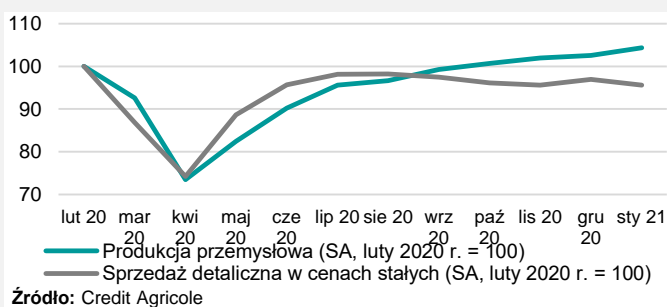


W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu jest zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED nie zmieni parametrów polityki pieniężnej. Podczas konferencji poruszona zostanie kwestia wzrostu rentowności obligacji w USA. Uważamy, że prezes J. Powell będzie starał ostudzić się oczekiwania rynków na zacieśnianie polityki pieniężnej w USA i powtórzy, że wzrost inflacji w br. będzie jedynie przejściowy. Po posiedzeniu przedstawiona zostanie najnowsza projekcja makroekonomiczna FOMC. Oczekujemy, że prognozowane tempo wzrostu gospodarczego i inflacja w 2021 r. zostaną zrewidowane w górę w porównaniu do grudniowej projekcji, a ścieżka stopy bezrobocia zostanie obniżona. Uważamy, że prognozowany przez członków FOMC poziom stopy procentowej wskaże na jej stabilizację w najbliższych latach. W czasie konferencji po posiedzeniu FOMC możemy obserwować podwyższoną zmienność kursów dolara i złotego oraz rentowności obligacji.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość zmniejszyła się do 73,2 pkt. w marcu z 71,2 pkt. w lutym. Oczekujemy, że publikacja nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w lutym do 0,4% m/m wobec 0,9% w styczniu, co będzie spójne wynikami badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna nie zmieniła się w lutym po jej silnym wzroście o 5,3% odnotowanym w styczniu. W tym tygodniu poznamy również dane pozwoleniach na budowę (1750 tys. wobec 1886 tys.) i liczbie rozpoczętych budów (1604 tys. wobec 1580 tys.). Uważamy, że publikacje danych z USA pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane o lutowej inflacji w Polsce.** Jednocześnie podane zostaną nowe wagi kategorii koszyka inflacyjnego i zrewidowany poziom inflacji w styczniu. Oczekujemy, że roczna dynamika cen zmniejszyła się do 2,5% wobec 2,7% w styczniu ze względu na efekty wysokiej bazy sprzed roku. Z uwagi na rewizję wag koszyka nasza prognoza charakteryzuje się podwyższoną niepewnością. Oczekujemy, że publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w styczniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 2025 mln EUR wobec 430 mln EUR w grudniu ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 14,8% r/r w grudniu do 2,8% w styczniu, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 13,6% r/r do -2,1%. W kierunku zmniejszenia obu dynamik oddziaływała niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W środę opublikowane zostaną lutowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła -2,0% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się naszym zdaniem do 4,5% r/r w lutym wobec 4,8% w styczniu. 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 lutowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 4,2% r/r wobec 0,9% w styczniu. W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (3,5%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

- W piątek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się w lutym do -2,0% r/r wobec -6,0% w styczniu.**

Do jej wzrostu przyczyniły się korzystne efekty kalendarzowe i otwarcie galerii handlowych w lutym. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (-3,3%), zatem jej materializacja będzie naszym zdaniem lekko pozytywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.



Źródło: Credit Agricole

- Na piątek zaplanowana na piątek publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Fitch.** W październiku 2020 r. agencja utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że obecna ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, wspierane przez „odpowiedzialną politykę gospodarczą”, jak również członkostwo Polski w Unii Europejskiej. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu są relatywnie niski – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz relatywnie wysoki (choć obniżający się) dług zagraniczny netto. Fitch wskazał kilka czynników, których materializacja mogłaby się przyczynić do decyzji negatywnej dla ratingu Polski w przyszłości. Pierwszym z nich jest trwały wzrost długu publicznego. Drugim – pogorszenie klimatu biznesowego lub naruszenie praworządności, które miałyby negatywny wpływ na sytuację gospodarczą. Powyższe czynniki ryzyka nie zmaterializowały się od czasu ostatniej oceny, a tym samym oczekujemy, że Fitch utrzyma w tym tygodniu niezmienny rating Polski i jego perspektywę. Decyzje zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na nie nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.

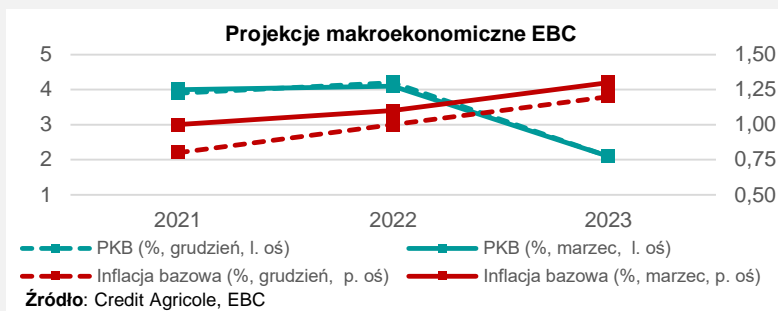
- Dziś opublikowane zostały ważne dane z Chin.** Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w okresie styczeń-luty br. do 35,1% r/r wobec 7,3% w grudniu, dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich wzrosła do 35,0% wobec 2,9%, a dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się do 33,8% wobec 4,6%. Dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 30,0% i 32,0%), podczas gdy dane o inwestycjach w aglomeracjach miejskich okazały się nieco niższe od konsensusu rynkowego (40,0%). Silny wzrost aktywności gospodarczej w Chinach w ujęciu rocznym wynika w znacznym stopniu z efektów niskiej bazy sprzed roku, kiedy to chińska gospodarka pozostawała pod silnym wpływem pandemii. Dane potwierdzają utrzymujące się ożywienie gospodarcze w Chinach, przy czym jest ono związane przede wszystkim wyższą aktywnością po stronie podażowej chińskiej gospodarki, podczas gdy aktywność po stronie popytowej pozostaje niska w porównaniu do okresu sprzed pandemii. Dane są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą PKB w Chinach w I kw. br. wzrośnie nawet o 20% r/r. Uważamy, że w całym 2021 r. PKB w Chinach zwiększy się o 8,5% wobec wzrostu o 2,3% w 2020 r.

W zeszłym tygodniu

- W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 712 tys. wobec 754 tys. dwa tygodnie temu, co było nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (725 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków obniżyła się z 4,3 mln do 4,1 mln, co w pewnym stopniu wynikało jednak z utraty prawa do zasiłku przez długotrwale bezrobotnych. Dane potwierdzają tym samym, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy mimo stopniowej poprawy pozostaje trudna, a on sam nadal

znajduje się daleko od równowagi. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o inflacji CPI, która zwiększyła się w lutym do 1,7% r/r wobec 1,4% w styczniu, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek dynamiki cen żywności oraz niższa inflacja bazowa, która obniżyła się w lutym do 1,3% r/r wobec 1,4% w styczniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w marcu do 83,0 pkt. wobec 76,8 pkt. w lutym, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (78,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Zgodnie z komunikatem silna poprawa nastrojów amerykańskich konsumentów wynikała zarówno z rosnącej liczby zaszczepionych osób (por. COVID Dashboard) jak również z oczekiwań na pakiet fiskalny J. Bidena. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się w I kw. do 4,2% wobec 4,1% w IV kw. Kolejne kwartały przyniosą wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, czemu sprzyjać będzie uruchomienie przyjętego w ubiegłym tygodniu nowego pakietu fiskalnego w skali 1,9 bn USD. Prognozujemy, że w całym 2021 r. PKB w USA zwiększy się o 5,1% wobec spadku o 3,5% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 3,8%.

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa wynosi -0,50%).



EBC powtórzył zapowiedź, że będzie kontynuował skup aktywów w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) utrzymując jednocześnie jego docelową skalę (1850 mld EUR) i horyzont (co najmniej do marca 2022 r.). W komunikacie dodano jednak zdanie, że w najbliższych trzech miesiącach tempo skupu aktywów w ramach programu PEPP zostanie wyraźnie zwiększone względem wartości obserwowanych w pierwszych miesiącach br. Dodanie tej zapowiedzi jest reakcją EBC na obserwowany w ostatnich tygodniach silny wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych wraz z oczekiwanym przez inwestorów ożywieniem gospodarczym i związaną z nim wyższą inflacją. Uważamy, że EBC zwiększy tempo skupu z 12 mld EUR do ok. 20-25 mld EUR tygodniowo. EBC podtrzymał deklarację, że spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP będą reinwestowane co najmniej do końca 2023 r. W komunikacie podtrzymana została zapowiedź kontynuacji programu skupu aktywów APP (Asset Purchase Programme) na kwotę 20 mld EUR miesięcznie, tak długo jak będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC. Powtórzona została deklaracja, że program zakończy się na krótko przed tym, jak EBC zacznie podnosić stopy procentowe. Jednocześnie w komunikacie utrzymane zostały parametry programów TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) oraz PLTRO (pandemic emergency longer-term refinancing operations). W ubiegłym tygodniu zaprezentowane zostały również marcowe projekcje ekonomiczne EBC. Zgodnie z marcową projekcją dynamika PKB w strefie euro wyniesie 4,0% r/r w 2021 r. (3,9% w grudniowej projekcji), 4,1% w 2022 r. (4,2%) oraz 2,1% w 2023 r. (2,1%). Z kolei inflacja HICP ukształtuje się na poziomie 1,5% r/r w 2021 r. (1,0%), 1,2% w 2022 r. (1,1%) oraz 1,4% w 2023 r. (1,4%), przy czym inflacja bazowa wyniesie 1,0% r/r w 2021 r. (0,8%), 1,1% w 2022 r. (1,0%) oraz 1,3% w 2023 r. (1,2%). Dostrzegamy ryzyko w górę dla tej projekcji, ponieważ EBC nie uwzględnił w niej przyjętego w ubiegłym tygodniu pakietu fiskalnego w USA, który ze względu na swoją bezprecedensową skalę (1,9 bn USD) będzie miał również pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą w strefie euro.

Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC dokona kalibracji programu PEPP i przedłuży go przynajmniej do końca 2022 r. zwiększając jego skalę do 2250 mld EUR. Jednocześnie oczekujemy, że realizując programy skupu aktywów EBC pozostanie skoncentrowany dla obligacjach skarbowych stosując się do klucza kapitałowego.

➤ **Zgodnie z finalnym szacunkiem PKB w strefie euro zmniejszył się w IV kw. o 0,7% kw/kw wobec wzrostu o 12,5% w III kw. (-4,9% r/r w IV kw. wobec -4,2% w III kw.).** 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. W kierunku zmniejszenia kwartalnej dynamiki PKB w strefie euro pomiędzy III kw. a IV kw. oddziaływały niższe wkłady konsumpcji prywatnej (-1,6 pp. w IV kw. wobec 7,4 pp. w III kw.), inwestycji (0,3 pp. wobec 2,9 pp.), eksportu netto (-0,1 pp. wobec 2,5 pp.) i wydatków rządowych (0,1 pp. wobec 1,1 pp.), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał wyższy wkład zapasów (0,6 pp. wobec -1,4 pp.). Tym samym głównym źródłem spadku PKB w obszarze wspólnej waluty w IV kw. była konsumpcja prywatna. Prognozujemy, że PKB w strefie euro zwiększy się w 2021 r. o 3,8% r/r wobec spadku o 7,4% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 3,9%.

➤ **Nadwyżka w niemieckim bilansie handlowym zwiększyła się w styczniu do 22,2 mld EUR wobec 16,4 mld EUR w grudniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (16,4 mld EUR).** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się do 1,4% m/m w styczniu wobec 0,4% w grudniu, podczas gdy dynamika importu spadła do -4,7% wobec 0,0%, co było odpowiednio powyżej i poniżej oczekiwań rynku (-1,2% i -0,5%). Warto jednak zauważyć, że mimo trwającego od maja 2020 r. nieprzerwanego wzrostu niemieckiego eksportu, jego odsezonowana wartość wyrażona w cenach bieżących jest niższa o ponad 3% niż w lutym 2020 r., czyli w ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na niemiecki handel zagraniczny. Dane o niemieckim handlu zagranicznym, w połączeniu z opublikowanymi wcześniej danymi o produkcji przemysłowej i zamówieniach w przetwórstwie (por. MAKROmapa z 07.03.2021) 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.

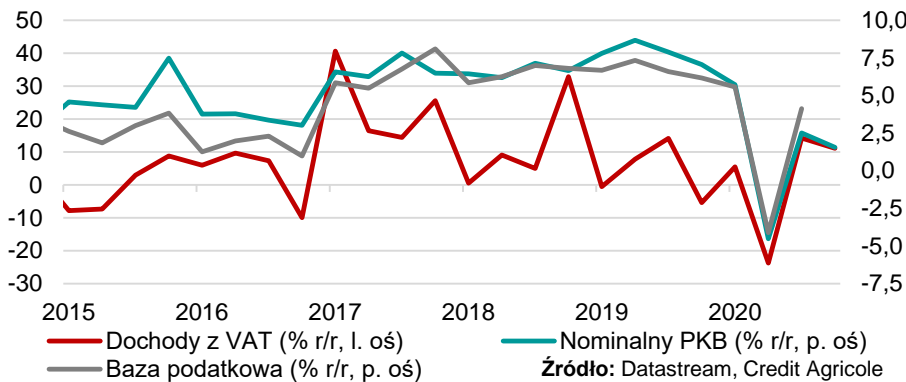
➤ Dlaczego dochody z VAT wzrosły w 2020 r.?

Zgodnie z wypowiedzią premiera M. Morawieckiego, dochody z podatku od towarów i usług w 2020 r. szacowane są na 184,6 mld zł. Oznaczałoby to, że były one wyższe o 2,0% w porównaniu do 2019 r., kiedy wyniosły one 180,9 mld zł. Powstaje zatem pytanie, dlaczego w warunkach obserwowanej w 2020 r. recesji zaobserwowany został wyraźny wzrost dochodów z VAT. Poniżej prezentujemy główne wnioski w tym zakresie.

Dochody z VAT zależą od dwóch elementów – bazy podatkowej, czyli dóbr i usług podlegających opodatkowaniu oraz efektywnej stawki podatku, czyli odsetka bazy podatkowej jaki trafia do budżetu państwa. Z przeprowadzonej przez nas analizy (por. MAKROmapa z 26.06.2017) wynika, że poza wahaniami sezonowymi ($\pm 0,5$ pkt. proc. w zależności od kwartału) efektywna stawka VAT jest zmienną procykliczną, co oznacza, że rośnie wraz z dynamiką PKB i dochodami społeczeństwa, co może być naszym zdaniem związane ze zwiększaniem udziału wydatków na dobra luksusowe w koszyku gospodarstw domowych i mniejszym zakresem szarej strefy w górnej fazie cyklu koniunktury. To z kolei oznacza, że w warunkach recesji odnotowanej w 2020 r., spadek efektywnej stawki VAT oddziaływał w kierunku obniżenia wpływów z tego podatku do budżetu. Oznacza to, że za wzrost dochodów z VAT odpowiadały

Dlaczego dochody z VAT wzrosły w 2020 r.?

zatem zmiany bazy podatkowej. Warto zwrócić uwagę, że o ile realny PKB zmniejszył się w 2020 r. o 2,7% r/r to w ujęciu nominalnym zwiększył się on o 1,3% r/r. A to właśnie nominalne, a nie realne, poziomy głównych składowych PKB odpowiadają za kształtowanie się dochodów (również nominalnych) z podatków.

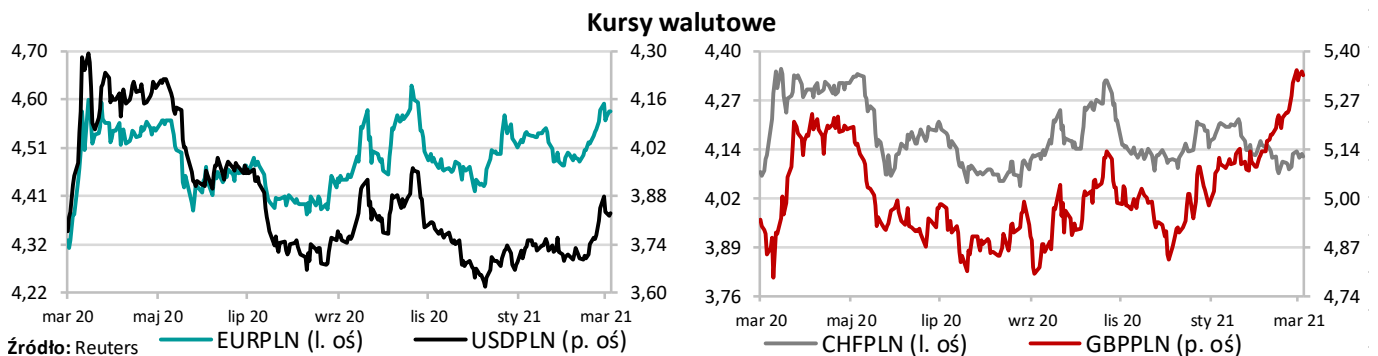


Lepszym – od nominalnego PKB – przybliżeniem bazy podatkowej jest suma konsumpcji prywatnej, spożycia publicznego, inwestycji publicznych oraz nakładów na środki trwałe gospodarstw domowych. Nie wszystkie jej składowe są dostępne za cały 2020 r.. W przypadku wspomnianych inwestycji znane są tylko dane do III kw. ub. r. Niemniej jednak, można

zauważyć, że wysokość bazy podatkowej wyznaczonej w ten sposób w okresie I-III kw. 2020 r. zwiększyła się nominalnie o 1,9% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego, co podobnie jak wzrost nominalnego PKB, uzasadnia zwiększenie się dochodów z VAT.

Segmentami bazy podatkowej, które zwiększyły się w największym stopniu w I-III kw. 2020 r. są spożycie publiczne oraz inwestycje publiczne. Wzrosły one w ujęciu nominalnym o odpowiednio 7,0% i 7,7%. Wzrost spożycia publicznego był najprawdopodobniej w znacznym stopniu efektem zwiększonych wydatków publicznych przeznaczonych na walkę z pandemią. Z kolei głównym źródłem wzrostu publicznych nakładów brutto na środki trwałe w 2020 r. były naszym zdaniem zwiększone inwestycje infrastrukturalne (realizowane głównie w I poł. ub. r.). Konsumpcja prywatna, ograniczana przez obostrzenia wprowadzane w związku z nasileniem się pandemii, wzrosła w tym okresie w ujęciu nominalnym o 0,3% r/r, a inwestycje gospodarstw domowych zmniejszyły się o 4,2% r/r. Podwyższona niepewność wśród gospodarstw domowych miała negatywny wpływ na popyt na mieszkania. W tym 2020 r. obserwowano również spowolnienie akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych. Powyższe dane wskazują, że wzrost budżetowych wpływów z podatku VAT był w pewnym sensie sztucznie napędzany – wiązał się on jednocześnie ze zwiększonymi wydatkami publicznymi. Drugim czynnikiem sprzyjającym zwiększonym dochodom z VAT był wzrost cen. Deflator PKB (tempo wzrostu cen i usług objętych PKB) wyniósł w 2020 r. 4,2% i był najwyższy od 2004 r.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej mogą umocnić złotego



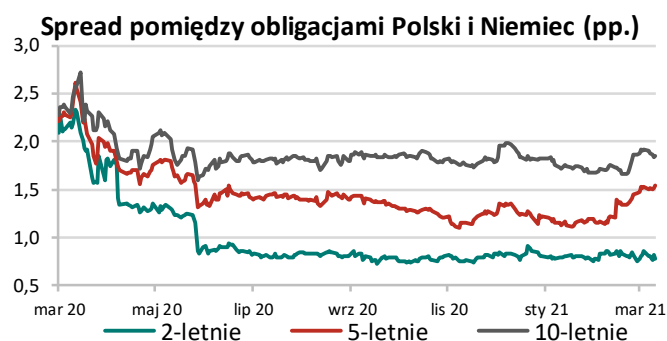
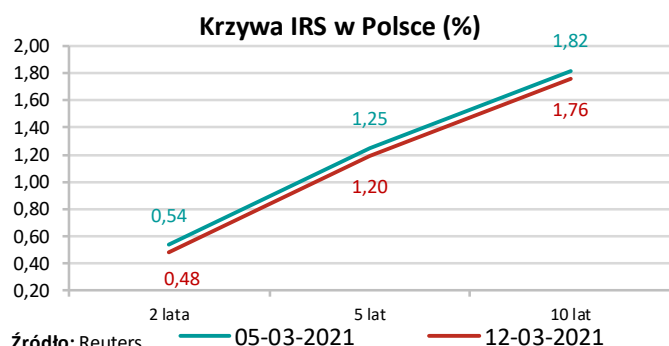
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5794 (umocnienie złotego o 0,1%). W pierwszej części tygodnia doszło do umocnienia złotego, co było korektą po jego wyraźnym osłabieniu dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 07.03.2021). W dalszej części tygodnia kurs EURPLN powrócił do trendu

wzrostowego, którego nie zdołał odwrócić gołębi wydzźwięk posiedzenia EBC. Jednym z czynników sprzyjających deprecjacji złotego w ubiegłym tygodniu była pogarszająca się sytuacja epidemiczna w Polsce (por. COVID Dashboard) i związane z nią obawy inwestorów dotyczące zaostreżenia restrykcji administracyjnych, które miałyby negatywny wpływ na ożywienie gospodarcze.

W ubiegłym tygodniu doszło również do osłabienia dolara względem euro. Deprecjacji dolara sprzyjało obniżenie światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie w spadku indeksu VIX. Przyjęcie nowego pakietu fiskalnego w USA miało ograniczony wpływ na rynek, ponieważ w znacznym stopniu było ono już zdyskontowane przez inwestorów. Bez istotnego wpływu na kurs EURUSD był również wyczekiwany przez inwestorów gołębi wydzźwięk posiedzenia EBC.

Opublikowane dzisiaj rano dane z Chin są neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszych wyższych od konsensusu rynkowego prognoz dane mogą przyczynić się do umocnienia kursu złotego. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, inflacja, bilans płatniczy) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Uważamy, że zaplanowane na środę posiedzenie FED może sprzyjać podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,48 (spadek o 6pb), 5-letnie do 1,20 (spadek o 5pb), a 10-letnie do 1,76 (spadek o 6pb). W pierwszej części tygodnia obserwowany był spadek stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Wynikało to z oczekiwań inwestorów na gołębi wydzźwięk posiedzenia EBC. Choć okazał się on zgodny z oczekiwaniami rynku, to w piątek stawki IRS powróciły do trendu wzrostowego, gdyż na rynku zaczęły dominować obawy inwestorów o silny wzrost inflacji na świecie wraz z ożywieniem gospodarczym. W ubiegłym tygodniu NBP opublikował komunikat, w którym oznajmił, że ze względu na obserwowany w ostatnim czasie wzrost rentowności krajowych obligacji rozważa modyfikację sposobu prowadzenia strukturalnych operacji otwartego rynku, w tym poprzez zwiększenie elastyczności i częstotliwości przetargów. Uwzględniając, że w przypadku dotychczasowych operacji przeprowadzonych przez NBP inwestorzy dość niechętnie odsprzedawali zakupione wcześniej papiery i operacje nie cieszyły się ich dużym zainteresowaniem, komunikat nie miał istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą publikacje danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce. Uważamy, że mogą one doprowadzić do spadku stawek IRS. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, inflacja, bilans płatniczy) będą

naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Uważamy, że zaplanowane na środę posiedzenie FOMC może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę) nie będą miały w naszej ocenie wpływu na krzywą. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

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	4,50
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	3,75
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	4,09
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	
Sprzedaż 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	4,50	4,46	4,42	4,37	4,55	4,37	4,27	
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,73	3,75	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**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 15.03.2021 r.							
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	7,3			30,0
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	4,6			32,0
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Luty	2,9			40,0
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	2,7	2,5	2,6	
13:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	12,1			14,5
Wtorek 16.03.2021 r.							
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Marzec	71,2			74,0
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	5,3	0,0		-0,5
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Styczeń	4,1	3,8	3,7	
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Styczeń	430	2025	3052	
14:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	0,9	0,4		0,6
14:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Luty	75,6			75,8
15:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Styczeń	0,6			0,3
Środa 17.03.2021 r.							
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	-2,0	-2,0	-2,0	
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	4,8	4,5	4,9	
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Luty	0,9	0,9		0,9
13:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Luty	1580	1604		1570
13:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Luty	1886	1750		1750
19:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Marzec	0,25	0,25		0,25
Czwartek 18.03.2021 r.							
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	0,7	1,4	1,5	
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	0,9	4,2	3,5	
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	IV kw.	2,2			
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Marzec	0,10	0,10		0,10
13:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Marzec	23,1			24,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	712			703
Piątek 19.03.2021 r.							
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	-6,0	-2,0	-3,3	

* 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