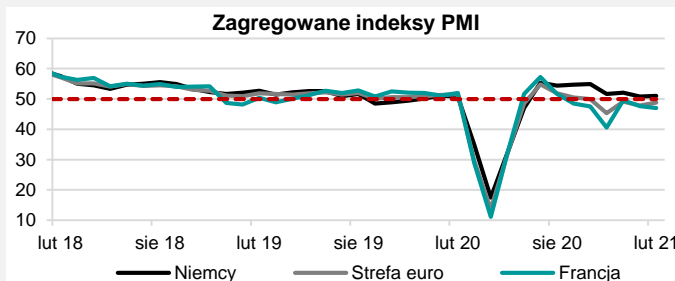


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnych marcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w marcu do 50,4 pkt. wobec 48,8 pkt.



Źródło: Markit, Credit Agricole

- w lutym. Uważamy, że wzrost wskaźnika był efektem poprawy koniunktury zarówno w Niemczech jak i we Francji. Jednocześnie uważamy, że poprawa sytuacji będzie miała szeroki zakres i zostanie odnotowana zarówno w przetwórstwie, jak i usługach. Nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się powyżej konsensusu, a tym samym ich materializacja może być lekko negatywna dla złotego i cen polskiego długu.
- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W czwartek zostanie opublikowany trzeci szacunek PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego nie zostanie zrewidowane względem drugiego szacunku i wyniesie 4,1%. W tym tygodniu poznamy również dane nt. wstępnych zamówień na dobra trwałe. Naszym zdaniem ich dynamika obniżyła się w lutym do 1,3% m/m wobec 3,4% styczniu. Na spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w lutym związany z niesprzyjającymi warunkami pogodowymi wskażą dane o sprzedaży nowych domów (877 tys. w lutym wobec 923 tys. w styczniu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,62 mln w lutym wobec 6,69 mln w styczniu). Poprawę nastrojów amerykańskich konsumentów potwierdzi finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który naszym zdaniem ostatecznie wyniesie w marcu 83,5 pkt. wobec 76,8 pkt. w lutym i 83,0 pkt. we wstępnym szacunku. Uważamy, że publikacje danych z USA nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.
- W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszyła się w marcu do 93,3 pkt. wobec 92,4 pkt. w lutym. Publikacja indeksu Ifo dla Niemiec będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu FED utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%], co było zgodne z oczekiwaniami rynku.** FED opublikował również swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne (patrz poniżej). W naszym scenariuszu bazowym zakładamy stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023. Jednocześnie uważamy, że FED utrzyma obecną skalę prowadzonego przez siebie skupu aktywów do końca br.
- W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 770 tys. wobec 725 tys. dwa tygodnie temu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (700 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków nie zmieniła się i wyniosła 4,1 mln. 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 lutym do -2,2% wobec 1,1% w styczniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,3%). W kierunku jej zmniejszenia oddziaływała niższa dynamika produkcji w górnictwie i przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w

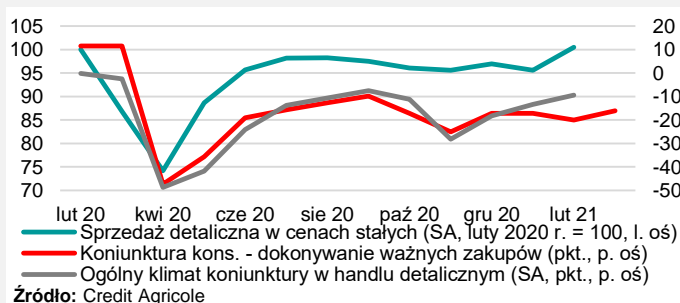
dostarczaniu mediów. Silny spadek produkcji wynikał w znacznym stopniu z ostrej zimy w stanie Teksas, która doprowadziła do wstrzymania prac w części rafinerii, zakładów petrochemicznych oraz fabryk. W konsekwencji wykorzystanie mocy wytwórczych obniżyło się w lutym do 73,8% wobec 75,5% w styczniu i pozostaje ono nadal wyraźnie poniżej poziomów sprzed pandemii (ok. 77%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się w lutym do -3,0% wobec 7,6% w styczniu (rewizja w górę z 5,3%), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-0,5%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży obniżyła się w lutym do -2,7% wobec 8,3% w styczniu. Wyraźne zmniejszenie dynamiki sprzedaży detalicznej wynikało z efektu wysokiej bazy sprzed miesiąca, kiedy to złagodzenie restrykcji administracyjnych oraz wypłata pomocy bezpośredniej w postaci czeków w wysokości 600 USD na mieszkańca w ramach podpisanego przez D. Trumpa pod koniec 2020 r. pakietu fiskalnego doprowadziły do silnego wzrostu sprzedaży (por. MAKROmapa z 22.02.2021). Mimo spadku, sprzedaż detaliczna ukształtowała się na poziomie o 6,3% wyższym niż w lutym 2020 r., czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na amerykańską gospodarkę. Na obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości, w znacznym stopniu związane z ostrą zimą w lutym, wskazały dane nt. liczby rozpoczętych budów (1421 tys. w lutym wobec 1584 tys. w styczniu) oraz nowych pozwoleń na budowę (1682 tys. wobec 1886 tys.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również regionalne indeksy Philadelphia FED (51,8 pkt. w marcu wobec 23,1 pkt. w lutym) oraz NY Empire State (17,4 pkt. wobec 12,1 pkt.), które zasygnalizowały poprawę sytuacji w amerykańskim przetwórstwie. 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 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 2,9%.

➤ **Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w lutym do 2,4% r/r wobec 2,6% w styczniu.** W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen nośników energii, żywności i napojów bezalkoholowych, a także zmniejszenie inflacji bazowej, która obniżyła się w lutym do 3,7% r/r wobec 3,9% w styczniu. Przeciwny wpływ na inflację miał natomiast wzrost dynamiki cen paliw. GUS opublikował również zrewidowane wagi w koszyku inflacji CPI, które wskazały na silny wpływ pandemii na strukturę wydatków w ramach budżetów gospodarstw domowych w 2020 r. Zwiększenie udziału w wydatkach odnotowano m.in. w przypadku takich kategorii jak „żywność i napoje bezalkoholowe” oraz „łączność”, podczas gdy udział m.in. takich kategorii jak „restauracje i hotele”, „rekreacja i kultura” oraz „transport” obniżył się (por. MAKROpuls z 15.03.2021). W najbliższych miesiącach oczekujemy lekkiego wzrostu inflacji. Będzie on efektem prognozowanego przez nas silnego zwiększenia dynamiki cen paliw, a także wzrostu dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (głównie za sprawą wyższej dynamiki cen mięsa, warzyw oraz pieczywa), które z nawiązką skompensują spadek inflacji bazowej, związany z efektami wysokiej ubiegłorocznej bazy (por. MAKROmapa z 18.01.2021). W konsekwencji dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja ogółem zmniejszy się w 2021 r. do 2,6% wobec 3,4% w 2020 r.

➤ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w lutym o 2,7% r/r wobec wzrostu o 0,9% w styczniu.** Główną przyczyną zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy styczniem i lutym była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się o 0,4% pomiędzy styczniem i lutym. Szacujemy, że lutowy poziom produkcji przemysłowej był o 4,8% wyższy niż w lutym 2020 r., czyli przed wybuchem pandemii. Struktura danych wskazuje, że podobnie jak w poprzednich miesiącach głównym źródłem wzrostu produkcji przemysłowej w Polsce był silny popyt zagraniczny będący efektem ożywienia w światowym handlu (por. MAKROpuls z 18.02.2021). W danych na uwagę zasługuje również narastająca bariera podażowa w postaci wąskich gardeł w globalnych łańcuchach dostaw. Uważamy, że będzie ona ograniczać aktywność w polskim

przemysłu w najbliższych miesiącach. Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w lutym o 16,9% r/r wobec spadku o 10,0% w styczniu. Główną przyczyną zmniejszenia dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy styczniem a lutym były niesprzyjające warunki pogodowe, które w większym stopniu niż w styczniu uniemożliwiały prowadzenie części prac budowlanych (por. MAKROpuls z 19.03.2021). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w lutym o 7,0% m/m. W konsekwencji lutowy poziom produkcji budowlano-montażowej był o 16,9% niższy niż w lutym ub. r., czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na aktywność w polskim budownictwie. Dane o strukturze produkcji budowlano-montażowej wskazują na utrzymującą się niską aktywność w budownictwie, co poza wspomnianym wyżej efektem niesprzyjających warunków pogodowych jest spowodowane przede wszystkim silnym spadkiem inwestycji przedsiębiorstw. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą obniżona aktywność w budownictwie utrzyma się do II poł. 2021 r. Dane o lutowej produkcji przemysłowej oraz produkcji budowlano-montażowej stanowią istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu 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 lutym o 2,7% r/r wobec spadku o 6,0% w styczniu. Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych obniżyła się w lutym o 3,1% r/r wobec spadku 6,0% w styczniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym sprzedaż detaliczna



liczona w cenach stałych była w lutym o 5,3% wyższa w porównaniu ze styczniem. Szacujemy, że odsezonowany poziom sprzedaży detalicznej był w lutym wyższy o 0,5% niż w lutym 2020 r., w którym pandemia nie wywierała jeszcze silnego negatywnego wpływu na wydatki gospodarstw domowych. Tym samym sprzedaż detaliczna powróciła w lutym do poziomu obserwowanego przed wybuchem pandemii. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki sprzedaży detalicznej pomiędzy styczniem a lutym było złagodzenie restrykcji administracyjnych i ponowne otwarcie galerii handlowych, co sprzyjało realizacji zaległych planów zakupowych. Wsparcie dla takiej oceny stanowi silny wzrost realnej dynamiki sprzedaży m.in. w takich kategoriach jak „tekstylnia, odzież, obuwie” oraz „prasa, książki, pozostała sprzedaż w wyspecjalizowanych sklepach” (por. MAKROpuls z 19.03.2021). Należy jednak pamiętać, że wzrost sprzedaży w tych kategoriach w najbliższych tygodniach będzie silnie ograniczany przez przywrócone przez rząd restrykcje administracyjne, obejmujące m.in. ponowne ograniczenie działalności galerii handlowych. W konsekwencji dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy konsumpcji w I kw. (0,0% r/r wobec -3,2% w IV kw.).

W styczniu nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyła się do 3258 mln EUR wobec 430 mln EUR w grudniu. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych, usług oraz dochodów pierwotnych (odpowiednio o 512 mln EUR, 556 mln EUR oraz 2012 mln EUR wyższe niż w grudniu), podczas gdy przeciwny wpływ miało niższe saldo dochodów wtórnych (o 252 mln EUR niższe niż w grudniu). Silne zwiększenie salda dochodów pierwotnych było przede wszystkim efektem wyższego salda transferów z Unią Europejską. Spadek, w porównaniu do grudnia, odnotowały dynamiki polskiego eksportu (-2,8% r/r w styczniu wobec 14,8% w grudniu) oraz importu (-5,3% wobec 13,6%), co w znacznym stopniu wynikało z efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w I kw. do 3,3% wobec 3,5% w IV kw. 2020 r. 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 obniżyła się w lutym do 4,5% r/r wobec 4,8% w styczniu.** Do zmniejszenia tempa wzrostu płac pomiędzy styczniem a lutym przyczynił się efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy. Dane o dynamice płac w sektorze przedsiębiorstw w lutym 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 przyczynią się zamrożenie wynagrodzeń w sferze budżetowej, sygnalizowana w badaniach koniunktury stabilizacja presji płacowej w przedsiębiorstwach na niskim poziomie i wyraźny spadek odsetka przedsiębiorstw planujących podwyżki płac w I kw. br. (por. MAKROPuls z 17.03.2021). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w lutym -1,7% r/r wobec -2,0% w styczniu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o 19,9 tys. osób, co było największym wzrostem zatrudnienia w tym miesiącu od 2008 r. Odnotowany w lutym wyraźny wzrost zatrudnienia był naszym zdaniem głównie efektem zwiększenia liczby etatów w przetwórstwie przemysłowym, w którym relatywnie szybki wzrost popytu na pracowników jest związany przede wszystkim z ożywieniem w światowym handlu i napływem nowych zamówień eksportowych. Oczekujemy, że w związku z III falą pandemii i towarzyszącym jej zwiększeniem obostrzeń wzrost zatrudnienia w marcu silnie spowolni, do czego przyczyni się zmniejszenie wymiaru etatów pracowników oraz zwiększenie liczby osób otrzymujących zasiłki chorobowe i opiekuńcze. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą wyraźnego i trwałego wzrostu zatrudnienia w firmach oczekujemy w II poł. 2021 r., a więc po ustąpieniu negatywnego wpływu dostosowania zatrudnienia w przedsiębiorstwach na skutek „odhibernowania” rynku pracy, czyli wygaśnięcia pozytywnego wpływu pierwszej tarczy finansowej na zatrudnienie.
- Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w marcu do 76,6 pkt. wobec 71,2 pkt. w lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (73,9 pkt.).** Zgodnie z komunikatem wzrost indeksu odzwierciedla oczekiwania inwestorów dotyczące silnego ożywienia aktywności w niemieckiej gospodarce wraz z wygasaniem pandemii. Respondenci uważają, że do jesieni przynajmniej 70% Niemców otrzyma możliwość zaszczepienia przeciwko COVID-19. Prognozujemy, że PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 2,5% wobec spadku o 4,9% w 2020 r.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** W uzasadnieniu do decyzji Fitch zwrócił uwagę m in. na odporność polskiej gospodarki na wstrząs pandemiczny oraz oczekiwany przez agencję powrót gospodarki na ścieżkę wzrostu gospodarczego w 2021 r. połączony ze spadkiem deficytu sektora finansów publicznych. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu Polski pozostają relatywnie niski – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz relatywnie wysoki (choć obniżający się) dług zagraniczny netto. Fitch podtrzymał również ocenę dotyczącą 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. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Stopy procentowe w USA bez zmian przynajmniej do końca 2023 r.

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu FED utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%], co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Bez zmian pozostała również skala prowadzonego przez Rezerwę Federalną programu skupu aktywów wynosząca przynajmniej 120 mld USD miesięcznie, z czego co najmniej 80 mld USD stanowią obligacje skarbowe, a co najmniej 40 mld USD papiery MBS (mortgage-backed securities). W komunikacie podtrzymana została zapowiedź,

zgodnie z którą skup aktywów będzie kontynuowany tak długo, aż nastąpi znaczący, dalszy postęp na drodze do osiągnięcia maksymalnego poziomu zatrudnienia i celu inflacyjnego. W swoim komunikacie FED nie zmienił również fragmentu, zgodnie z którym traktuje on swój cel inflacyjny (2%) jako średni poziom inflacji w długim okresie (tzw. AIT – average inflation targeting). Innymi słowy po okresie inflacji kształtującej się poniżej celu inflacyjnego, Rezerwa Federalna dopuszcza przejściowe odchylenie się inflacji powyżej poziomu 2%. W komunikacie FED zwrócił uwagę, że ożywienie gospodarcze w ostatnim czasie nieznacznie przyspieszyło, niemniej sytuacja w sektorach najsilniej dotkniętych pandemią pozostaje trudna. Jednocześnie FED podkreślił, że ożywienie gospodarcze w kolejnych kwartałach zależeć będzie od dalszego przebiegu pandemii, w tym od postępu programu szczepień.

Po posiedzeniu przedstawiona została najnowsza projekcja makroekonomiczna FOMC. Zgodnie z marcową projekcją dynamika PKB wyniesie 6,5% w 2021 r. (4,2% w grudniowej projekcji), 3,3% w 2022 r. (3,2%), 2,2% w 2023 r. (2,4%) oraz 1,8% w długim okresie (1,8%). Silne podniesienie ścieżki PKB względem grudniowej projekcji wynika z uchwalonego na początku marca br. nowego pakietu stymulacyjnego w kwocie 1,9 bn USD. Zrewidowana w dół została mediana oczekiwań dla stopy bezrobocia. Zgodnie z marcową projekcją stopa bezrobocia wyniesie 4,5% w 2021 r. (5,0% w grudniowej projekcji), 3,9% w 2022 r. (4,2%) oraz 3,5% w 2023 r. (3,7%). Jednocześnie FED nieznacznie obniżył szacowaną przez siebie stopę bezrobocia naturalnego z 4,1% do 4,0%. Marcowa projekcja zakłada zatem szybką poprawę na amerykańskim rynku pracy, gdzie stopa bezrobocia obniży się poniżej stopy bezrobocia naturalnego do końca 2022 r., a do końca 2023 r. powróci ona do poziomów sprzed pandemii. Zgodnie z oczekiwaniami w górę zrewidowane zostały natomiast ścieżki inflacji: 2,4% w 2021 r. (1,8%), 2,0% w 2022 r. (1,9%), 2,1% w 2023 r. (2,0%) oraz inflacji bazowej: 2,2% w 2021 r. (1,8%), 2,0% w 2022 r. (1,9%), 2,1% w 2023 r. (2,0%). Prognozowany przebieg inflacji jest zatem spójny z dotychczasową retoryką Rezerwy Federalnej, zgodnie z którą oczekiwany w 2021 r. wzrost inflacji powyżej celu inflacyjnego będzie przejściowy. Nie zmieniła się natomiast mediana oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych. Wskazuje ona, że oczekują oni stabilizacji stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2023 r. Warto jednak zwrócić uwagę, że zwiększyła się liczba członków FOMC (z 5 do 7), którzy do końca 2023 oczekują przynajmniej jednej podwyżki stóp procentowych, co nie miało jednak nadal wpływu na samą medianę. Przebieg mediany oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych jest spójny z wcześniejszymi wypowiedziami J. Powella, który sygnalizował, że FED nie rozważa zacieśnienia polityki pieniężnej mimo poprawiających się perspektyw wzrostu gospodarczego oraz inflacji. J. Powell wielokrotnie podkreślał, że jego zdaniem parametry amerykańskiej gospodarki nadal istotnie odbiegają od celów Rezerwy Federalnej dla zatrudnienia i inflacji i najprawdopodobniej minie trochę czasu zanim odnotowany zostanie wyraźny postęp w kierunku ich osiągnięcia (por. MAKROmapa z 01.03.2021).

Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell dał ponownie do zrozumienia, że nie niepokoi go ostatni silny wzrost rentowności amerykańskich obligacji. Jednocześnie podkreślił, że Rezerwie Federalnej zależy aby warunki finansowania w USA pozostały korzystne i jest jeszcze zbyt wcześnie by mówić o wygaszaniu programu skupu aktywów, a o ewentualnych planach zakończenia skupu inwestorzy zostaną poinformowani z dużym wyprzedzeniem.

Wydźwięk ubiegłotygodniowego posiedzenia FOMC oraz marcowej projekcji stanowi wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023. Jednocześnie uważamy, że FED utrzyma obecną skalę skupu aktywów do końca br. Prowadzona przez Rezerwę Federalną łagodna polityka pieniężna będzie pozostawać w najbliższych miesiącach niejako w kontrze do oczekiwań inwestorów na zwiększenie inflacji, co może sprzyjać dalszemu wzrostowi rentowności amerykańskich obligacji, szczególnie na długim końcu krzywej. Uważamy, że w warunkach istotnego pogorszenia warunków finansowania na rynku ze względu na wystromienie krzywej dochodowości FED może zareagować poprzez wzmocnienie swojego *forward guidance* dotyczącego perspektyw programu luzowania ilościowego lub poprzez zwiększenie udziału

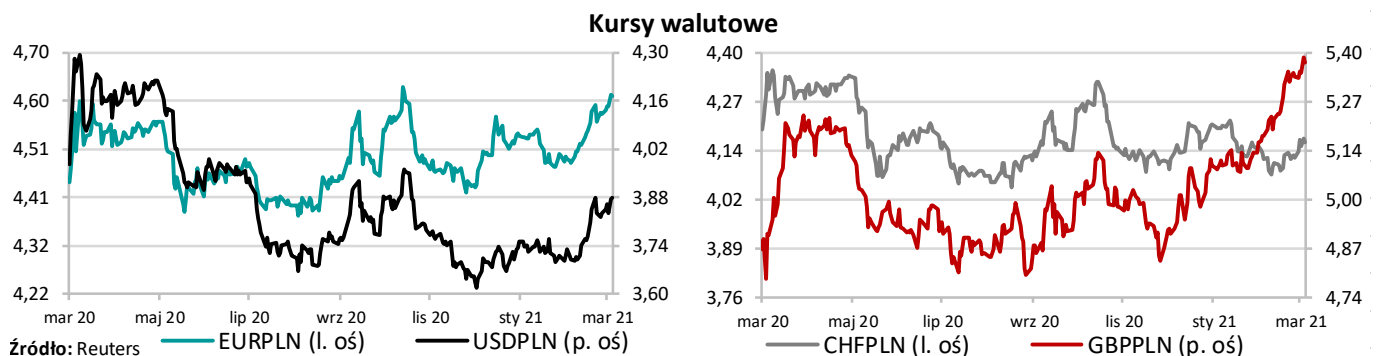
papierów o dłuższych terminach zapadalności w strukturze skupowanych aktywów. Taka reakcja FED będzie zgodna z naszym scenariuszem stopniowego umocnienia kursu złotego w kolejnych kwartałach.

Marcowa projekcja makroekonomiczna członków FED*				
Wskaźnik	2021	2022	2023	Długi okres
Wysokość stóp procentowych: środek przedziału				
Projekcja marcowa	0,125%	0,125%	0,125%	2,50%
Projekcja grudniowa	0,125%	0,125%	0,125%	2,50%
Prognoza Credit Agricole	0,125%	0,125%		2,50%
Zmiana realnego PKB				
Projekcja marcowa	6,5%	3,3%	2,2%	1,8%
Projekcja grudniowa	4,2%	3,2%	2,4%	1,8%
Prognoza Credit Agricole	5,1%	2,9%		1,9%
Stopa bezrobocia				
Projekcja marcowa	4,5%	3,9%	3,5%	4,0%
Projekcja grudniowa	5,0%	4,2%	3,7%	4,1%
Prognoza Credit Agricole	5,0%	4,2%		4,0%
Inflacja				
Projekcja marcowa	2,4%	2,0%	2,1%	2,0%
Projekcja grudniowa	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
Prognoza Credit Agricole	1,9%	1,9%		2,0%

Źródło: Rezerwa Federalna, Credit Agricole.

Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji PCE dotyczą rocznej zmiany pomiędzy IV kw. roku poprzedniego i oznaczonego w projekcji. Prognozy stopy bezrobocia dotyczą przeciętnego poziomu stopy bezrobocia w IV kw. Wartość prognozy stóp procentowych stanowi środek przedziału, będącego medianą indywidualnych prognoz członków FOMC na koniec danego roku.

Kurs EURPLN najwyższy od października 2020 r.



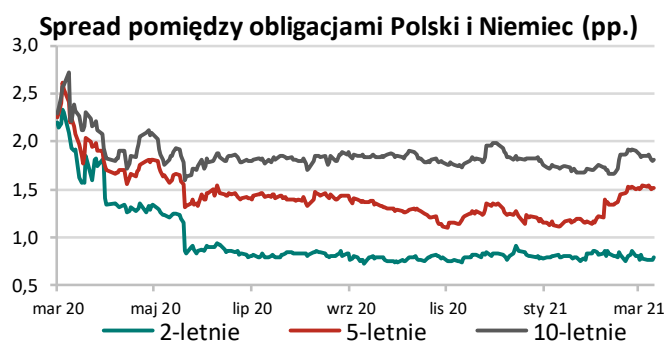
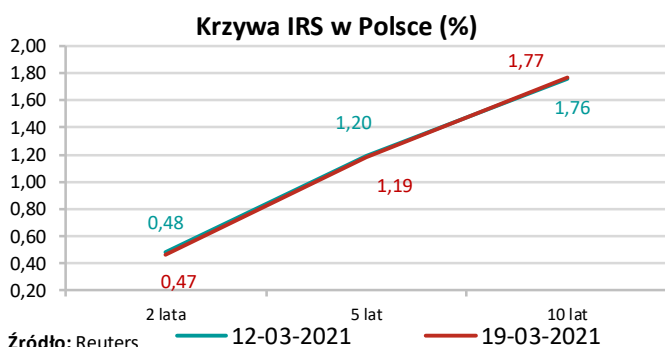
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6140 (osłabienie złotego o 0,8%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Osłabienie złotego w znacznym stopniu związane było ze zwiększeniem światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie we wzroście indeksu VIX. Mniejszy popyt na ryzykowne aktywa wynika z obaw inwestorów o to, że ożywienie gospodarcze doprowadzi do wzrostu inflacji na świecie. Lokalnie czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego była pogarszająca się sytuacja epidemiczna w Polsce (por. COVID Dashboard). W konsekwencji kurs EURPLN przekroczył w ubiegłym tygodniu 4,62 osiągając najwyższy poziom od

października 2020 r. Publikacje licznych danych z krajowej gospodarki (inflacja, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Piątkowa decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, stąd nie miała wpływu na kurs EURPLN.

Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia dla kursu EURUSD było posiedzenie FOMC i publikacja najnowszych projekcji ekonomicznych (patrz powyżej). Ich gołębi wydźwięk doprowadził do przejściowego umocnienia euro względem dolara.

Piątkowa decyzja agencji Fitch była zgodna z oczekiwaniami rynku, stąd jest ona neutralna dla kursu złotego. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na środę publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. W przypadku realizacji naszych wyższych od konsensusu rynkowego prognoz dane mogą być lekko negatywne dla złotego. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (trzeci szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), a także indeksu Ifo dla Niemiec nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro kluczowe dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,47 (spadek o 1pb), 5-letnie do 1,19 (spadek o 1pb), a 10-letnie zwiększyły się do 1,77 (wzrost o 1pb). W ubiegłym tygodniu doszło do stabilizacji stawek IRS. Posiedzenie FOMC a także publikacje licznych danych z krajowej gospodarki (inflacja, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) nie miały istotnego wpływu na krzywą. W środę NBP przeprowadził operację typu *outright buy* skupując obligacje skarbowe oraz BGK za łączną kwotę 3,7 mld PLN przy popycie równym 5,1 mld PLN (z czego za 2,2 mld PLN odpowiadały obligacje skarbowe, a za 1,5 mld PLN obligacje BGK). Tym samym do tej pory w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku NBP skupił obligacje za łączną kwotę 113,4 mld PLN. Piątkowa decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, stąd nie miała wpływu na stawki IRS.

Piątkowa decyzja agencji Fitch była zgodna z oczekiwaniami rynku, stąd jest ona neutralna dla krzywej. W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będą publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek, które mogą doprowadzić do lekkiego wzrostu stawek IRS. Przewidziane w tym tygodniu publikacje danych z USA (trzeci szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż domów na rynku wtórnym, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), a także indeksu Ifo dla Niemiec 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	4,50
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	2,6	2,4	
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	3,9	3,7	
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	2,7	
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	1,0	2,0	
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	-2,7	
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	-1,7	
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	3258		
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	-5,3		

* 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**
Poniedziałek 22.03.2021 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Styczeń	36,7		
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	16,8	17,0	16,6
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Luty	6,69	6,62	6,50
Wtorek 23.03.2021 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	6,5	6,5	6,6
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	14,0		
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Luty	923	877	880
Środa 24.03.2021 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	60,7	61,0	60,9
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	45,7	47,8	46,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	57,9	58,5	57,9
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	48,8	50,4	49,1
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	3,4	1,3	1,0
14:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	58,6		59,4
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	-14,8		-14,3
Czwartek 25.03.2021 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	I kw.	-0,75		
11:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	12,5		12,5
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	770		735
13:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	4,1	4,1	4,1
Piątek 26.03.2021 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Marzec	92,4	93,3	93,0
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Luty	2,0		
15:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	83,0	83,5	83,5

* 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