełne dane o PKB w IV kw. ub. r.** Oczekujemy, że dynamika PKB była zgodna ze wstępnym szacunkiem i wyniosła -2,8% r/r wobec -1,5% w III kw. Dane o PKB będą istotne w kontekście oceny skali wpływu *lockdownu* na spadek konsumpcji i inwestycji, jednak ich publikacja nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków finansowych.



Źródło: GUS, Credit Agricole

- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszyła się do 89,1 pkt. w lutym z 90,1 pkt. w styczniu. Wskaźniki PMI dla Niemiec opublikowane w ubiegłym tygodniu (patrz poniżej) stanową lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy. Publikacja wyników badań koniunktury w Niemczech będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie ze wstępnymi danymi inflacja CPI zwiększyła się w styczniu do 2,7% r/r wobec 2,4% w grudniu ub. r.** Dane o styczniowej inflacji są niepełne i mają charakter wstępny ze względu na coroczną rewizję wag w koszyku inflacji. Pełne dane o wzroście cen w poszczególnych kategoriach w styczniu i lutym br., w tym zrewidowany wskaźnik inflacji w styczniu, zostaną opublikowane w marcu. Zgodnie opublikowanymi przez GUS niepełnymi danymi w kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen w kategoriach „mieszkanie" oraz „transport", podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen w kategorii „żywność, napoje bezalkoholowe i alkoholowe oraz wyroby tytoniowe". Na podstawie niepełnych danych GUS szacujemy, że w styczniu odnotowano wzrost inflacji bazowej do ok. 4,0%, co dodatkowo podbijało wzrost inflacji ogółem. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje spadek dynamiki cen w kategorii „żywność, napoje bezalkoholowe i alkoholowe oraz wyroby tytoniowe", który nastąpił mimo wprowadzonych od 1 stycznia br. podatków cukrowego, od

tzw. małpek, czyli alkoholi o objętości mniejszej niż 300 ml, oraz podatku handlowego (por. MAKROpuls z 15.02.2021). W I kw. br. oczekujemy zmniejszenia inflacji do 2,2% r/r wobec 2,8% w IV kw. 2020 r., czemu sprzyjać będzie kontynuacja spadku dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz zmniejszenie inflacji bazowej. Uważamy, że w II kw. inflacja zwiększy się do 2,8% r/r i pozostanie blisko tego poziomu do końca 2021 r. Wzrost inflacji wynikać będzie z prognozowanego przez nas silnego zwiększenia dynamiki cen paliw, a także wzrostu dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych w II poł br., które z nawiązką skompensują spadek inflacji bazowej. W konsekwencji prognozujemy, że inflacja ogółem zmniejszy się w 2021 r. do 2,6% wobec 3,4% w 2020 r. Nasza prognoza inflacji jest obarczona dużą niepewnością w związku z oczekiwanymi znaczącymi zmianami w systemie wag używanych przez GUS z początkiem 2021 r., które będą odzwierciedlały zaburzenia w koszyku inflacyjnym gospodarstw domowych wywołane pandemią COVID-19.

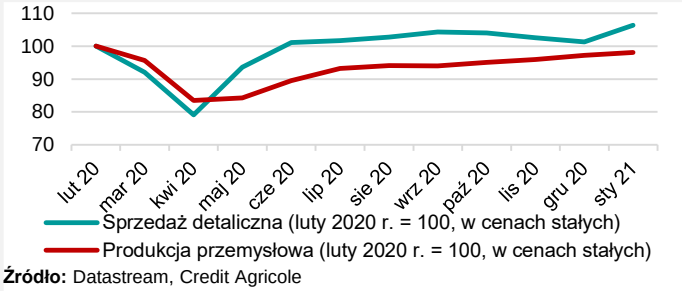
- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w styczniu o 0,9% r/r wobec wzrostu o 11,2% w grudniu.** Główną przyczyną zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy grudniem i styczniem były efekty statystyczne (efekty wysokiej bazy sprzed roku i niekorzystne efekty kalendarzowe). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się o 1,7% pomiędzy grudniem i styczniem. Szacujemy, że styczniowy poziom produkcji przemysłowej był o 4,6% wyższy niż w lutym ub. r., czyli przed wybuchem pandemii. Pomimo wyraźnego spadku rocznych dynamik produkcji pomiędzy grudniem i styczniem, najwyższe tempo wzrostu aktywności odnotowano w kategoriach o znaczącym udziale sprzedaży eksportowej w przychodach. Warto zauważyć, że istotnym czynnikiem ryzyka dla kształtowania się produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach jest możliwość wystąpienia wąskich gardeł w globalnych łańcuchach dostaw i niedobór komponentów. W tym kontekście szczególnie ważna jest kwestia występującego niedoboru chipów (półprzewodników) wykorzystywanych w motoryzacji (por. MAKROpuls z 18.02.2021). Z kolei produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w styczniu o 10,0% r/r wobec wzrostu o 3,4% w grudniu. Głównymi przyczynami zmniejszenia dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy grudniem a styczniem było ustąpienie efektu niskiej bazy, który istotnie podbił dynamikę produkcji budowlano-montażowej w grudniu ub. r., a także wspomniany wyżej efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Negatywny wpływ na dynamikę produkcji budowlano-montażowej w styczniu miały również niskie temperatury i pokrywa śniegowa, które uniemożliwiały prowadzenie części prac budowlanych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w styczniu o 1,7% m/m. Szacujemy, że styczniowy poziom produkcji budowlano-montażowej był o 11,3% niższy niż w lutym ub. r. Spadek dynamiki produkcji budowlano-montażowej w styczniu miał miejsce we wszystkich działach budownictwa: „budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej", „budowie budynków" i „robotach budowlanych specjalistycznych". 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. Ubiegłotygodniowe dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej wskazują na ryzyko w górę dla naszej prognozy PKB w I kw. br. (-1,0% r/r wobec -2,8% w IV kw. 2020 r.).
- **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zmniejszyła się w styczniu o 6,0% r/r wobec spadku o 0,8% w grudniu.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych spadła w styczniu do -6,0% r/r wobec -0,8% w grudniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych była w styczniu o 1,8% niższa w porównaniu z grudniem. Szacujemy, że odsezonowany poziom sprzedaży detalicznej był w styczniu niższy o 4,2% niż w lutym 2020 r., w którym pandemia nie wywierała jeszcze silnego negatywnego wpływu na wydatki gospodarstw domowych. Główną przyczyną silnego zmniejszenia dynamiki sprzedaży detalicznej pomiędzy grudniem a styczniem było zaostrzenie restrykcji

administracyjnych w celu ograniczenia liczby nowych przypadków COVID-19, w tym w szczególności zamknięcie galerii handlowych (por. MAKROpuls z 19.02.2021). Efekt zamknięcia galerii handlowych znalazł odzwierciedlenie przede wszystkim w silnym spadku realnej dynamiki sprzedaży w kategorii „tekstylia, odzież, obuwie". W danych na uwagę zasługuje również wyraźnie pogłębienie spadku sprzedaży w kategorii „paliwa stałe, ciekłe i gazowe", co w naszej ocenie było skutkiem zmniejszonej mobilności społeczeństwa w warunkach zaostrzonych restrykcji administracyjnych. Co ciekawe, wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej został odnotowany w kategorii „meble, RTV, AGD", co wskazuje na utrzymujący się silny popyt konsumentów na dobra trwałego użytku. Dane o sprzedaży detalicznej, w połączeniu z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw (patrz poniżej) sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy konsumpcji w I kw. (0,0% wobec -3,0% w IV kw.).

- **W grudniu nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyła się do 430 mln EUR wobec 2116 mln EUR w listopadzie.** Obniżenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych i usług (odpowiednio o 1539 mln EUR i 878 mln EUR niższe niż w listopadzie), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe salda dochodów pierwotnych i wtórnych (odpowiednio o 398 mln EUR i 333 mln EUR wyższe niż w listopadzie). Wzrost, w porównaniu do listopada, odnotowały dynamiki polskiego eksportu (14,8% r/r w grudniu wobec 10,1% w listopadzie) oraz importu (13,6% wobec 5,3%), co w znacznym stopniu wynikało z efektu statystycznej w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększyło się w IV kw. do 3,5% wobec 2,8% w III kw., co jest jego najwyższym poziomem w historii. Uważamy, że utrzymująca się znacząca nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w Polsce będzie w najbliższych kwartałach czynnikiem zwiększającym presję na aprecjację złotego.
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wyniosła 4,8% r/r w styczniu wobec 6,6% w grudniu 2020 r.** Do znaczącego spowolnienia wzrostu płac w styczniu przyczyniła się mniejsza niż przed rokiem podwyżka płacy minimalnej, a także efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Dane o dynamice płac w sektorze przedsiębiorstw w styczniu są zgodne z naszą prognozą wyraźnego wyhamowania nominalnego wzrostu płac w całej gospodarce do 2,8% r/r w I kw. 2021 r. wobec 5,0% w IV kw. ub. r., do czego w znacznym stopniu przyczyni się zamrożenie wynagrodzeń w sferze budżetowej. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w styczniu -2,0% r/r wobec -1,0% w grudniu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie spadło o 14,9 tys. osób, co było pierwszym spadkiem zatrudnienia w tym miesiącu od 2004 r. (por. MAKROpuls z 17.02.2021). Spadek zatrudnienia w styczniu był spowodowany coroczną rewizją danych o zatrudnieniu w mikroprzedsiębiorstwach, a także innych czynników takich jak zakończenie i nieprzedłużanie umów terminowych (niekiedy z powodu sytuacji epidemicznej), zwolnienia pracowników i odejścia na emeryturę. Dane wskazują tym samym, że związane z pandemią obostrzenia mają nadal niekorzystny wpływ na sytuację na rynku pracy. Podtrzymujemy naszą ocenę, że wypadkową uruchomienia programu wsparcia dla przedsiębiorstw dotkniętych ekonomicznymi skutkami pandemii („tarczy 2.0") oraz utrzymania umiarkowanego poziomu obostrzeń w I kw. 2021 r. będą niewielkie zmiany zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w najbliższych miesiącach. Wyraźnego wzrostu zatrudnienia w firmach oczekujemy w II poł. 2021 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostało *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie dostarczyło ono nowych istotnych informacji z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej w USA (por. MAKROmapa z 15.02.2021). Zapis dyskusji podczas posiedzenia sugeruje, że członkowie FOMC w większym stopniu obawiają się zbyt niskiej niż zbyt wysokiej inflacji. Jest to spójne z wypowiedzią szefa FED J. Powella po ostatnim posiedzeniu, który dał do zrozumienia, że na obecnym etapie FED jest w większym stopniu zaniepokojony trwałością ożywienia niż perspektywą przejściowego wzrostu inflacji i nie będzie reagował na wyższą dynamikę cen (por. MAKROmapa z 01.02.2021). Jest to ważny komunikat

w kontekście proinflacyjnego charakteru nowego pakietu stymulacyjnego, który próbuje uruchomić administracja prezydenta USA, J. Bidena. Treść *Minutes* stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, 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.

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 861 tys. wobec 848 tys. dwa tygodnie temu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (785 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków obniżyła się z 4,6 mln do 4,5 mln, co w znacznym stopniu wynikało jednak z utraty prawa do zasiłku przez długotrwale bezrobotnych. Dane potwierdzają tym samym, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy pozostaje trudna, a on sam nadal znajduje się daleko od równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika obniżyła się w styczniu do 0,9% wobec 1,3% w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,5%). W kierunku jej zmniejszenia oddziaływała niższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w górnictwie i przetwórstwie. Jednocześnie stopień wykorzystania mocy wytwórczych zwiększył się w styczniu do 75,6% wobec 74,9% w grudniu. Mimo obserwowanego w ostatnich miesiącach wzrostu pozostaje on nadal poniżej poziomów sprzed pandemii (ok. 77%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna dynamika zwiększyła się w styczniu do 5,3% wobec -1,0% w grudniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (1,1%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży wzrosła w styczniu do 6,1% wobec -1,8% w grudniu. Przyczynami silnego wzrostu sprzedaży detalicznej w styczniu były zmniejszenie restrykcji administracyjnych związane z poprawą sytuacji epidemicznej w USA oraz wypłaty pomocy bezpośredniej w postaci czeków w wysokości 600 USD na mieszkańca, będącej częścią podpisanego przez D. Trumpa pod koniec 2020 r. pakietu fiskalnego o wartości 900 bn USD. Struktura danych wskazuje, że sprzedaż detaliczna wzrosła szczególnie silnie w kategoriach „galerie handlowe" (+23,5% m/m), „urządzenia elektroniczne" (+14,7%) oraz „meble" (+12,0%), co podkreśla charakter szoku popytowego jaki wystąpił w styczniu. Na ogół na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały natomiast dane nt. liczby rozpoczętych budów (1580 tys. w styczniu wobec 1680 tys. w grudniu), nowych pozwoleń na budowę (1881 tys. wobec 1704 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,69 mln wobec 6,65 mln). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również regionalne indeksy Philadelphia FED (23,1 pkt. w lutym wobec 26,5 pkt. w styczniu) oraz NY Empire State (12,1 pkt. wobec 3,5 pkt.), które zasugerowały, że sytuacja w amerykańskim przetwórstwie pozostaje na ogół dobra. 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. Niemniej w świetle ubiegłotygodniowych danych dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w I kw. do 1,2% wobec 4,0% w IV kw.



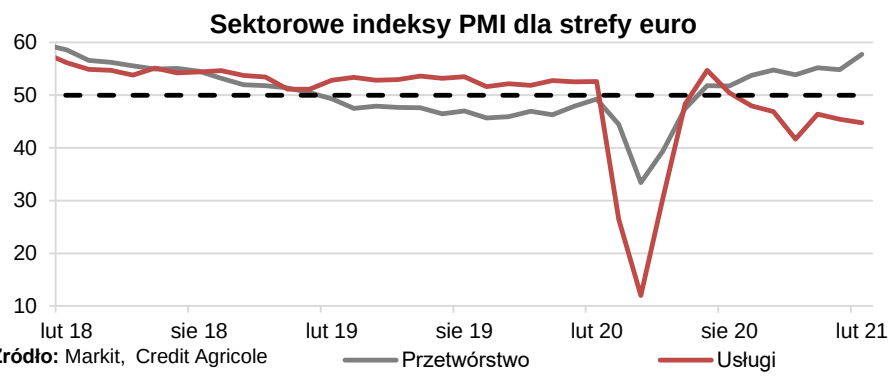
Źródło: Datastream, Credit Agricole

- **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w lutym do 48,1 pkt. wobec 47,8 pkt. w styczniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku.** Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu

składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla aktywności biznesowej w usługach. Tym samym zagregowany indeks PMI w strefie euro już od 4 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku. Zgodnie z komunikatem koniunktura w strefie euro pozostaje pod wpływem drugiej fali pandemii i związanych z nią restrykcji administracyjnych. Jest on szczególnie silnie widoczny w sektorze usług, podczas gdy przetwórstwa charakteryzuje się o wiele wyższą odpornością na skutki pandemii (patrz poniżej). 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%.

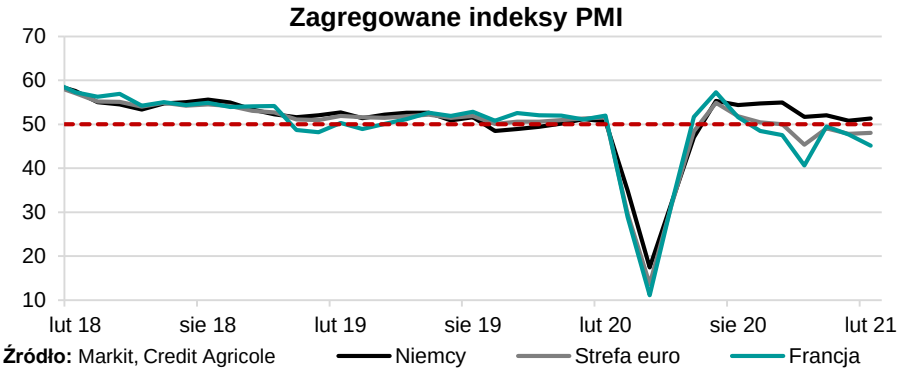
- **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w lutym do 71,2 pkt. wobec 61,8 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (60,0 pkt.).** Zgodnie z komunikatem wzrost indeksu odzwierciedla oczekiwania inwestorów dotyczące ożywienia aktywności w niemieckiej gospodarce w horyzoncie najbliższych 6 miesięcy wraz z poprawą sytuacji epidemicznej. Prognozujemy, że PKB w Niemczech zwiększy się w 2021 r. do 2,5% wobec spadku o 5,0% w 2020 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowany został kolejny szacunek PKB w strefie euro.** Kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zmniejszyła się w IV kw. do -0,6% wobec 12,4% w III kw. (-5,0% r/r w IV kw. wobec -4,3% w III kw.), kształtując się powyżej poprzedniego szacunku (-0,7% kw/kw i -5,1% 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%), Holandii (-0,1% wobec 7,8%) 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%), Finlandii (0,2% wobec 3,2%), Litwie (1,2% wobec 3,8%), Łotwie (1,1% wobec 7,1%) i na Słowacji (0,2% wobec 11,7%). 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%.

Przetwórstwo w strefie euro łapie zadyszkę



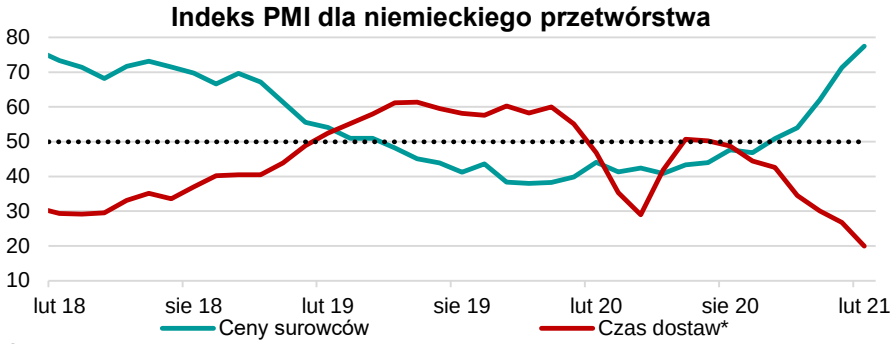
Źródło: Markit, Credit Agricole

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w lutym do 48,1 pkt. wobec 47,8 pkt. w styczniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla aktywności biznesowej w usługach. Tym samym zagregowany indeks PMI w strefie euro już od 4 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku. Przeciętny poziom zagregowanego indeksu PMI w strefie euro wyniósł 47,9 pkt. w okresie styczeń-luty br. wobec 48,1 pkt. w IV kw. ub. r. co sygnalizuje, że w I kw. br. ponownie może zostać odnotowane ujemne tempo wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty w ujęciu kw/kw.



Źródło: Markit, Credit Agricole

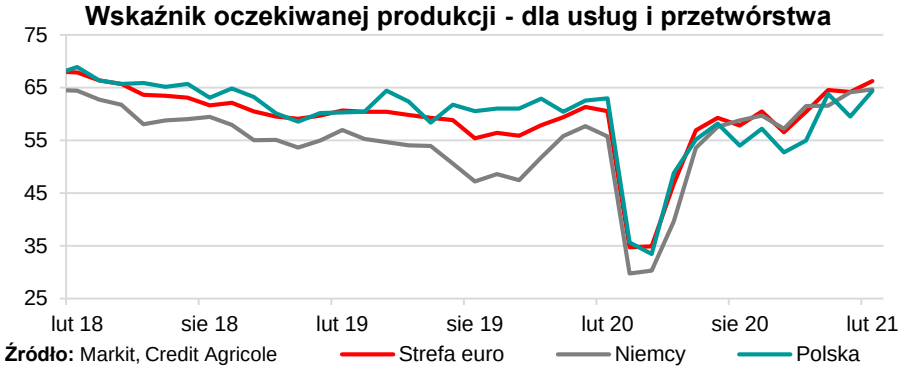
Wzrost indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny. Jego spadek został odnotowany tylko w przypadku Francji, podczas gdy w Niemczech i pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem obserwowano poprawę koniunktury. Zgodnie z komunikatem koniunktura w strefie euro pozostaje pod wpływem drugiej fali pandemii i związanych z nią restrykcji administracyjnych. Jest on szczególnie silnie widoczny w sektorze usług, podczas gdy przetwórstwo charakteryzuje się o wiele wyższą odpornością na skutki pandemii. Analogiczne tendencje (pogorszenie koniunktury w usługach i jej poprawa w przetwórstwie) były obserwowane we wszystkich krajach objętych badaniem.



Źródło: Markit, Credit Agricole

*im dłuższy tym niższa wartość indeksu

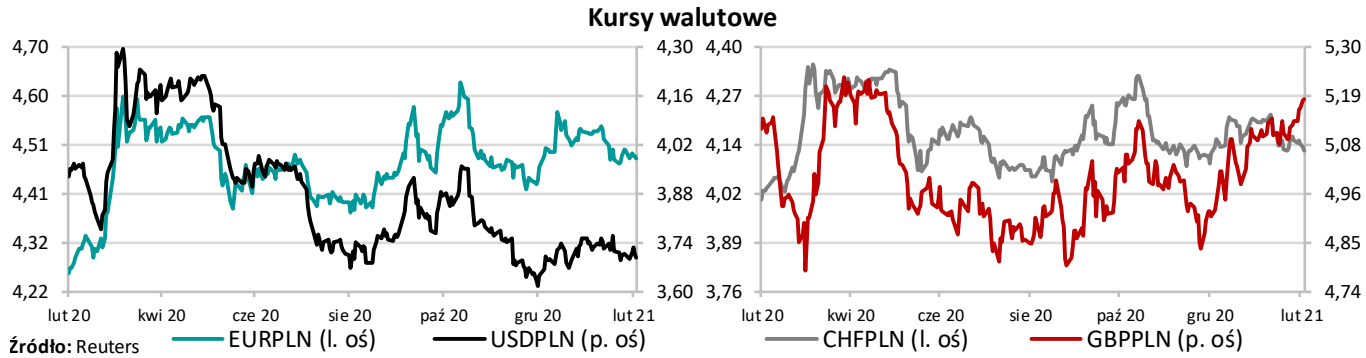
Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zwiększył się w lutym do 60,6 pkt. wobec 57,1 pkt. w styczniu. Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów wszystkich jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia, zapasów pozycji zakupionych oraz czasu dostaw). Za wzrost aktywności odpowiadał silniejszy popyt zagraniczny, co było efektem postępującego ożywienia w światowym handlu. Zamówienia eksportowe wzrosły w lutym w najszybszym tempie od grudnia 2017 r. Wraz ze wzrostem popytu, firmy raportowały nasilenie problemów podażowych, tzw. wąskich gardeł w procesie produkcji. Około 63% firm niemieckiego przetwórstwa raportowało dłuższe czasy dostaw niż w styczniu. Czas dostaw wydłużył się w lutym w największym stopniu w historii badania PMI (tj. od kwietnia 1996 r.). Firmy zwracały uwagę na niedobory surowców oraz zakłócenia w transporcie, co prowadziło również do wzrostu cen. Ceny półproduktów i materiałów rosły w lutym w najszybszym tempie od kwietnia 2011 r., a ceny wyrobów gotowych najszybciej od września 2018 r. Jednocześnie obserwowano narastanie zaległości produkcyjnych. Warto zwrócić uwagę, że wspomniane ograniczenia podażowe narastały już w ubiegłych miesiącach i najprawdopodobniej będą się jeszcze pogłębiać. Tym samym mogą one być czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia w krótkim okresie. Wąskie gardła występujące w niemieckim przetwórstwie mogą prowadzić do zmniejszenia popytu na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce używane w procesie produkcyjnym (por. MAKROpuls z 18.02.2021).



Pomimo negatywnego wpływu pandemii COVID-19 na aktywność gospodarczą (głównie w sektorze usług) ankietowane firmy są dosyć optymistyczne w odniesieniu do dłuższej perspektywy czasowej. Wskaźnik oczekiwanej produkcji za 12 miesięcy (zagregowany dla przetwórstwa i usług) w strefie euro osiągnął w lutym najwyższy poziom od marca 2018 r. Wskaźniki dotyczące oczekiwań we Francji i Niemczech również osiągnęły wieloletnie maksima (por. wykres). Zgodnie z komunikatem wysoki optymizm ankietowanych firm wynika z oczekiwań na wygasanie pandemii wraz z rosnącą liczbą osób zaszczepionych przeciwko COVID-19.

Ubiegłotygodniowe dane o koniunkturze wskazują na dobre perspektywy dla odbudowy aktywności gospodarczej zarówno w Niemczech, jak i w całej gospodarce strefy euro. Stanowi to ryzyko w górę dla naszej prognozy zakładającej postępujące ożywienie polskiego eksportu i wzrost odsezonowanego PKB począwszy od I kw. br.

Pogorszenie sytuacji epidemicznej w kraju negatywne dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4822 (umocnienie złotego o 0,3%). W ubiegłym tygodniu, mimo bogatego kalendarza wydarzeń makroekonomicznych, kurs EURPLN charakteryzował się niską zmiennością. Czynnikiem ograniczającym presję na umocnienie złotego jest utrzymujące się ryzyko interwencji NBP w warunkach spadku kursu EURPLN wyraźnie poniżej poziomu 4,50. Wsparcie dla takiej oceny stanowi ubiegłotygodniowa wypowiedź wiceprezes NBP, M. Knightley, zgodnie z którą NBP nie chce dopuścić do silnego procyklicznego umocnienia złotego w warunkach ożywienia gospodarczego.

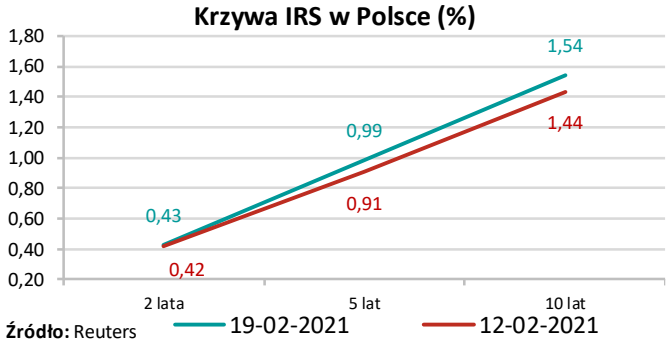
W pierwszej części ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia z umocnieniem dolara względem euro, czemu sprzyjały publikacje lepszych od oczekiwań danych z USA, w tym w szczególności bardzo dobrych danych o sprzedaży detalicznej. W drugiej części tygodnia doszło do odwrócenia trendu, co częściowo związane było z gołębim wydźwiękiem opublikowanego w środę *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC.

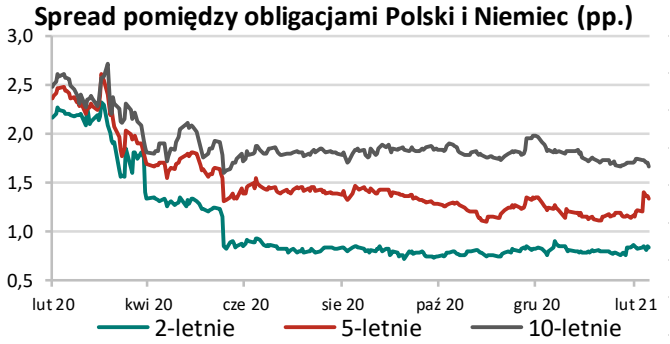
W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie wystąpienie prezesa FED J. Powella przed Kongresem. Uważamy, że może ono oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. W najbliższych dniach w kierunku osłabienia złotego mogą oddziaływać dane wskazujące na pogarszanie się sytuacji epidemicznej w Polsce (por. COVID-19 Dashboard), zwiększające prawdopodobieństwo zaostrzenia restrykcji administracyjnych. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (drugi

szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), Niemiec (indeks Ifo) oraz Polski (finalny szacunek 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), a także wspomniana wyżej ubiegłotygodniowa wypowiedź wiceprezes NBP, M. Knightley.

Wystąpienie szefa FED przed Kongresem w centrum uwagi rynku





Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,43 (wzrost o 1pb), 5-letnie do 0,99 (wzrost o 8pb), a 10-letnie do 1,54 (wzrost o 10pb). W ubiegłym tygodniu doszło do lekkiego wzrostu stawek IRS, widocznego szczególnie na długim końcu krzywej, w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych oddziałują rosnące oczekiwania inwestorów na stopniowe wygasanie pandemii wraz z rosnąca liczbą osób zaszczepionych przeciwko COVID-19. W zeszłym tygodniu NBP przeprowadził transakcję typu outright buy, w której skupił obligacje skarbu państwa o wartości 1,1 mld PLN. Tym samym wartość skupionych do tej pory przez NBP obligacji wynosi 109,7 mld PLN. W czwartek odbyły się aukcje długu (podstawowa i uzupełniająca), na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 4-, 8-, i 9-letnich terminach zapadalności o wartości 5,9 mld PLN przy popycie równym 8,2 mld PLN. Zarówno bezpośredni skup obligacji przez NBP, jak również aukcja Ministerstwa Finansów nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie wystąpienie prezesa FED J. Powella przed Kongresem, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. W najbliższych dniach w kierunku spadku stawek IRS mogą oddziaływać dane wskazujące na pogarszanie się sytuacji epidemicznej w Polsce (por. COVID-19 Dashboard). Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (drugi szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), Niemiec (indeks Ifo) oraz Polski (finalny szacunek 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	2,7	
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	**4,0**	
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	0,9	
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	0,7	
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	-6,0	
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	4,8	
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	-2,0	
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	2116	430		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,9	8,0	-6,6	-29,6	-19,3	3,9	1,7	1,9	6,1	3,8	10,1	14,8		
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	13,6		

* 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
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,7	-0,9	0,9	1,0	1,5	-1,6	0,6	1,4
Wkłady do wzrostu PKB: 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	5,0	2,8	3,3	3,0	3,1	5,3	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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 22.02.2021 r.				
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Luty	90,1	89,1	90,5
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (% r/r)**	**Styczeń**	**16,4**	**15,9**	**16,4**
		Wtorek 23.02.2021 r.				
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Styczeń**	**6,2**	**6,5**	**6,5**
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	0,9	0,9	0,9
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Grudzień	1,4		
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Luty	14,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	89,3	91,0	90,0
		Środa 24.02.2021 r.				
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,1	0,1	0,1
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Styczeń	842	870	855
		Czwartek 25.02.2021 r.				
11:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Styczeń	12,3		12,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	861		750
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	4,0	4,1	4,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Styczeń	0,5	1,5	1,1
		Piątek 26.02.2021 r.				
10:00	**Polska**	**Finalny PKB (% r/r)**	**IV kw.**	**-1,5**	**-2,8**	**-2,8**
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Styczeń	-0,6		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Luty	63,8		61,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	76,2	77,0	76,4

* 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.