

„Nadmiernie ostrożna ścieżka inflacyjna”?

Dziś w centrum uwagi:

- Nastroje inwestycyjne na rynkach poprawiły się** za sprawą wzmocnienia oczekiwań na ożywienie gospodarcze wobec szybkiego postępu w szczepieniach i dodatkowej stymulacji fiskalnej w USA. Po początkowych wzrostach indeks S&P zakończył sesję na minusie, o ponad 2% spadł Nasdaq. Zawirowania w notowaniach ropy naftowej były spowodowane przez atak na terminal w Arabii Saudyjskiej, który jednak ostatecznie nie miał wpływu na wydobycie. Indeksy akcyjne w Europie (DAX ponad 3% do góry) zwyżkowały dzięki zapowiedzi przyspieszenia szczepień. Mimo podwyższonego apetytu na ryzyko i dobrych wiadomości z frontu szczepień w Europie, kurs EURUSD dalej się osuwał i zakończył dzień w okolicy 1,185. EURPLN w trakcie sesji przekroczył 4,60.
- Dzisiejsze kalendarium danych makro nie zawiera publikacji o istotnym znaczeniu z punktu widzenia rynków finansowych.** Kolejny szacunek PKB ze strefy euro za 4q20 (prawdopodobne potwierdzenie spadku o 5% r/r) będzie po raz pierwszy zawierać szczegółową strukturę wzrostu. Z kolei dane o handlu zagranicznym z Niemiec za styczeń pokażą kondycję największego europejskiego eksportera na początku 2021. Dane CPI z Węgier za luty będą wskazówką co do trendów inflacyjnych w regionie.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- POL: Nasz tygodniowy wskaźnik aktywności gospodarki [PKO-PKB-T],** skorygowany o zaburzenia w międzynarodowych łańcuchach produkcji, w tygodniu zakończonym 6 marca utrzymał się w okolicach poziomu neutralnego. Indeks wskazuje nadal na lekką tendencję spadkową aktywności gospodarki, odzwierciedlając m.in. powrót restrykcji w niektórych regionach kraju oraz związane z tym obniżenie konsumpcji. Składowe zagraniczne wskaźnika potwierdzają lekkie ustępowanie efektów "wąskich gardeł" w przetwórstwie, co dobrze wróży wynikom eksporterów. Analogiczny do naszego wskaźnik Bundesbanku kontynuuje jednak na razie spadek.
- POL: Nowa projekcja NBP została znacznie zmieniona wobec poprzedniej projekcji z listopada,** uwzględniając m.in. działanie dwóch istotnych czynników kształtujących aktywność gospodarki: kolejną falę pandemii i silny popyt zewnętrzny. Ścieżki wzrostu PKB i inflacji CPI zostały podniesione względem projekcji z listopada (wykr. na str. 3). **Projekcja NBP wskazuje, że po słabym początku 2021 (wg NBP spadek PKB w 1q21 wyniesie -1,5% r/r), PKB powróci na ścieżkę wzrostową w 2q21, a ożywienie w 2021 ma być znacznie mocniejsze niż zakładano w listopadzie.** W strukturze wzrostu PKB widać wyraźnie przesunięcie w górę ścieżki inwestycji, przy zbliżonej do poprzedniej

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

[@PKO_Research](#)

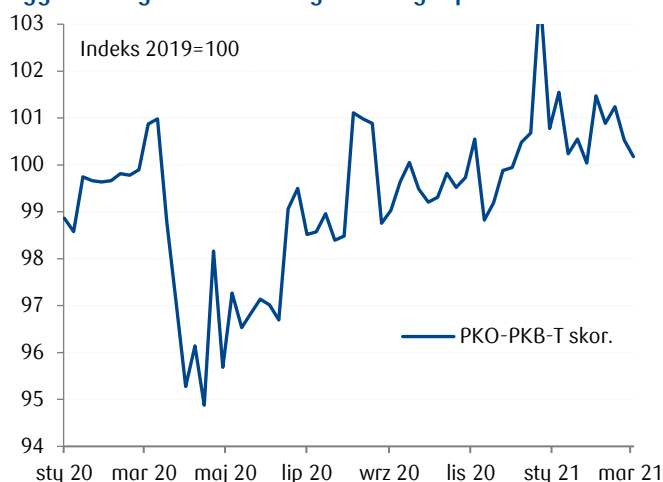
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

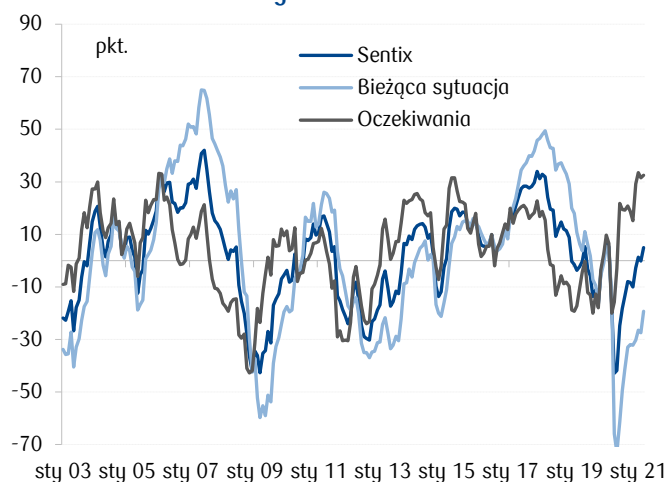
	Wartość 2021-03-08	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,5970	0,1
USDPLN	3,8767	0,5
CHFPLN	4,1431	0,1
GBPPLN	5,3654	0,7
EURUSD	1,1858	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	0,13	-3
PL5Y	0,90	-1
PL10Y	1,62	2
DE10Y	-0,28	3
US10Y	1,59	4
Indeksy akcyjne:		
WIG	58 332,3	1,2
DAX	14 380,9	3,3
S&P500	3 821,4	-0,5
Nikkei**	29 027,9	0,6
Shanghai Comp.	3 421,4	-2,3
Surowce:		
Złoto	1681,84	-0,8
Ropa Brent	68,98	-0,7

Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji.
**zamknięcie dnia bieżącego.

Tygodniowy wskaźnik aktywności gospodarki*



Indeks Sentix dla strefy euro



Źródło: PSE, Google Trends, Bloomberg, Macrobond, PKO Bank Polski. *z wyłączeniem cen frachtu i miedzi, które w ostatnich tygodniach odzwierciedlają nie tylko silny popyt, ale także zaburzenia podażowe.

ścieżce konsumpcji. Wpływ na to miało m.in. uwzględnienie środków z UE planowanych do wykorzystania w ramach Krajowego Planu Odbudowy. W kolejnych latach w projekcji założono, że dynamika PKB będzie stale przekraczać 5%, a w 2023 dynamika inwestycji będzie się utrzymywać powyżej 10% przez większą część roku.

W ocenie NBP inflacja CPI w 2021 pozostanie na lekko podwyższonym poziomie.

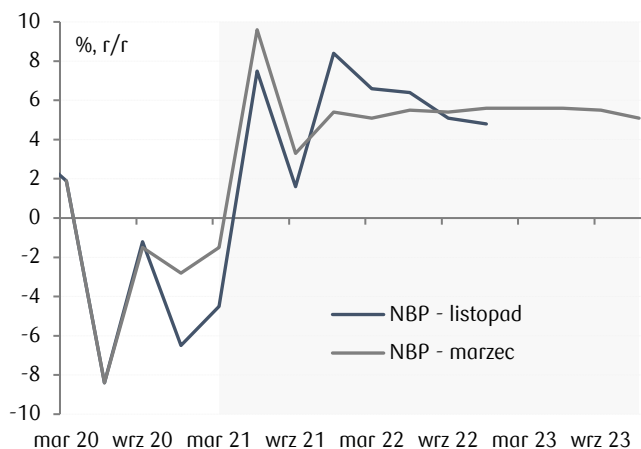
Głównym tego źródłem są czynniki egzogeniczne (ceny energii). Ich wpływ na inflację CPI wygasa w horyzoncie roku. Inflacja bazowa w scenariuszu projekcyjnym NBP będzie się obniżać w trakcie 2021, ze względu m.in. na opóźnione efekty pandemii tkwiące w ujemnej luce popytowej, wskazujące na brak istotnych impulsów inflacyjnych. **Inflacja CPI powróci na ścieżkę wzrostową dopiero w 4q22** wraz z dynamiką płac w okolicach 7% utrzymującą się od 2q21, która sprawi, że ujemna luka popytowa domknie się w połowie 2022. W całym horyzoncie projekcji inflacja pozostaje w dopuszczalnym przedziale wahań wokół celu inflacyjnego NBP.

W naszej ocenie szczegóły projekcji NBP potwierdziły, że poluzowanie polityki pieniężnej w obecnej sytuacji jest bardzo mało prawdopodobne. Ostatnie wypowiedzi Prezesa Głapińskiego wskazują na istotną rolę głównych banków centralnych w kształtowaniu przestrzeni dla polityki pieniężnej w Polsce. W tym kontekście oceniamy, że projekcja nie wskazuje na to, aby była konieczność zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP przynajmniej do końca 2022, nawet przy wzrostowej ścieżce inflacyjnej w trakcie 2023.

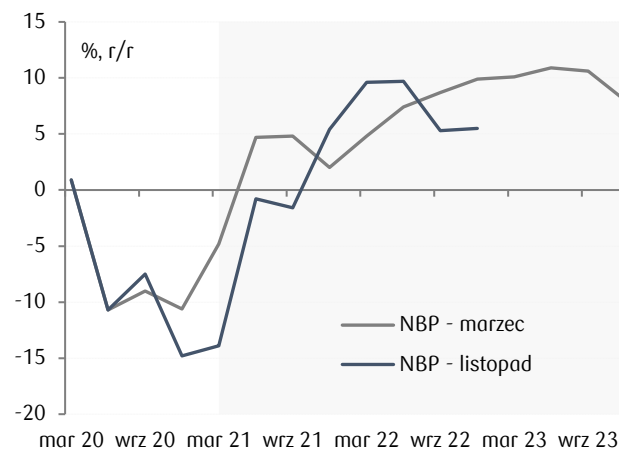
- **GER:** Dane o produkcji przemysłowej za styczeń wypadły słabo (po optymistycznych danych o nowych zamówieniach za styczeń opublikowanych w piątek). Produkcja spadła (dane surowe) o 10,3% r/r wobec +5,0% r/r w grudniu (po rewizji z 2,9%). Za odczytem mógł jednak stać efekt kalendarzowy (19 wobec 21 dni roboczych). W ujęciu m/m produkcja spadła o 2,5% wobec 1,9% w grudniu. Spadek odnotowano w przypadku towarów konsumpcyjnych i inwestycyjnych. Wzrost produkcji dóbr pośrednich odzwierciedla silny popyt zewnętrzny, wskazując że kolejne miesiące mogą przynieść powrót produkcji na ścieżkę wzrostu.
- **EUR:** Indeks **Sentix** w marcu wzrósł do 5,0 pkt. z -0,2 pkt. w lutym, osiągając najwyższy poziom od marca 2018. Wskaźnik pokazał, że przedłużające się lockdowny mają zaskakująco niewielki wpływ na nastroje inwestorów. Źródłem wzrostu była ocena bieżącej sytuacji, rosnąca do najwyższego poziomu od marca 2020.
- **POL:** **E.Łon** z RPP ocenił, że co najmniej do końca obecnej kadencji RPP nie będzie potrzeby podwyżki stop procentowych. Jego zdaniem, należy nadal starać się minimalizować koszty obsługi długu publicznego, a zaostrzenie polityki pieniężnej mogłoby doprowadzić do przyspieszenia procesu wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych, a poza tym mogłoby też zwiększyć prawdopodobieństwo istotnego i szybkiego umocnienia złotego, co mogłoby wywrzeć negatywny wpływ na rentowność eksportu.
- **POL:** **E.Gatnar** z RPP ocenił, że w obecnej kadencji RPP raczej nie ma szans na podwyżki stóp procentowych. Jego zdaniem marcową projekcja NBP pokazuje nadmiernie ostrożną ścieżkę inflacyjną.
- **POL:** **Ruch samochodów ciężarowych** na drogach krajowych w tygodniu 1-7 marca wzrósł o 7% r/r. Według danych GDDKiA natężenie ruchu ciężkiego było o 1% wyższe niż tydzień wcześniej. Dane sugerują utrzymanie wysokiej aktywności w krajowym sektorze wytwórczym.

Główne parametry makroekonomiczne w projekcji NBP

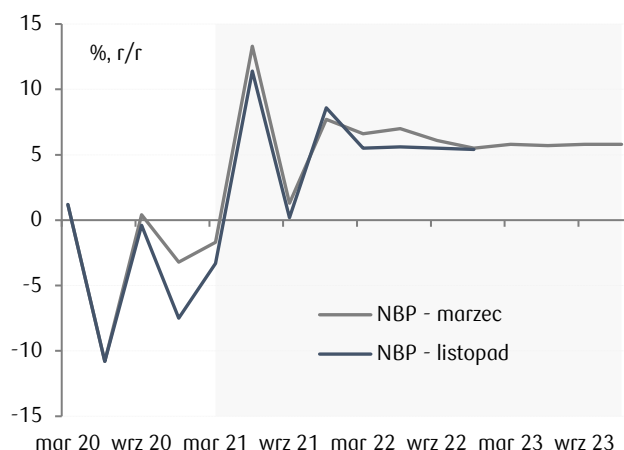
1. PKB



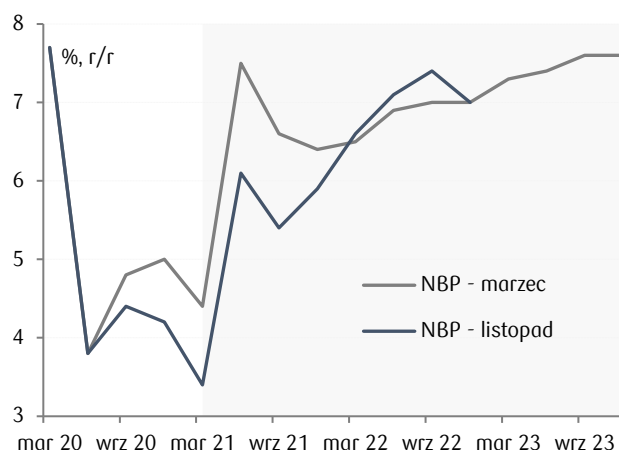
2. Inwestycje



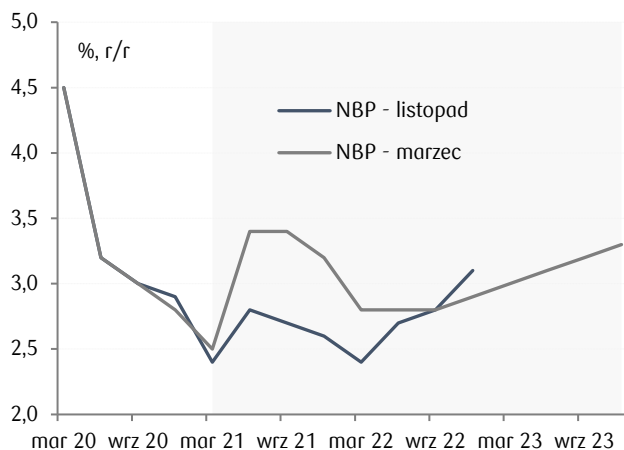
3. Konsumpcja prywatna



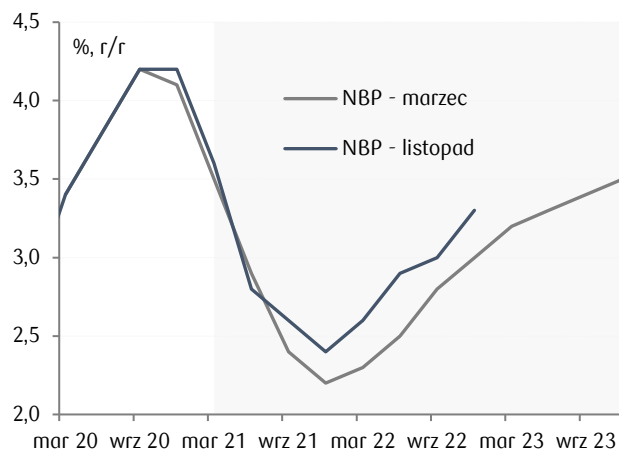
4. Płace



5. Inflacja CPI



6. Inflacja bazowa



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 5 marca						
GER: Zamówienia fabryczne (sty)	8:00	% m/m	-2,2	1,0	--	1,4
POL: Minutes RPP (lut)	14:00	--	--	--	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lut)	14:30	% r/r	5,3	5,3	--	5,3
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lut)	14:30	tys.	166	198	--	379
USA: Stopa bezrobocia (lut)	14:30	%	6,3	6,3	--	6,2
USA: Bilans handlowy (sty)	14:30	mld USD	-67	-67,5	--	-68,2
Poniedziałek, 8 marca						
GER: Produkcja przemysłowa (sty)	8:00	% m/m	1,9	0,2	--	-2,5
GER: Produkcja przemysłowa (sty)	8:00	% r/r	-1,0	0,8	--	-3,9
EUR: Indeks Sentix (mar)	10:30	pkt.	-0,2	1,0	--	5,0
Wtorek, 9 marca						
GER: Bilans handlowy (sty)	8:00	mld EUR	14,8	15,7	--	--
GER: Eksport (sty)	8:00	% m/m	0,1	-1,8	--	--
GER: Import (sty)	8:00	% m/m	-0,1	-1,9	--	--
HUN: Inflacja CPI (lut)	9:00	% r/r	2,7	3,0	--	--
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	-4,3	-5,0	--	--
Środa, 10 marca						
CHN: Inflacja CPI (lut)	2:30	% r/r	-0,3	-0,3	--	--
CHN: Inflacja PPI (lut)	2:30	% r/r	0,3	1,4	--	--
CZE: Inflacja CPI (lut)	9:00	% r/r	2,2	2,2	--	--
USA: Inflacja CPI (lut)	14:30	% r/r	1,4	1,7	--	--
USA: Inflacja bazowa (lut)	14:30	% r/r	1,4	1,4	--	--
Czwartek, 11 marca						
EUR: Stopa refinansowa EBC	13:45	%	0,00	0,00	0,00	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	13:45	%	-0,50	-0,50	-0,50	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	745	725	--	--
USA: Raport JOLTS (sty)	16:00	tys.	6,646	6,6	--	--
Piątek, 12 marca						
GER: Inflacja CPI (lut, rew.)	8:00	% r/r	1,0	1,3	--	--
GER: Inflacja HICP (lut, rew.)	8:00	% r/r	1,6	1,6	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (sty)	11:00	% r/r	-0,8	-2,2	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar, wst.)	16:00	pkt.	76,8	78	--	--

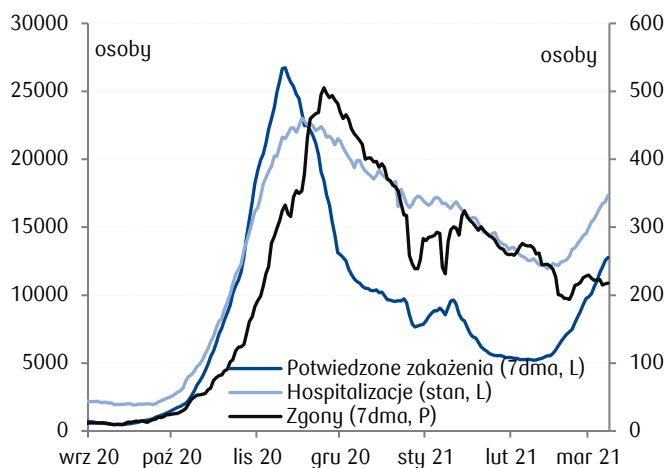
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-03-08	-1D	-7D	-28D
Chorzy					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	6 170	13 574	4 786	2 431
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	12 759	12 561	9 873	5 257
Aktualnie chorzy (stan)	os.	261 683	267 061	237 118	200 698
Zajęte łóżka	szt.	17 337	16 861	14 929	12 559
Hospitalizowani/chorzy	%	6,6	6,3	6,3	6,3
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	64,4	62,7	57,1	57,1
Zajęte respiratory	szt.	1 838	1 769	1 509	1 326
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	10,6	10,5	10,1	10,6
Zajęte/dostępne respiratory	%	69,6	67,0	58,3	49,3
Testy					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	31 747	49 997	26 770	21 067
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	54 153	53 442	48 898	38 783
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	23,6	23,5	20,2	13,6
Działania antyepidemiczne					
Osoby na kwarantannie	os.	219 104	227 998	171 656	129 751
Osoby na kwarantannie/chorzy	szt.	0,8	0,9	0,7	0,6
Zgony					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	32	126	24	45
Średnia dzienna z 7 dni	os.	218	217	229	273
Śmiertelność łączna	%	2,5	2,5	2,6	2,5
Śmiertelność bieżąca*	%	3,5	3,6	4,1	3,7

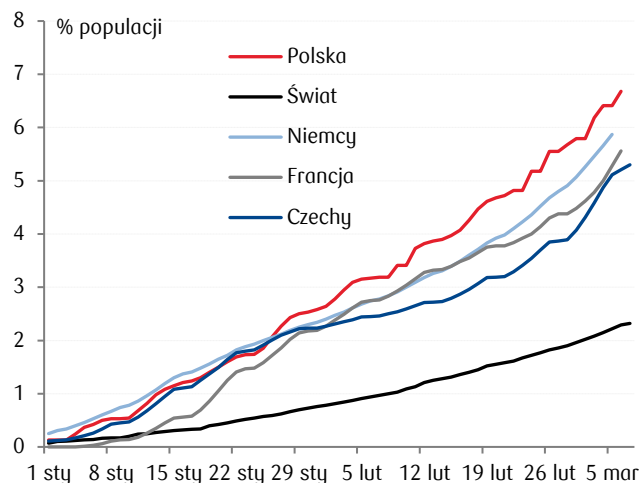
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. *Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

Liczba nowych zakażeń, hospitalizacji i zgonów



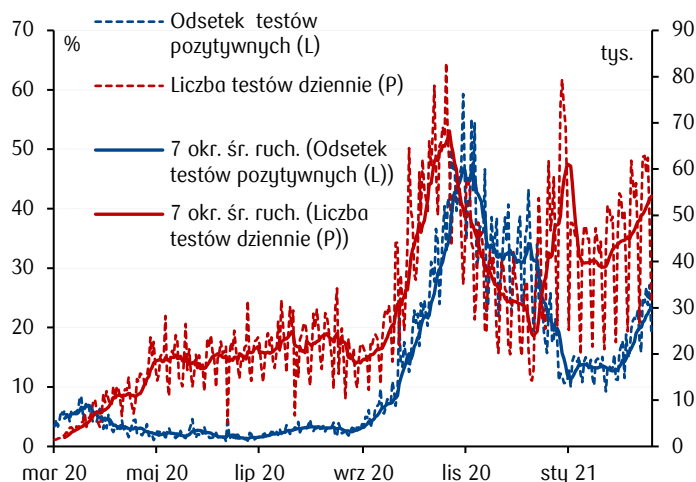
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

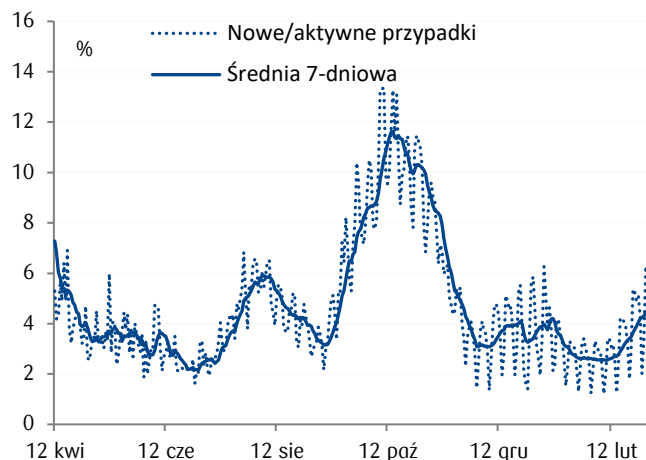


Przegląd sytuacji epidemicznej

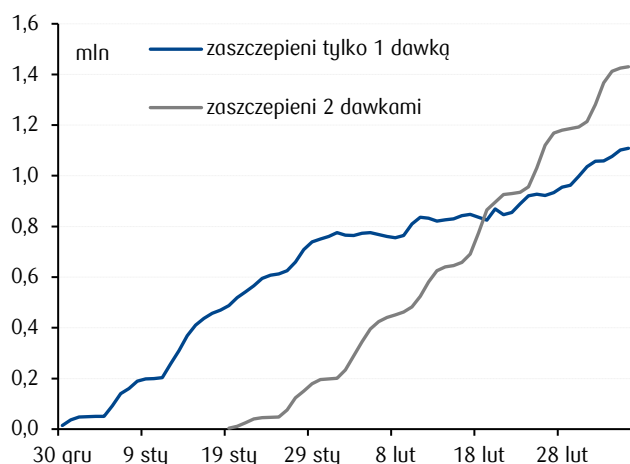
Proces testowania w Polsce



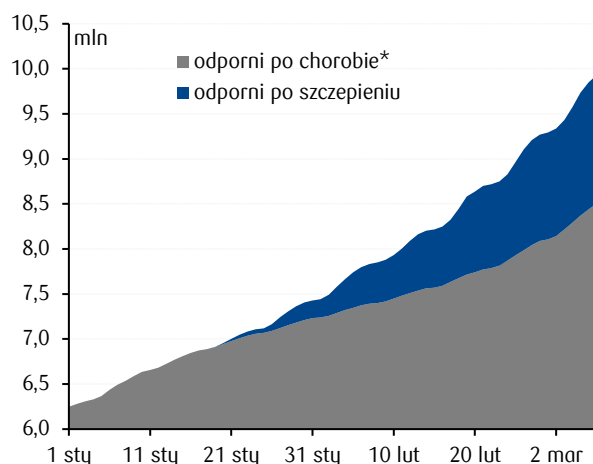
Dynamika zakażeń w Polsce



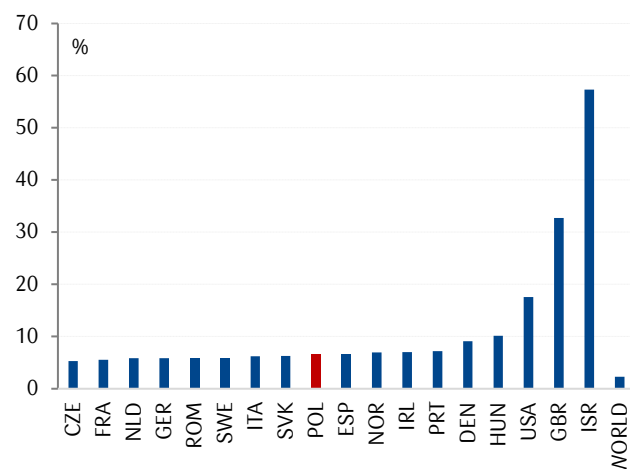
Program szczepień w Polsce



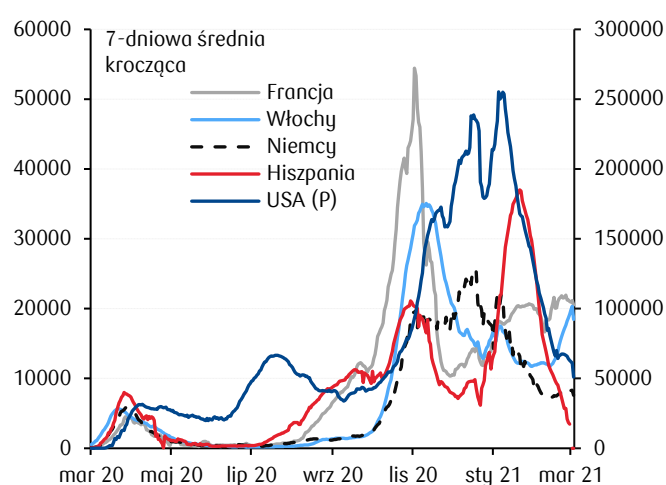
„Odporni” na Covid-19



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



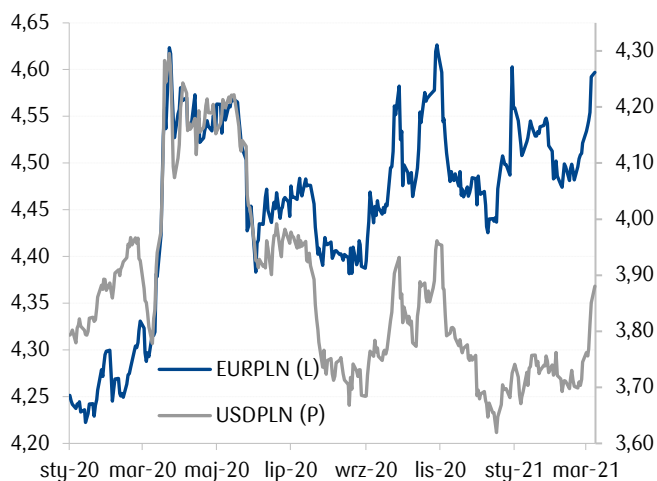
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski, *zakładamy utrzymanie się odporności przez 6m od zachorowania i 5-krotnie więcej zachorowań niż liczba potwierdzonych nowych przypadków.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

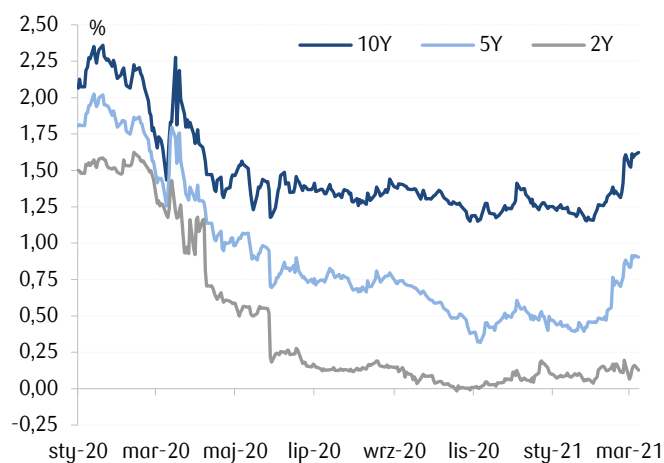
		Wartość 2021-03-08	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,5970	0,1	1,4	2,7	6,5	9,6
	USDPLN	3,8767	0,5	3,0	4,3	1,9	13,9
	CHFPLN	4,1431	0,1	0,6	0,2	1,7	15,6
	GBPPLN	5,3654	0,7	2,4	5,1	8,7	13,7
	EURUSD	1,1858	-0,4	-1,6	-1,6	4,5	-3,7
	EURCHF	1,1096	0,0	0,8	2,4	4,8	-5,2
	GBPUSD	1,3813	-0,1	-0,9	0,5	6,8	-0,4
	USDJPY	108,86	0,6	2,1	3,5	4,9	1,8
	EURCZK	26,40	0,2	1,1	2,7	3,0	3,7
	EURHUF	367,70	0,0	1,0	2,6	9,6	17,9
Obligacje	PL2Y	0,13	-3	6	-3	-105	-146
	PL5Y	0,90	-1	7	43	-44	-161
	PL10Y	1,62	2	9	37	8	-167
	DE2Y	-0,68	1	1	2	27	-13
	DE5Y	-0,60	2	4	9	35	-63
	DE10Y	-0,28	3	6	17	52	-93
	US2Y	0,16	2	4	5	-32	-210
	US5Y	0,85	6	14	38	24	-180
	US10Y	1,59	4	15	43	84	-130
Akcje	WIG	58 332,3	1,2	0,6	1,6	29,5	-5,4
	WIG20	1 965,3	1,3	0,8	0,7	22,9	-16,5
	S&P500	3 821,4	-0,5	-2,1	-2,4	32,6	37,1
	NASDAQ100	12 299,1	-2,9	-7,4	-10,2	46,9	73,2
	Shanghai Composite	3 421,4	-2,3	-3,7	-3,1	14,2	3,5
	Nikkei**	29 027,9	0,6	-2,1	-1,2	46,1	35,2
	DAX	14 380,9	3,3	2,6	2,3	37,3	16,5
	VIX	25,47	3,3	9,1	19,9	-46,2	74,0
Surowce	Ropa Brent	69,0	-0,7	6,1	13,7	87,7	5,4
	Ropa WTI	65,1	-1,6	7,3	12,3	89,3	5,0
	Złoto	1681,8	-0,8	-3,3	-8,4	1,7	27,2

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

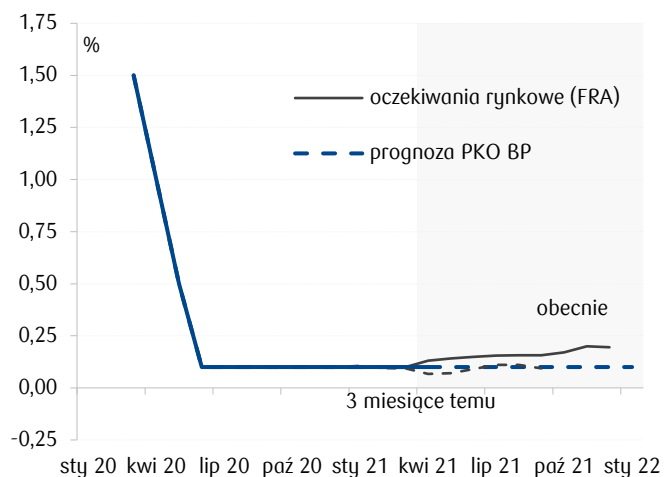
Notowania złotego wobec głównych walut



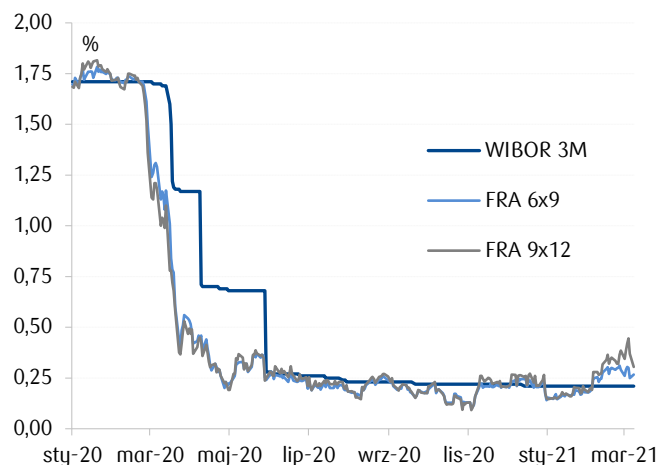
Rentowności polskich obligacji skarbowych



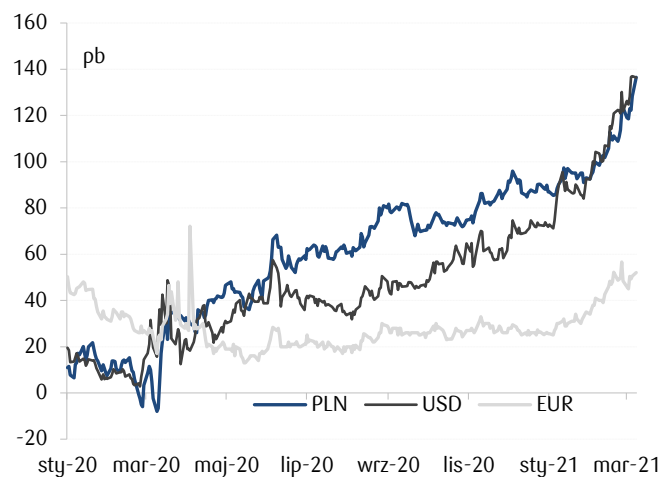
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



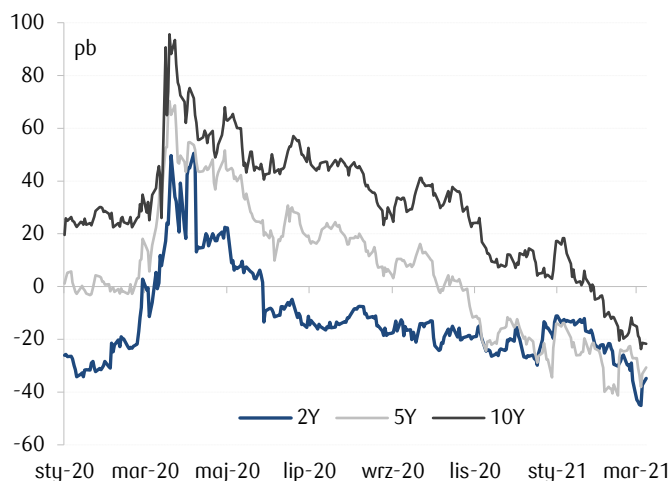
Krótkoterminowe stopy procentowe



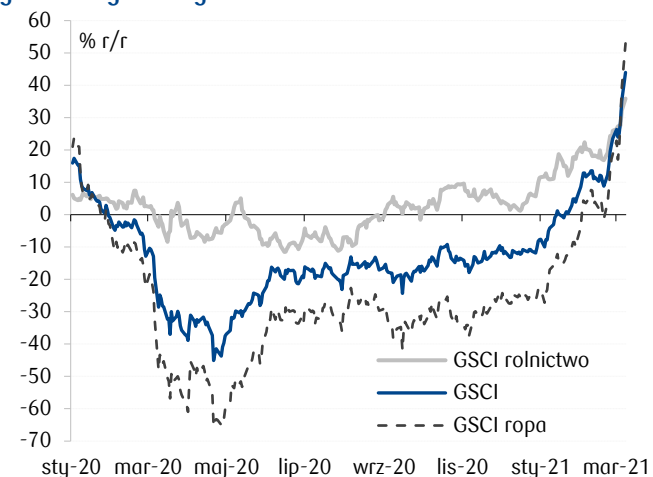
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



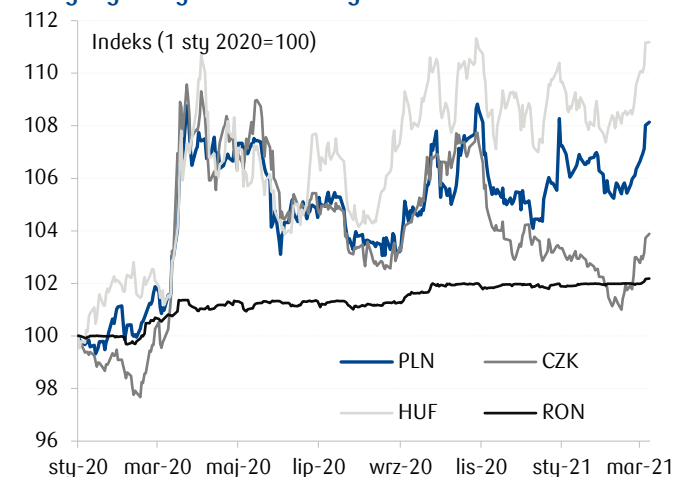
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne. *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Zespół Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	marcin.czaplicki@pkobp.pl	22 521 54 50
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r., uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.