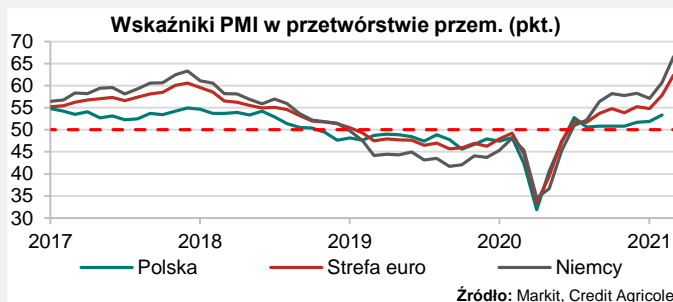


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa, który pozwoli na lepszą ocenę wpływu ożywienia w światowym handlu na aktywność gospodarczą w Polsce.** Prognozujemy, że wskaźnik zwiększył się do 55,5 pkt.



- w marcu z 53,4 pkt. w lutym. Wsparciem dla naszej prognozy jest poprawa koniunktury odnotowana w strefie euro (patrz poniżej). Ze względu na konstrukcję wskaźnika, ograniczenia podażowe (poprzez wydłużenie czasu dostaw) będą oddziaływały w kierunku wzrostu indeksu. Uważamy, że publikacja wskaźnika PMI będzie neutralna dla rynków.
- W tym tygodniu poznamy marcowe indeksy PMI dla chińskiego przetwórstwa (Caixin oraz CFLP).** Oczekujemy, że indeks Caixin PMI wzrósł do 51,3 pkt. w marcu wobec 50,6 pkt. w lutym, a indeks CFLP PMI zwiększył się do 51,4 pkt. wobec 50,9 pkt. w lutym. Poprawa koniunktury będzie efektem postępującego ożywienia w światowym handlu sygnalizowanego przez wskaźniki PMI dla strefy euro (patrz poniżej) oraz ograniczeń podażowych oddziałujących w kierunku wydłużenia czasu dostaw, a tym samym również wzrostu indeksów PMI. W kierunku wzrostu indeksu będzie również oddziaływać ustąpienie efektu obchodów Chińskiego Nowego Roku. Nasze prognozy dotyczące wskaźników PMI w Chinach kształtują się powyżej oczekiwań rynkowych, a tym samym ich materializacja może być lekko pozytywna dla kursu złotego.
- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 650 tys. osób w marcu wobec wzrostu o 379 tys. w lutym, przy jednoczesnym zmniejszeniu stopy bezrobocia do 6,0% w marcu wobec 6,2% w lutym. Będzie to efekt postępującego procesu szczepienia społeczeństwa i luzowania obostrzeń w niektórych stanach. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 550 tys. w marcu wobec 117 tys. w lutym). W czwartek opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zwiększy się do 61,0 pkt. w marcu wobec 60,8 pkt. w lutym, co będzie spójne z wynikami regionalnych badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik Conference Board wskaże na znaczącą poprawę nastrojów konsumenckich (98,0 pkt. w marcu wobec 91,3 pkt. w lutym) z uwagi na uruchomiony pakiet fiskalny i poprawę sytuacji epidemicznej w USA. Publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA może się przyczynić do wzrostu rentowności amerykańskich obligacji i osłabienia kursu złotego.
- W środę opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się do 1,4% r/r w marcu z 0,9% w lutym, do czego przyczynił się wzrost dynamiki cen nośników energii. Ponadto, we wtorek poznamy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech, która naszym zdaniem zwiększyła się do 1,3% r/r w marcu wobec 0,8% w lutym. Publikacja inflacji w strefie euro będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- W środę poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się do 2,9% r/r w marcu wobec 2,4% w lutym.** Do zwiększenia inflacji przyczynił się znaczący wzrost dynamiki cen paliw, na który złożyły się efekty niskiej bazy sprzed roku, wzrost cen ropy na światowym rynku oraz osłabienie złotego. Pozostałe składowe inflacji (dynamiki cen nośników energii, żywności oraz inflacja bazowa) nie uległy znaczącym zmianom w pomiędzy lutym i marcem. Nasza prognoza inflacji ogółem kształtuje się powyżej konsensusu, a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

➤ **Na piątek zaplanowana na piątek publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Standard & Poor's.** W październiku 2020 r. agencja utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Jako uzasadnienie takiej oceny wiarygodności kredytowej S&P wskazał na zrównoważony wzrost gospodarczy, wysoki kapitał ludzki, członkostwo Polski w UE, umiarkowane poziomy zadłużenia prywatnego i publicznego, dobre statystyki dotyczące zadłużenia zagranicznego, odpowiedzialną politykę pieniężną, stabilny system bankowy i rozwinięty rynek kapitałowy. Podczas ostatniej oceny agencja nie dostrzegła zagrożeń związanych z obsługą zadłużenia publicznego w średnim okresie, zwracając uwagę na jego niski poziom w porównaniu do innych krajów oraz korzystną strukturę (m.in. mały udział inwestorów zagranicznych). Wśród czynników, których materializacja mogłaby przyczynić się do obniżki ratingu S&P wymienił wyraźne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w średnim okresie w następstwie pandemii, przyczyniające się do znaczącego pogorszenia sytuacji w finansach publicznych. Innym czynnikiem ryzyka wskazanym przez S&P jest zmniejszony napływ środków unijnych do Polski, np. ze względu na napięcia na linii Polska-UE. Żaden z powyższych czynników nie zmaterializował się od ostatniej oceny ratingu, a tym samym oczekujemy, że S&P utrzyma w tym tygodniu niezmienny rating Polski i jego perspektywę. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na tę decyzję nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.

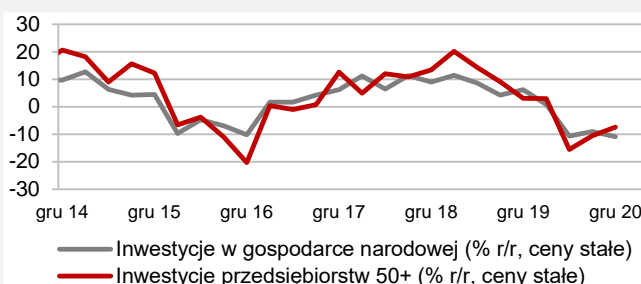
W zeszłym tygodniu

➤ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w marcu do 52,5 pkt. wobec 48,8 pkt. w lutym, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (49,1 pkt.).** Tym samym zagregowany indeks PMI w strefie euro przekroczył granicę 50 pkt. oddzielającą wzrost od spadku aktywności po raz pierwszy od września 2020 r. Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało z rekordowego tempa wzrostu bieżącej produkcji w przetwórstwie (składowa dla bieżącej produkcji osiągnęła w marcu najwyższą wartość w historii, tj. czerwca 1997 r.), przy jednoczesnym wolniejszym spadku aktywności biznesowej w usługach. Struktura danych wskazuje tym samym, że sektor usług w dalszym ciągu pozostaje pod negatywnym wpływem pandemii, podczas gdy w przetwórstwie obserwujemy silny wzrost aktywności związany z ożywieniem w światowym handlu. Poprawa koniunktury w obszarze wspólnej waluty miała szeroki zakres geograficzny i została odnotowana w Niemczech, we Francji jak również w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zwiększył się w marcu do 66,6 pkt. wobec 60,7 pkt. w lutym, a tym samym ukształtował się na najwyższym poziomie w historii danych, tj. od kwietnia 1996 r. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zapasów. Zgodnie z komunikatem niemieckie przetwórstwo nie nadąża z realizacją zamówień, co jest efektem silnego popytu przy jednoczesnych problemach z dostawami i dostępnością dóbr pośrednich niezbędnych do produkcji. Znajduje to odzwierciedlenie w zwiększeniu składowej dla zaległości produkcyjnych do najwyższego poziomu w historii, któremu towarzyszy silny wzrost składowej dla cen półproduktów i materiałów wykorzystywanych w produkcji. Narastające bariery podażowe stają się tym samym istotnym czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia w przetwórstwie. Problem może się jeszcze bardziej nasilić w najbliższych tygodniach ze względu na zablokowany Kanał Sueski. Średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro zwiększyła się w I kw. br. do 49,7 pkt. wobec 48,1 pkt. w IV kw. Mimo dobrych wyników badań koniunktury w obszarze

- wspólnej waluty dostrzegamy istotne ryzyko, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro w I kw. br. będzie ujemna.
-  **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zwiększył się w marcu do 96,6 pkt. wobec 92,7 pkt. w lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (93,2 pkt.).** Zwiększenie indeksu wynikało ze wzrostu jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano we wszystkich działach objętych badaniem: handlu, budownictwie, usługach oraz przetwórstwie. Wyrażna poprawa koniunktury sygnalizowana przez indeks Ifo, w szczególności w niemieckim przetwórstwie, jest spójna z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu wstępnymi indeksami PMI dla Niemiec (patrz powyżej). Mimo wyraźnej poprawy nastrojów niemieckich przedsiębiorców sygnalizowanej przez marcowy indeks Ifo dostrzegamy istotne ryzyko, że kwartalna dynamika niemieckiego PKB w I kw. br. będzie ujemna.
 -  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z trzecim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększyło się IV kw. do 4,3% wobec 4,1% w drugim szacunku. Na rewizję tempa wzrostu gospodarczego w górę złożyły się wyższe wkłady zapasów (1,37 pp. w trzecim szacunku wobec 1,11 pp. w drugim szacunku), wydatków rządowych (-0,14 pp. wobec -0,19 pp.) i eksportu netto (-1,53 pp. wobec -1,55 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady inwestycji (3,04 pp. wobec 3,12 pp.) oraz konsumpcji prywatnej (1,58 pp. wobec 1,60 pp.). Tym samym drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego w USA w IV kw. były inwestycje. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się w lutym o 1,1% m/m wobec wzrostu o 3,5% w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,8%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe spadła w lutym do -0,9% wobec 1,6% w styczniu. Mimo odnotowanego w lutym spadku wielkość zamówień na dobra trwałe w USA jest o ok. 3,1% wyższa niż w lutym 2020 r., czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na zamówienia. W danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się silny wzrost w ujęciu rocznym zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty (9,3% r/r w lutym wobec 9,6% w styczniu), który wskazuje na perspektywę ożywienia inwestycji w USA w kolejnych miesiącach, sygnalizowaną przez wyniki badania koniunktury dotyczącego planów inwestycyjnych firm (PMI). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane z rynku pracy. Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych obniżyła się do 684 tys. wobec 781 tys. dwa tygodnie temu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (730 tys.). Na uwagę zasługuje również dalszy spadek liczby kontynuowanych wniosków (z 4,1 mln do 3,9 mln), będący jednak w pewnym stopniu efektem utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. Dane wskazują tym samym, że choć sytuacja na amerykańskim rynku pracy poprawia się, to tempo tej poprawy jest bardzo powolne, a sam rynek nadal znajduje się daleko od stanu równowagi. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,22 mln w lutym wobec 6,66 mln w styczniu) oraz sprzedaży nowych domów (775 tys. wobec 948 tys.), które wskazały na obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości związane z ostrą zimą. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w marcu do 84,9 pkt. wobec 76,8 pkt. w lutym i 83,0 pkt. we wstępnym szacunku. Wzrost indeksu wynikał z ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Silna poprawa nastrojów amerykańskich konsumentów była efektem zarówno rosnącej liczby zaszczepionych osób (por. COVID Dashboard), jak również oczekiwań na pakiet fiskalny J. Bidena. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w I kw. do 4,2% wobec 4,3% 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%.

▄ **W ubiegłym tygodniu, ze względu na wyraźne pogorszenie sytuacji epidemicznej w Polsce (por. COVID Dashboard), rząd ogłosił wejście życie od 27 marca nowych restrykcji administracyjnych, których celem jest ograniczenie transmisji wirusa.** Wśród najważniejszych zmian na uwagę zasługuje zamknięcie wielkopowierzchniowych sklepów meblowych i budowlanych, salonów kosmetycznych, zakładów fryzjerskich oraz przedszkoli i żłobków, a także zaostrzenie limitów osób w sklepach. Biorąc pod uwagę wprowadzone w marcu br. obostrzenia, zrewidowaliśmy kwartalną ścieżkę PKB w 2021 r. Szacujemy, że dynamika PKB w I kw. wyniosła -1,5% r/r wobec 1,0% przed rewizją, co było związane z wolniejszym wzrostem konsumpcji i niższym wkładem eksportu netto. Naszym zdaniem, mimo omówionych wyżej nowych restrykcji obowiązujących od soboty, ich zakres (w szczególności w obszarze dotyczącym mobilności gospodarstw domowych) jest wyraźnie niższy niż odnotowany w kwietniu ub. r., a więc z w okresie twardego lockdownu. W konsekwencji, biorąc pod uwagę dostępne prognozy przebiegu pandemii w Polsce w II kw. oczekujemy, że „pełzający lockdown” zostanie utrzymany co najmniej do pierwszej dekady maja br., a zmniejszanie obostrzeń po 9 kwietnia będzie miało charakter stopniowy. Taki scenariusz jest neutralny dla prognozowanej przez nas dynamiki PKB w II kw. (6,9% r/r), wspieranej przez efekty bardzo niskiej ubiegłorocznej bazy (efekt pierwszego lockdownu). Jednocześnie oczekujemy, że mimo silnego ożywienia w światowym handlu, znajdującego potwierdzenie w kolejnych danych o koniunkturze w strefie euro (patrz wyżej), wąskie gardła w globalnych łańcuchach dostaw będą ograniczać ożywienie w polskim przetwórstwie przemysłowym (por. MAKROpuls z 18.03.2021). Naszym zdaniem negatywny wpływ barier podażowych na aktywność w przetwórstwie wyraźnie osłabnie w II poł. br., dlatego – zważywszy na silniejsze niż oczekiwaliśmy ożywienie w światowym handlu – zrewidowaliśmy w górę wkłady eksportu netto do dynamiki PKB w II poł. 2021 r.

▄ **Nominalna dynamika inwestycji w polskim sektorze przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zwiększyła się w IV kw. 2020 r. do -5,6% r/r wobec -8,0% w III kw.** Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki inwestycji w przetwórstwie (-7,2% r/r w IV kw. wobec -17,8% w III kw.) i



Źródło: GUS, Credit Agricole

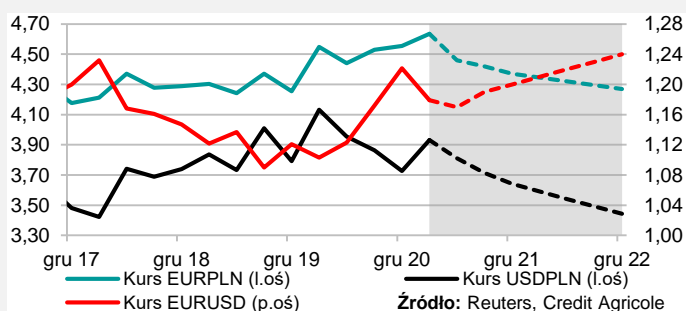
i energetyce (-6,2% wobec -20,8%), podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie dynamiki inwestycji w usługach 1,0% wobec 6,9%), budownictwie (-22,4% wobec 9,1%) oraz górnictwie (-29,8% wobec -17,6%). Wśród działów przetwórstwa najsilniejszy wzrost inwestycji miał miejsce w kategoriach „produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej” (95,5% wobec 27,7%), „produkcja napojów” (94,0% wobec -10,5%) oraz „produkcja odzieży” (81,0% wobec -56,4%). Uważamy, że odnotowane w IV kw. silne zwiększenie inwestycji w niektórych branżach miało na ogół charakter przejściowy, stąd nie daje ono podstawy do rewizji całej naszej ścieżki inwestycji począwszy od I kw. Dane o inwestycjach w sektorze przedsiębiorstwach 50+ są zatem spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym od II kw. br. będziemy mieć do czynienia ze wzrostem inwestycji ogółem w ujęciu rocznym, a w całym 2021 r. zwiększą się one o 3,6% wobec spadku o 8,4% w 2020 r.

▄ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB utrzymał swoją główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (-0,75%), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W komunikacie zaznaczono, że ekspansywna polityka pieniężna jest konieczna dla stabilizacji aktywności ekonomicznej oraz odpowiedniego poziomu inflacji. Jednocześnie SNB w swoim komunikacie zwrócił uwagę, że kurs franka szwajcarskiego mimo swojego ostatniego osłabienia pozostaje wysoki. W konsekwencji, jeśli zajdzie taka potrzeba, SNB jest skłonny interweniować na rynku walutowym. W komunikacie zostało również podkreślone, że szwajcarska gospodarka pozostaje pod silnym negatywnym wpływem

Inflacja w 2021 r. przekroczy 3%

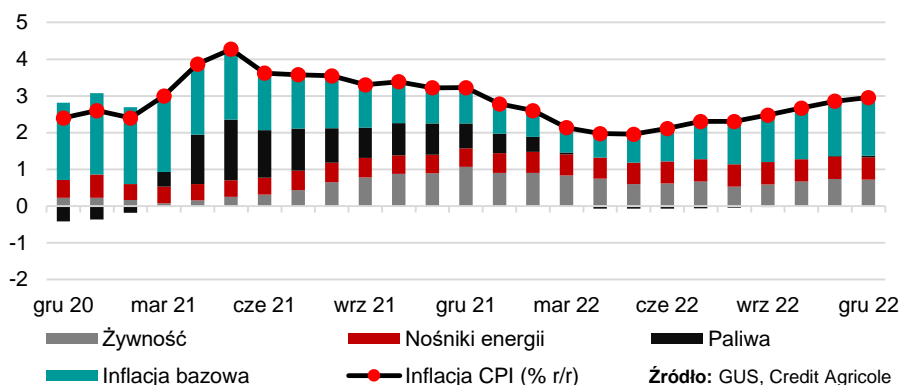
pandemii. SNB opublikował także swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne. SNB oczekuje, że w 2021 r. szwajcarski PKB zwiększy się o ok. 2,5%-3,0 r/r (bez zmian względem grudniowej projekcji). Ze względu na wzrost cen ropy naftowej oraz osłabienie franka szwajcarskiego podniesiona została również ścieżka inflacji. Zgodnie z marcową projekcją inflacja wyniesie 0,2% w 2021 r. (0,0% w grudniowej projekcji), 0,4% w 2022 r. (0,2%) oraz 0,5% w 2023 r. Prognozujemy, że kurs CHFPLN na koniec 2021 r. wyniesie 3,90, a na koniec 2022 r. obniży się do 3,71.

Zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę kursu EURUSD. W krótkim okresie lepsza sytuacja epidemiczna w USA niż w strefie euro oraz uruchomienie pakietu fiskalnego będą czynnikami wsparcia dla dolara. W dłuższym horyzoncie czynnikami ograniczającymi potencjał dolara do



umocnienia będą łagodne nastawienie FED w polityce pieniężnej oraz planowane przez administrację J. Bidena zmiany w systemie podatkowym, które mogą być niekorzystne dla perspektyw wzrostu gospodarczego. Postępujące globalne ożywienie, w tym przyspieszenie wzrostu w strefie euro, a także spadek awersji do ryzyka będą również negatywne dla dolara. Podsumowując, prognozujemy, że kurs EURUSD ukształtuje się na poziomie 1,20 na koniec 2021 r. i 1,24 na koniec 2022 r.

Inflacja w 2021 r. przekroczy 3%



Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie informacje, zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę inflacji w latach 2021-2022. Oczekujemy, że wyniesie ona średniorocznie 3,3% r/r w 2021 r. i obniży się do 2,4% w 2022 r. Poniżej przedstawiamy główne tendencje, które skłoniły nas do rewizji naszego scenariusza inflacyjnego.

Głównym czynnikiem uzasadniającym rewizję naszego scenariusza jest kształtowanie się – wyżej od oczekiwań – cen ropy na światowym rynku. W połączeniu ze słabym kursem złotego oddziałują one w kierunku podniesienia ścieżki dynamiki cen paliw. Nie oczekujemy, że ceny ropy wzrosną wyraźnie w horyzoncie kilku miesięcy. Niemniej jednak z uwagi na efekty niskiej bazy sprzed roku (silny spadek cen paliw na początku pandemii) w maju zaobserwujemy tempo wzrostu cen paliw przekraczające 30% r/r. W rezultacie inflacja ogółem przejściowo przekroczy 4% w maju br. W kolejnych kwartałach, wraz z postępującym ożywieniem globalnym, ceny ropy na światowym rynku będą kształtowały się w trendzie wzrostowym. Z uwagi na wygasanie wspomnianych wyżej efektów niskiej bazy dynamika cen paliw będzie się stopniowo obniżać od czerwca br.

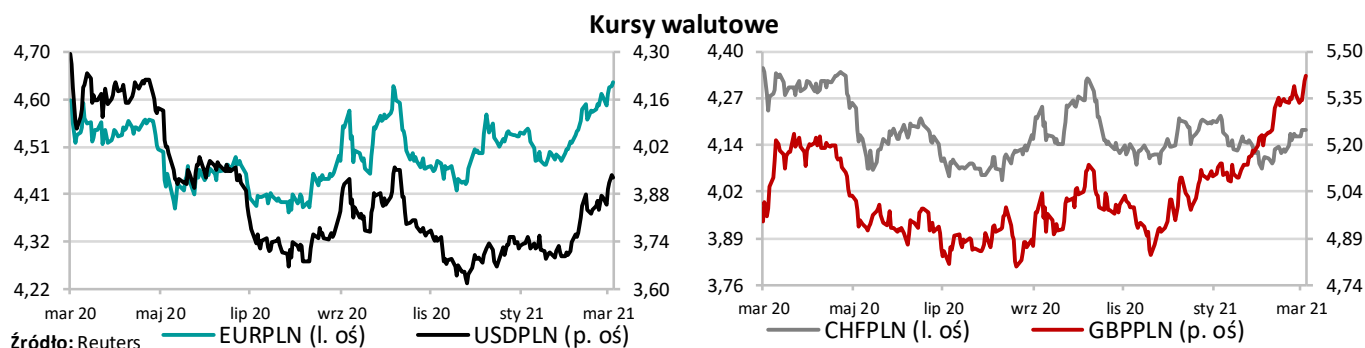
Zrewidowaliśmy w górę naszą ścieżkę cen żywności. Obecnie oczekujemy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych zwiększy się w 2021 r. do 1,8% r/r wobec 4,8% w 2020 r. (1,0% przed rewizją), a w 2022 r. wzrośnie ona do 2,4% (2,6%). Głównymi powodami rewizji są wyższy punkt startowy naszej

nowej prognozy, a także odnotowany na początku br. silny wzrost cen zbóż oraz roślin oleistych (por. AGROmapa z 16.03.2021), z uwagi na który podnieśliśmy ścieżki cen w kategoriach „pieczywo i produkty zbożowe” oraz „oleje i tłuszcze”. Uważamy, że w I kw. br. dynamika cen żywności osiągnęła swoje minimum lokalne. W kolejnych kwartałach tempo wzrostu cen żywności zwiększy się przede wszystkim ze względu na wyższą dynamikę cen mięsa (skutek obserwowanego od początku br. wzrostu cen skupu drobiu i trzody chlewnej związanego z ożywieniem popytu przy ograniczonej produkcji) oraz warzyw (wygaśnięcie efektów niskiej bazy), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływać będzie niższa dynamika cen owoców (efekt wysokiej bazy sprzed roku związany z niskimi zapasami owoców po sezonie 2019/2020). W II poł. br. zwiększeniu dynamiki cen żywności dodatkowo sprzyjać będzie wyższa dynamika cen w kategorii „mleko, sery i jaja”, będąca skutkiem prognozowanego przez nas wzrostu cen produktów mlecznych związanego z zakładanym przez nas ożywieniem światowego popytu na produkty mleczne wraz z wygasaniem pandemii. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszej ścieżki cen żywności są warunki agrometeorologiczne na świecie, a także tempo wygasania pandemii.

Inflacja bazowa na przełomie lat 2020-2021 ukształtowała się powyżej naszych wcześniejszych oczekiwań. Częściowo wynikało to z proinflacyjnego wpływu pandemii COVID-19 (zwiększonego popytu na niektóre usługi ze względu na przedłużającą się perspektywę pracy zdalnej i dalszej izolacji społecznej oraz podwyżek rekompensujących zmniejszone obroty). Odpowiadał za to również silniejszy od naszych oczekiwań wpływ podwyżek opłat za wywóz śmieci. Wyższy punkt startowy oddziałuje w kierunku podniesienia ścieżki inflacji bazowej w całym 2021 r. W kolejnych miesiącach inflacja bazowa będzie kształtowała się w lekkim trendzie spadkowym. Wsparciem dla takiej tendencji będą efekty wysokiej bazy sprzed roku oraz zmniejszenie inflacji bazowej w strefie euro. W II poł. br. i w 2022 r. czynnikiem proinflacyjnym będzie oczekiwana przez nas poprawa sytuacji gospodarczej. Niskie bezrobocie będzie sprzyjało narastaniu presji płacowej.

Nasz scenariusz inflacyjny, w którym dynamika cen ogółem, po przejściowym wzroście powyżej 4% w maju br., obniży się do ok. 3% r/r pod koniec 2022 r.. stanowi silne wsparcie dla naszej prognozy stóp procentowych w Polsce. Podtrzymujemy naszą prognozę, iż RPP rozpocznie cykl zacieśniania polityki pieniężnej w marcu 2023 r. Oprócz inflacji kształtującej się powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) argumentem na rzecz podwyżki stóp procentowych będzie oczekiwane przez nas wysokie tempo wzrostu gospodarczego, wspieranego m.in. przez projekty realizowane w ramach unijnego funduszu odbudowy (por. MAKROmapa z 08.03.2021).

Kurs EURPLN najwyższy od 12 lat



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6379 (osłabienie złotego o 0,6%). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego osłabienia złotego, które w znacznym stopniu związane było z istotnym pogorszeniem sytuacji epidemicznej w Polsce (por. COVID Dashboard). W konsekwencji kurs EURPLN przekroczył 4,64 i osiągnął tym samym najwyższy poziom od kwietnia 2009 r. Inwestorzy obawiają się, że nasilenie epidemii opóźni oczekiwane przez rynek ożywienie gospodarcze. Obawom tym towarzyszy relatywnie wysokie

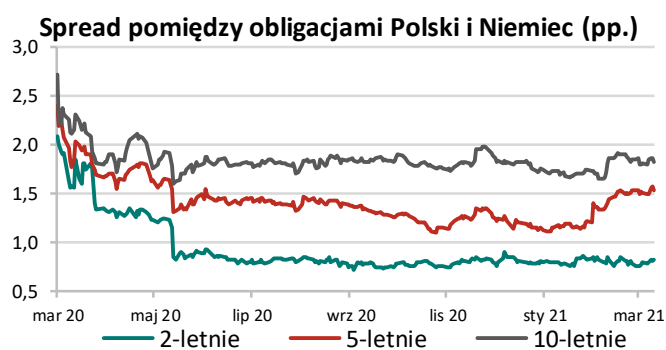
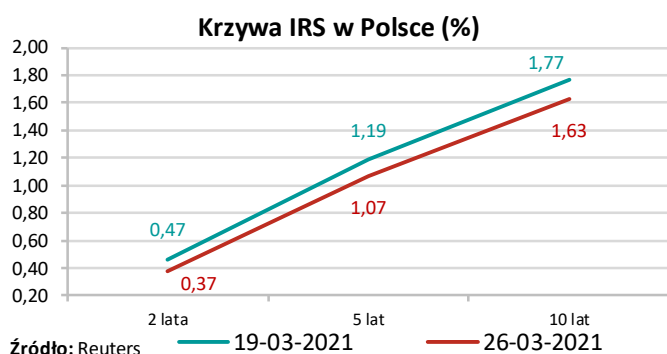
prawdopodobieństwo zaostrzenia polityki pieniężnej przez banki centralne Czech i Węgier. W efekcie, kurs złotego osłabił się nie tylko względem euro, ale również walut regionu.

W ubiegłym tygodniu doszło również do dalszego umocnienia dolara względem euro. Spadkowi kursu EURUSD sprzyjają oczekiwania inwestorów, że ożywienie gospodarcze w USA będzie silniejsze niż w strefie euro. Wsparcie dla takiej oceny stanowi uchwalenie nowego pakietu fiskalnego w USA, a także wyraźnie wyższe tempo szczepień przeciwko COVID-19 w USA niż w krajach obszaru wspólnej waluty.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dane nt. koniunktury w chińskim przetwórstwie. Uważamy, że mogą one przyczynić się do lekkiego umocnienia kursu polskiej waluty. Aprecjacji złotego mogą sprzyjać również wstępne dane o inflacji w Polsce. Zaplanowana na ten tydzień publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Do osłabienia kursu polskiej waluty mogą przyczynić się natomiast dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. Pozostałe dane ze Stanów Zjednoczonych (indeks ISM dla przetwórstwa, indeks Conference Board) oraz strefy euro (wstępna inflacja) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Uważamy, że obecny kurs euro względem złotego jest znacząco przewartościowany. Uwzględniając naszą prognozę silnego wzrostu PKB w Polsce w najbliższych latach, wspieranego przez ożywienie w światowym handlu oraz napływ środków w ramach unijnego Funduszu Odbudowy, dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo wyraźnego umocnienia złotego wraz z pojawieniem się oznak wygasania III fali pandemii.

Wstępne dane o inflacji w Polsce kluczowe dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,37 (spadek o 10pb), 5-letnie do 1,07 (spadek o 12pb), a 10-letnie do 1,63 (spadek o 14pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Była to korekta po obserwowanym w ostatnich tygodniach silnym wzroście rentowności związanym z obawami inwestorów o wzrost inflacji będący skutkiem oczekiwanego ożywienia gospodarczego. W czwartek Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję długu, na której sprzedało papiery o 2-, 5-, 9-, 10- letnich terminach zapadalności za 6,9 mld PLN przy popycie równym 11,8 mld PLN. Udana aukcja długu sprzyjała spadkowi stawek IRS.

W tym tygodniu kluczowa dla stawek IRS będzie publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce, która może doprowadzić do ich lekkiego wzrostu. Uważamy, że zaplanowana na ten tydzień publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa nie będzie miała istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą naszym zdaniem również dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa, indeks Conference Board) oraz strefy euro (wstępna inflacja). Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu

przez agencję S&P 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	4,64
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	3,93
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	4,19
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	-1,5	6,9	4,2	4,7	-2,7	3,6	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	-0,5	7,1	3,5	3,1	-3,0	3,2	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	6,7	9,0	4,9	5,8	-2,5	6,5	8,3	
Import (ceny stałe, %, r/r)	0,4	-18,0	-1,0	7,9	6,5	9,1	4,3	4,1	-4,1	5,8	8,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,8	-6,2	0,2	-1,7	-0,3	3,9	2,1	1,5	-1,7	1,8	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,8	-0,9	0,9	1,0	1,4	-1,6	0,6	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	1,7	0,4	0,5	0,7	0,6	1,3	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	2,7	3,9	3,5	3,3	3,4	3,3	2,4	
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	4,64	4,46	4,42	4,37	4,55	4,37	4,27	
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,73	3,93	3,81	3,71	3,64	3,73	3,64	3,44	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 29.03.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Marzec	-0,14		
Wtorek 30.03.2021 r.						
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	1,6	2,0	2,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Styczeń	1,3		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	91,3	98,0	96,0
Środa 31.03.2021 r.						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Marzec	50,6	51,4	51,0
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Marzec	2,4	2,9	2,8
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	0,9	1,4	1,3
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Marzec	117		550
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Marzec	59,5		60,3
Czwartek 01.04.2021 r.						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	50,9	51,3	51,0
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	53,4	55,5	55,4
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	66,6	66,6	66,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	62,4	62,4	62,4
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	684		680
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	59,0		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	60,8	61,0	61,2
Piątek 02.04.2021 r.						
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Luty	6,2	6,0	6,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Luty	379	650	655

* 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