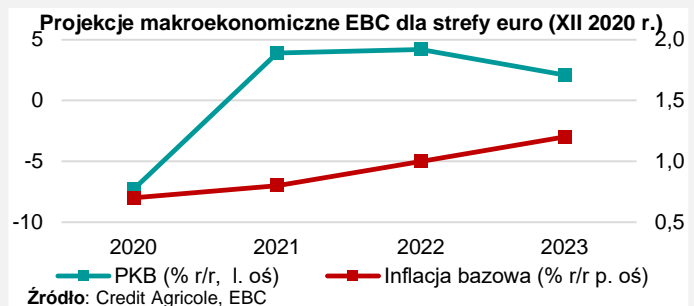


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Oczekujemy, że EBC utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych w strefie euro. Podczas konferencji zaprezentowane zostaną wyniki najnowszej projekcji



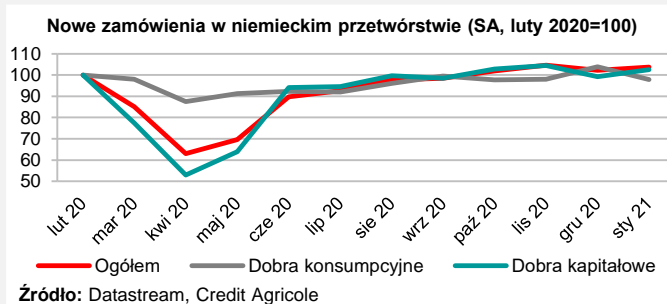
- makroekonomicznej. Oczekujemy, że ścieżka inflacji zostanie podniesiona w porównaniu do grudniowej prognozy z uwagi na wyższy punkt startowy, a oczekiwana dynamika PKB nie ulegnie znaczącym zmianom. W trakcie konferencji po posiedzeniu kluczowa będzie kwestia obserwowanego w ostatnich tygodniach wzrostu rentowności obligacji w strefie euro. Biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi niektórych przedstawicieli EBC oczekujemy, że Ch. Lagarde podkreśli, że obecny poziom rentowności jest zbyt wysoki. Oprócz interwencji słownej może pojawić się również zapowiedź zwiększenia tempa zakupów aktywów w ramach programu luzowania ilościowego (bez zwiększenia łącznej skali programu). Oczekujemy, że podczas konferencji EBC możemy mieć do czynienia z osłabieniem euro względem dolara i złotego oraz spadkiem rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w lutym do 1,7% r/r wobec 1,4% w styczniu, na co złożyły się spadek inflacji bazowej (do 1,3% z 1,4% w styczniu) oraz szybszy wzrost cen nośników energii i paliw. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (77,5 pkt. w marcu wobec 76,8 pkt. w lutym) zasygnalizuje lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych, wynikającą z postępującego szczepienia obywateli przeciw COVID-19. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- Dzisiaj poznaliśmy dane o produkcji przemysłowej w Niemczech.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w styczniu o 2,5% m/m wobec wzrostu o 1,9% w grudniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,2%). Tym samym produkcja przemysłowa ukształtowała się w lutym na poziomie o ok. 4,2% niższym niż w lutym 2020 r., czyli przed silnym wpływem pandemii na niemiecki przemysł. W ujęciu sektorowym spadek dynamiki produkcji odnotowano w przetwórstwie i budownictwie. Silny spadek produkcji w budownictwie był efektem ostrej zimy, która uniemożliwiała prowadzenie części prac budowlanych. Dane o produkcji przemysłowej w Niemczech są w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.
- W weekend opublikowane zostały dane nt. chińskiego bilansu handlowego, którego saldo w okresie styczeń-luty zwiększyło się do 103,3 mld USD wobec 78,2 mld USD w analogicznym okresie 2020 r.** Bardzo silny wzrost odnotowano zarówno w przypadku dynamiki eksportu (60,6% r/r wobec 18,1%) jak i importu (22,2% wobec 6,5%), które ukształtowały się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 37,5% oraz 15,0%). Znaczący wzrost aktywności w chińskim handlu w ujęciu rocznym wynikał częściowo z efektów niskiej bazy sprzed roku, kiedy to chińska gospodarka pozostawała pod silnym wpływem pandemii. Warto również zwrócić uwagę, że silne zwiększenie dynamiki importu było w znacznym stopniu spowodowane wzrostem cen importowanych surowców. Niemniej nawet po uwzględnieniu tych efektów dane wskazują na silne ożywienie zarówno popytu wewnętrznego jak i zewnętrznego na chińskie towary. Dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2021 r. o 8,5% wobec wzrostu o 2,3% w 2020 r. Dane są naszym zdaniem neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%).** Zgodnie z komunikatem, RPP nadal oczekuje ożywienia aktywności gospodarczej w 2021 r., a głównym źródłem niepewności co do jego skali i tempa pozostaje dalszy przebieg pandemii w Polsce i za granicą. Podobnie jak w lutym br., w komunikacie podkreślono pozytywny wpływ działań ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowania polityki pieniężnej NBP na aktywność gospodarczą. Rada podtrzymała ocenę, że brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP może ograniczać tempo ożywienia gospodarczego w Polsce. W komunikacie utrzymane zostało sformułowanie sugerujące, że NBP w razie potrzeby pozostanie aktywny na rynku walutowym. 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 109,7 mld zł). W ubiegłym tygodniu opublikowana została również marcowa projekcja NBP. Wyraźnie w górę względem listopadowej projekcji zrewidowane zostały zarówno ścieżki PKB jak i inflacji (por. MAKROpuls z 03.03.2021). Wyniki marcowej projekcji NBP wskazują, że mimo obserwowanej obecnie w Polsce trzeciej fali zakażeń koronawirusem cykl łagodzenia polityki pieniężnej nie zostanie wznowiony. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym RPP nie zmieni stóp procentowych do końca 2022 r. Pierwszej podwyżki stopy referencyjnej z 0,10% do 0,25% oczekujemy w I kw. 2023 r. Silne wsparcie dla naszego scenariusza stanowią piątkowe wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego (patrz poniżej).
- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła 0,9% r/r, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (1,0%) i powyżej naszej prognozy (0,8%).** Na stabilizację inflacji złożyły się wyższa dynamika cen nośników energii oraz niższa dynamika usług i dóbr przemysłowych. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja w strefie euro będzie kształtowała się w trendzie wzrostowym i w IV kw. br. wyniesie 1,8% r/r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2021 r. inflacja zwiększy się średniorocznie do 1,4% r/r wobec 0,3% w 2020 r.
- W ubiegłym tygodniu miało miejsce wystąpienie prezesa FED J. Powella.** Powiedział on, że FED będzie bardzo „cierpliwy” jeśli chodzi o zacieśnianie polityki pieniężnej uwzględniając, że zatrudnienie nadal znajduje się daleko od poziomu oczekiwanego przez FED, a poprawa sytuacji na rynku pracy w ostatnich miesiącach wyraźnie wyhamowała. W ten sposób J. Powell jeszcze raz podkreślił, że FED w obecnych warunkach nie rozważa zacieśnienia polityki pieniężnej mimo poprawiających się perspektyw wzrostu gospodarczego oraz inflacji (por. MAKROpuls z 01.03.2021). J. Powell ponownie zasugerował, że FED jak na razie nie ma zamiaru wpływać na krzywą dochodowości w celu jej wypłaszczenia, ponieważ rentowności obligacji skarbowych są nadal dalekie od poziomów, które utrudniałyby osiągnięcie celów prowadzonej przez FED polityki pieniężnej. Pomimo gołębiego wydźwięku wypowiedzi J. Powella doszło do dalszego silnego wzrostu rentowności amerykańskich obligacji na długim końcu krzywej, ponieważ inwestorzy oczekują, że silne ożywienie gospodarcze doprowadzi do wyraźnego nasilenia presji inflacyjnej wymuszając na Rezerwie Federalnej podwyżki stóp procentowych. Wypowiedzi J. Powella stanowią 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 zależy będzie od sukcesów w walce z pandemią.
- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 745 tys. wobec 736 tys. dwa tygodnie

temu, co było poniżej oczekiwań rynku (775 tys.). Obniżyła się również liczba kontynuowanych wniosków (z 4,4 mln do 4,3 mln), co w pewnym stopniu wynikało z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem, które zwiększyło się w lutym o 379 tys. wobec wzrostu o 166 tys. w styczniu (silna rewizja w górę z 49 tys.), kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 182 tys.). Najsilniej zatrudnienie zwiększyło się w turystyce i rekreacji (+355 tys.), czyli dziale najbardziej dotkniętym restrykcjami administracyjnymi wprowadzonymi ze względu na drugą falę pandemii. Tym samym silny wzrost zatrudnienia w tym sektorze jest efektem złagodzonych w lutym restrykcji. Stopa bezrobocia obniżyła się w lutym do 6,2% wobec 6,3% w styczniu, podczas gdy współczynnik aktywności zawodowej nie zmienił się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniósł 61,4%. Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, w połączeniu z danymi o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wskazują, że mimo postępującej poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy nadal znajduje się on daleko od poziomu równowagi. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w lutym do 60,8 pkt. wobec 58,7 pkt. w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (58,8 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zapasów. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje dalszy wzrost składowej dla zatrudnienia, która ukształtowała się w lutym na najwyższym poziomie od marca 2019 r. Wzrostowi zatrudnienia w przetwórstwie sprzyja utrzymujący się silny wzrost nowych zamówień. Uwzględniając dane nt. zatrudnienia w amerykańskim przetwórstwie, skumulowany wzrost zatrudnienia w okresie maj 2020 r. - luty 2021 r. wyniósł 824 tys. osób wobec łącznego spadku o 1385 tys. w okresie marzec - kwiecień 2020 r. Pokazuje to, że zatrudnienie w przetwórstwie nadal wyraźnie odbiega od poziomów obserwowanych przed pandemią. W danych na uwagę zasługuje również rosnąca presja kosztowa, związana m.in. z zakłóceniami w łańcuchach dostaw. Indeks dla cen zwiększył się w lutym do najwyższego poziomu od lipca 2008 r. Spadek odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który zmniejszył się w lutym do 55,3 pkt. wobec 58,7 pkt. w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (58,7 pkt.). W kierunku obniżenia indeksu oddziaływał spadek 3 z 4 jego składowych (dla nowych zamówień, aktywności biznesowej oraz zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla czasu dostaw. Warto odnotować, że wydłużenie czasu dostaw wynikało zakłóceń związanych z pandemią i nie świadczy o poprawie koniunktury. Podobnie jak w przypadku indeksu ISM dla przetwórstwa, ankietowane firmy zwracały uwagę na rosnącą presję kosztową. Indeks dla cen zwiększył się w lutym do najwyższego poziomu od września 2008 r. Uważamy, że w I kw. aktywność w amerykańskiej gospodarce pozostawać będzie pod silnym wpływem pandemii koronawirusa. Wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oczekujemy dopiero w II poł. br., czemu sprzyjać będzie uruchomienie nowego pakietu fiskalnego. W sobotę Senat przyjął pakiet w skali 1,9 bn USD i skierował go do Kongresu. Uważamy, że jego skala się już nie zmieni, ponieważ oznaczałoby to konieczność ponownego przyjęcia pakietu przez Senat. 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.

Zamówienia z niemieckim przetwórstwie zwiększyły się w styczniu o 1,4% m/m wobec spadku o 2,2% w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,8%). Wzrost zamówień wynika z wyższych zamówień zagranicznych, podczas gdy zamówienia krajowe obniżyły się. W przypadku zamówień



zagranicznych wzrost odnotowały zarówno zamówienia ze strefy euro jak i spoza obszaru wspólnej waluty. Zwiększyły się zamówienia na dobra kapitałowe, podczas gdy zamówienia na dobra konsumpcyjne spadły, kształtując się na najniższym poziomie od października 2020 r. Wzrost zamówień w niemieckim przetwórstwie był wcześniej sygnalizowany przez indeksy PMI. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo niemieckiego PKB zwiększy się w I kw. br. do 0,8% wobec 0,1% w IV kw. 2020 r.

Czy Krajowy Plan Odbudowy podbije wzrost PKB w 2021 r.?

Podział środków KPO na komponenty (mld EUR)



Źródło: KPO, Credit Agricole

Dwa tygodnie temu opublikowany został projekt Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększenia Odporności (dalej KPO), który stanowi opis sposobu wykorzystania 23,9 mld EUR bezzwrotnych dotacji przyznanych Polsce w ramach unijnego Funduszu Odbudowy. KPO nie omawia sposobu wykorzystania środków, które mogą zostać

zaciągnięte w postaci kredytów ramach Funduszu Odbudowy. Poniżej przedstawiamy najważniejsze wnioski płynące z KPO, które są istotne z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce.

Głównym celem KPO jest „odbudowa potencjału rozwojowego gospodarki utraconego w wyniku pandemii oraz wsparcie budowy trwałej konkurencyjności gospodarki i wzrost poziomu życia społeczeństwa w dłuższym horyzoncie czasowym”. Cel ten będzie realizowany z wykorzystaniem pięciu komponentów:

- **Odporność i konkurencyjność gospodarki** (4,1 mld EUR, 17,3% całości dotacji), którego celem jest zapewnienie odporności gospodarki na kryzysy oraz tworzenie wysokiej jakości miejsc pracy
- **Zielona energia i zmniejszenie energochłonności** (6,3 mld EUR, 26,6%) – ograniczenie negatywnego oddziaływania gospodarki na środowisko, przy jednoczesnym zapewnieniu konkurencyjności i bezpieczeństwa energetycznego oraz ekologicznego kraju
- **Transformacja cyfrowa** (3,0 mld EUR, 12,7%) – wzmocnienie przemian cyfrowych w sektorze publicznym, społeczeństwie i gospodarce
- **Efektywność, dostępność i jakość systemu ochrony zdrowia** (4,3 mld EUR, 17,9%) – Sprawne funkcjonowanie systemu ochrony zdrowia oraz poprawa efektywności, dostępności oraz jakości świadczeń zdrowotnych.
- **Zielona, inteligentna mobilność** (6,1 mld EUR, 25,5%) – Rozwój zrównoważonego, bezpiecznego i odpornego systemu transportowego, zapewniającego odpowiednią obsługę potrzeb gospodarki i społeczeństwa

Struktura wydatkowania środków w ramach KPO jest zgodna z wytycznymi Komisji Europejskiej (KE), m.in. dotyczącymi udziału wydatków na cyfryzację (20,9% wobec wymaganych 20%) i udziału wydatków na zieloną transformację (37,7% wobec 37%).

Każdy z pięciu wspomnianych wyżej komponentów podzielony jest na reformy i inwestycje o większym poziomie szczegółowości (załączyliśmy takie szczegółowe ujęcie w osobnym pliku „KPO Tabela”). W rezultacie, wykorzystanie dotacji w ramach KPO przedstawione jest w podziale na 45 przedsięwzięć

inwestycyjnych, polegających np. na odnowie taboru kolejowego i zwiększeniu komfortu podróży koleją, zapewnieniu odpowiedniej infrastruktury telekomunikacyjnej na terenie kraju lub zwiększeniu konkurencyjności przedsiębiorstw poprzez wykorzystanie „zielonych” rozwiązań w działalności gospodarczej. Dodatkowo podane są tzw. kamienie milowe, pozwalające na konkretne rozliczenie efektów danego projektu, np. „zakup 1200 sztuk taboru zero- i nisko- emisyjnego”, „wzrost odsetka z dostępem do służbowego komputera przenośnego z 20% do 90%”, „dodatkowe 1 080 000 gospodarstw domowych objętych szerokopasmowym dostępem do Internetu”.

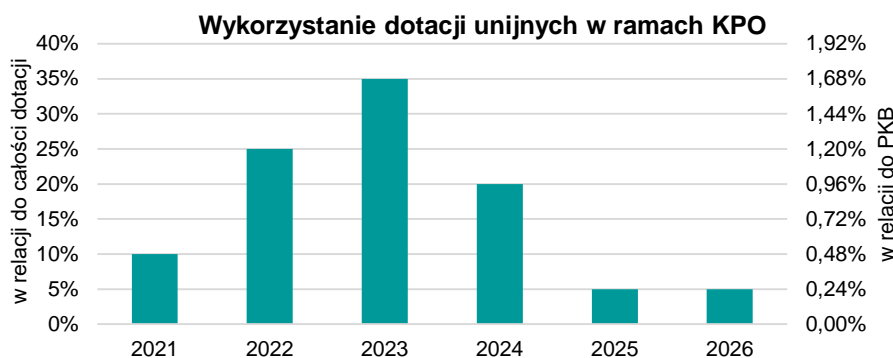
		Koniec			
		2023 r.	2024 r.	2026 r.	Razem
Początek	2020 r.			11,5%	11,5%
	2021 r.	5,7%	0,2%	77,8%	83,7%
	2022 r.			4,8%	4,8%
	Razem	5,7%	0,2%	94,1%	100,0%

Źródło: KPO, Credit Agricole

O skali wpływu KPO na polską gospodarkę w poszczególnych latach będzie decydowało tempo wykorzystania dotacji unijnych. O ile znane są dokładne kwoty dotacji przeznaczonych na każdą z wspomnianych wyżej 45 inwestycji oraz podany jest początek i koniec trwania projektu, to informacje te nie pozwalają jednak na ustalenie precyzyjnego profilu absorpcji środków po latach. Dominująca większość projektów w KPO (w kwocie 18 mld EUR, 78% dotacji) będzie bowiem trwać od 2021 r. do 2026

r., a w przypadku 94% dotacji jako data zakończenia przedsięwzięcia podany jest 2026 r. Większość projektów charakteryzuje się zatem bardzo długim okresem wydatkowania pieniędzy. Ponadto, na podstawie opisu inwestycji, w większości przypadków nie można wywnioskować w jakim tempie środki będą wydatkowane, bowiem kamienie milowe często dotyczą celu dopiero na 2026 r. Bez znajomości dokładnej specyfiki danego przedsięwzięcia nie jest możliwe określenie harmonogramu wydatków.

Jedynie w przypadku niewielkiej liczby projektów, stanowiących około 10% całości dotacji, można wyznaczyć szacunkowy harmonogram wydatkowania środków. W ich przypadku niewielka część środków zostaje wykorzystana w 2021 r. Wysokość rocznych wydatków wyraźnie zwiększa się w 2022 r., w 2023 r. osiąga maksimum, a w kolejnych latach wydatkowana kwota obniża się. Należy jednak pamiętać, że nie muszą one być reprezentatywne dla profilu wykorzystania wszystkich dotacji w ramach KPO. Biorąc jednak pod uwagę, że zgodnie z obowiązującym harmonogramem Polska powinna przedłożyć KPO do KE do końca kwietnia 2021 r., a następnie KE ma 2 miesiące na ocenę, to założenie o niskim wykorzystaniu środków unijnych w br. jest naszym zdaniem zasadne.



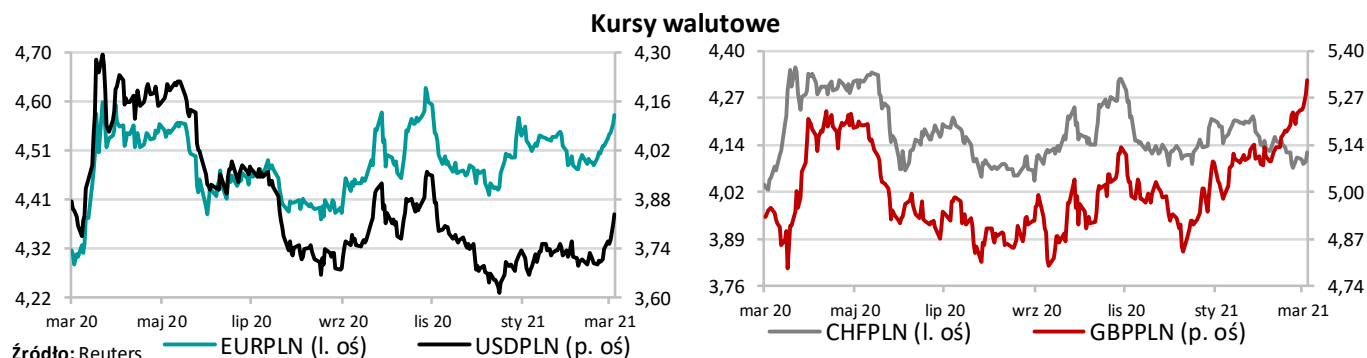
Źródło: Credit Agricole

Biorąc pod uwagę ogólnikowe informacje zawarte w KPO zaktualizowaliśmy zakładany przez nas wcześniej profil absorpcji środków w ramach funduszu odbudowy. Obecnie zakładamy, że absorpcja środków w 2021 r. i 2022 r. będzie niższa niż pierwotnie zakładaliśmy, a w 2024-2026 – wyższa por. MAKROmapa z 19.10.2020). Realizacja inwestycji ze

środków Funduszu Odbudowy będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku szybszego wzrostu gospodarczego w najbliższych latach. Należy jednak pamiętać o wysokiej importochłonności niektórych projektów, która będzie ograniczała pozytywny wpływ realizacji KPO na wzrost PKB. Dobrym przykładem w tym zakresie jest zakup szczepionek przeciwko COVID-19 za 1,4 mld EUR, które w 100% pochodzą z importu. W obecnej chwili nie jest możliwa precyzyjna ocena importochłonności KPO. Przy założonym przez nas profilu wykorzystania tych środków (por. wykres), fundusze unijne będą w największym stopniu

dynamizowały wzrost gospodarczy w 2022 r. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, w którym tempo wzrostu PKB zwiększy się z 3,6% r/r w 2021 r. do 4,9% w 2022 r.

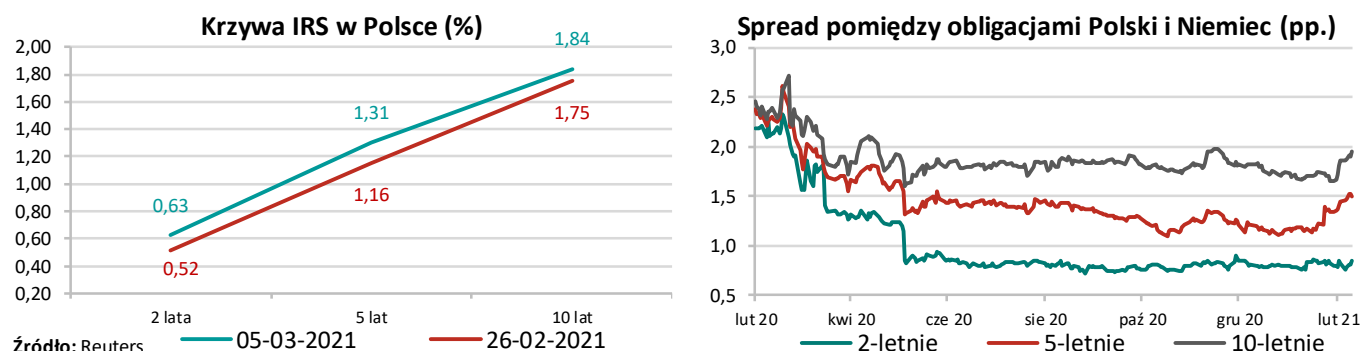
Posiedzenie EBC może przyczynić się do umocnienia złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5793 (osłabienie złotego o 1,4%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie wzrostowym. Jego osłabienie wynikało ze zwiększenia światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie we wzroście indeksu VIX. Podwyższona awersja do ryzyka była efektem rosnących obaw inwestorów o wzrost inflacji na świecie wraz z ożywieniem gospodarczym, co mogłoby zmusić główne banki centralne do podwyżek stóp procentowych. Z tego powodu do osłabienia złotego przyczyniła się również piątkowa publikacja lepszych od oczekiwań danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. Lokalnie, czynnikami negatywnymi dla kursu złotego były również pogarszająca się sytuacja epidemiczna w Polsce, a także piątkowe wystąpienie prezesa NBP. A. Głapiński powiedział, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w czasie obecnej kadencji Rady wynosi zero oraz że NBP będzie prowadził program skupu aktywów tak długo, jak będzie to potrzebne, być może zawsze. Posiedzenie RPP nie miało istotnego wpływu na rynek walutowy. Ze względu na wzrost światowej awersji do ryzyka w ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia również z umocnieniem dolara względem euro.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będzie posiedzenie EBC. Uważamy, że może ono przyczynić się do umocnienia złotego. Naszym zdaniem zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały istotnego wpływu na rynek.

Posiedzenie EBC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,63 (wzrost o 11pb), 5-letnie do 1,31 (wzrost o 15pb), a 10-letnie do 1,84 (wzrost o 9pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego, silnego wzrostu stawek IRS widocznego szczególnie na długim końcu krzywej, w ślad za rynkami bazowymi. Była to

kontynuacja tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 01.03.2021). W kierunku wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych oddziałują nasilające się obawy inwestorów o wzrost inflacji na świecie wraz z ożywieniem gospodarczym, co mogłoby zmusić główne banki centralne do podwyżek stóp procentowych. Do wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych przyczyniła się również ubiegłotygodniowa wypowiedź J. Powella, który kolejny raz podkreślił, że FED nie zamierza reagować zarówno na perspektywę wzrostu inflacji jak i wzrost amerykańskich obligacji na długim końcu krzywej, a także publikacje lepszych od oczekiwań danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Lokalnie, w kierunku wzrostu stawek IRS w Polsce na długim końcu krzywej oddziaływała publikacja marcowej projekcji ekonomicznej NBP, w której wyraźnie podniesiona została ścieżka inflacji (por. MAKROpuls z 03.03.2021). W piątek doszło do częściowej korekty ze względu na wypowiedź prezesa NBP A. Głapińskiego, który zasugerował, że polityka pieniężna w Polsce pozostanie łagodna jeszcze przez dłuższy czas (patrz wyżej).

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie EBC. Naszym zdaniem, może ono oddziaływać kierunku spadku rentowności stawek IRS. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) będą w naszej ocenie neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	mar 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	0,10
Kurs EURPLN*	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	4,52	4,52	4,53
Kurs USDPLN*	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,78
Kurs CHFPLN*	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,12
Inflacja CPI (r/r, %)	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,7	2,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	4,1	3,8	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,9	4,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	0,7	1,4	
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-2,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	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)	1100	805	823	1560	3175	625	1093	1517	2356	2116	430	2025		
Eksport (r/r, %, EUR)	8,0	-6,6	-29,6	-19,3	3,9	1,7	1,9	6,1	3,8	10,1	14,8	2,8		
Import (r/r, %, EUR)	0,9	-3,9	-28,9	-27,3	-7,4	-4,3	-4,7	1,8	-3,5	5,3	13,6	-2,1		

* 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	-2,7	3,6	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	0,0	7,1	3,5	3,1	-3,0	3,3	4,1	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-10,7	-9,0	-10,9	-7,2	5,4	6,0	6,3	-8,4	3,6	8,2	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,0	-14,5	2,0	8,0	7,0	9,0	4,5	5,4	-2,5	5,5	8,3	
Import (ceny stałe, %, r/r)	0,4	-18,0	-1,0	7,9	6,5	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	-1,7	0,0	3,9	2,1	1,6	-1,7	1,9	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,8	-0,9	0,9	1,0	1,5	-1,6	0,6	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	1,7	0,4	0,9	0,7	0,6	1,2	1,0	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	0,0	0,0	1,8	0,7	0,5	-0,5	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	4,53	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 08.03.2021 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	0,0	0,2	
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Marzec	-0,2	1,0	
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Styczeń	1,3		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Styczeń	1,2		
Wtorek 09.03.2021 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Styczeń	16,1		
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	IV kw.	-5,0	-5,0	-5,0
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	IV kw.	-0,6	-0,6	-0,6
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	IV kw.	-2,0		
Środa 10.03.2021 r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	0,3	1,5	
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	-0,3	-0,4	
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Luty	0,3	0,4	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Luty	0,0	0,1	0,2
Czwartek 11.03.2021 r.						
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Marzec	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	745	725	
Piątek 12.03.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-1,6	0,2	
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	76,8	77,5	78,0

* 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