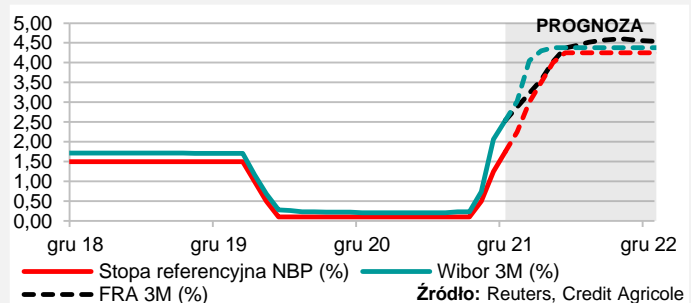
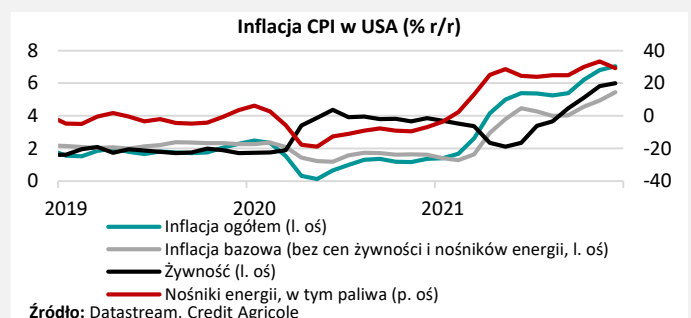


## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na wtorek posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP podniesie stopę procentową o 75pb do 3,00%. Wsparciem dla scenariusza zacieśnienia polityki pieniężnej są m.in. ubiegotygodniowe wypowiedzi prezesa NBP, którego zdaniem kurs złotego powinien się umocnić. Trzy tygodnie temu, A. Glapiński stwierdził również, że stopy procentowe powinny wzrosnąć bardziej niż wówczas oczekiwał tego rynek (por. MAKROmapa z 24.01.2022). Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu będzie skonstruowana w taki sposób, aby nie osłabił on znacząco oczekiwań na dalsze podwyżki stóp, które zostaną uzależnione od perspektyw kształtowania się wzrostu gospodarczego i inflacji. Prognozowana przez nas skala podwyżki stóp na posiedzeniu w tym tygodniu (75 pb) jest większa od oczekiwań rynkowych (50 pb). Materializacja naszej prognozy będzie oddziaływała w kierunku umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji na krótkim końcu krzywej.



**W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w styczniu do 7,3% r/r wobec 7,1% w listopadzie, do czego przyczynił się silny wzrost inflacji bazowej. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zwiększyła się nieznacznie do 68,5 pkt. w lutym wobec 67,2 pkt. w grudniu, co będzie odzwierciedlać słabnący negatywny wpływ sytuacji epidemicznej na nastroje konsumenckie. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz dane z USA nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.



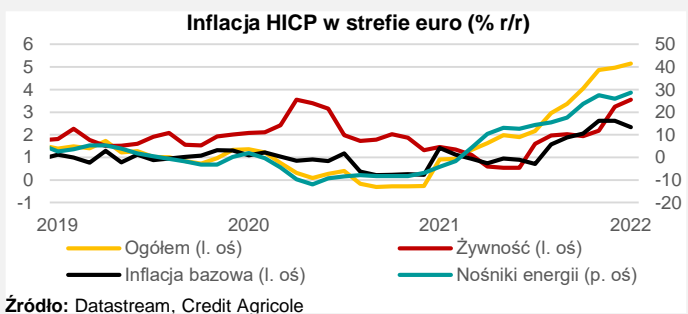
**W ostatnich dniach poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w grudniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,3% w listopadzie, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (+0,4%). W efekcie produkcja przemysłowa w Niemczech ukształtowała się w grudniu na poziomie o 11,0% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). Niższa dynamika produkcji przemysłowej wynikała ze zmniejszenia dynamiki produkcji w budownictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w przetwórstwie i energetyce. W danych na uwagę zasługuje również utrzymujący się od 4 miesięcy wzrost produkcji w kategorii „produkcja pojazdów silnikowych, przyczep i naczep”. Jest to dział, który został szczególnie dotknięty przez bariery podażowe, stąd utrzymujący się wzrost produkcji w tej kategorii wskazuje naszym zdaniem na zmniejszające się bariery podażowe. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane nt. zamówień w niemieckim przetwórstwie, które zwiększyły się w grudniu o 2,8% wobec wzrostu o 3,6% w listopadzie i tym samym ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku (0,5%). Źródłem wyższych zamówień były zwiększone zamówienia krajowe, podczas gdy zamówienia eksportowe obniżyły się. Spadek zamówień zagranicznych został odnotowany zarówno w przypadku strefy euro, jak i krajów spoza obszaru wspólnej waluty. Uwzględniając strukturę branżową, relatywnie silny wzrost zamówień utrzymuje się w przypadku firm produkujących elektronikę, wyroby farmaceutyczne oraz chemikalia, podczas

gdy zamówienia w branży motoryzacyjnej obniżyły się. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą niemiecki PKB zwiększy się w I kw. o 1,3% kw/kw wobec spadku o 0,7% w IV kw. 2021 r.

## W zeszłym tygodniu

➤ **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%). Niezmienione pozostały również pozostałe parametry polityki pieniężnej EBC, w tym utrzymana została zapowiedź o zakończeniu programu PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) w marcu br. oraz reinwestowaniu środków z zapadających aktywów skupionych w ramach programu przynajmniej do końca 2024 r. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde dała do zrozumienia, że Rada Prezesów EBC jest zaniepokojona silnym wzrostem inflacji (patrz niżej). Jednocześnie zapowiedziała, że marcowa projekcja inflacji zostanie silnie zrewidowana w górę względem projekcji grudniowej. Podkreśliła również, że najbliższe projekcje inflacji (marcowa i czerwcowe) będą kluczowe z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej EBC. Dała w ten sposób do zrozumienia, że EBC w oparciu o wyniki projekcji uwzględniających zrewidowaną w górę ścieżkę inflacji dokona kalibracji swojej polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę jastrzębi wydzwięk konferencji po posiedzeniu EBC jak również naszą prognozę inflacji w strefie euro (patrz poniżej) zrewidowaliśmy w górę nasz scenariusz polityki pieniężnej EBC. Obecnie w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że EBC w grudniu br. zakończy program luzowania ilościowego APP (Asset Purchase Programme), co stworzy przestrzeń do pierwszej podwyżki stóp procentowych o 10pb w marcu 2023 r. Dopuszczamy jednak również scenariusz alternatywny, zgodnie z którym EBC zakończy program APP już we wrześniu br. i dokona pierwszej podwyżki stóp procentowych w grudniu br.

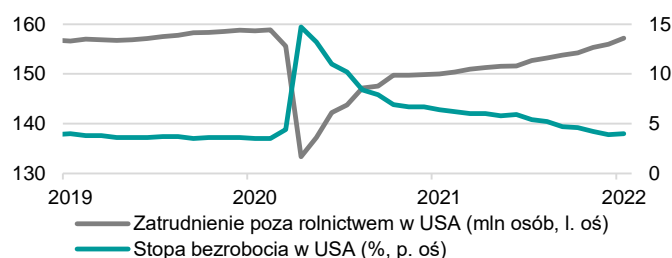
➤ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w styczniu do 5,1% r/r wobec 5,0% w grudniu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (4,4%) i naszej prognozy (4,9%).** Tym samym inflacja w strefie euro osiągnęła nowy najwyższy poziom w historii. Wzrost inflacji



wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii oraz żywności, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa inflacja bazowa, która obniżyła się w styczniu do 2,3% r/r wobec 2,6% w grudniu. Uważamy, że inflacja w strefie euro osiągnie w I kw. br. swoje maksimum i w kolejnych kwartałach będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym. Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem oczekujemy, że w całym 2022 r. wyniesie ona 4,6% r/r wobec 2,6% w 2021 r., a w 2023 r. spadnie ona do 1,6%. Uważamy, że inflacja w strefie euro spadnie poniżej poziomu 3% r/r dopiero pod koniec 2022 r.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w styczniu o 457 tys. wobec wzrostu o 510 tys. w grudniu (rewizja w górę ze 199 tys.) i ukształtowało się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 150 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w turystyce i rekreacji (+151,0 tys.), usługach biznesowych (+86,0 tys.) oraz handlu detalicznym (61,4 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w styczniu do 4,0% wobec 3,9% w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (3,9%). Wzrost

stopy bezrobocia wynikał z silniejszego wzrostu zasobu siły roboczej od zatrudnienia. Wskazuje to, że ze względu na poprawiającą się sytuację na rynku pracy część osób, dotąd nieaktywnych zawodowo, decyduje się wejść na rynek pracy. W konsekwencji, współczynnik



Źródło: Datastream, Credit Agricole

zawodowej zwiększył się w styczniu do 62,2% wobec 61,9% w grudniu, a tym samym znajduje się już coraz bliżej poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii (ok. 63,3%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy również liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która zmniejszyła się do 238 tys. wobec 261 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (245 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków zmniejszyła się z 1,7 mln do 1,6 mln. Warto zauważyć, że są to wartości zbliżone do tych odnotowywanych bezpośrednio przed wybuchem pandemii. Ubiegłotygodniowe dane wskazują tym samym, że amerykański rynek pracy znajduje się już blisko równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w styczniu do 57,6 pkt. wobec 58,8 pkt. w grudniu i ukształtował się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (57,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla czasu dostaw, zapasów, bieżącej produkcji i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższy wkład składowych dla zatrudnienia. W danych na szczególną uwagę zasługuje ponowne przyspieszenie tempa wzrostu cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, podczas gdy w poprzednich dwóch miesiącach obserwowanych był jego spadek. Tym samym, choć w ostatnich miesiącach napłynęło wiele sygnałów wskazujących na stopniowe zmniejszanie się barier podażowych (m.in. z Niemiec i Chin), pozostają one istotnym czynnikiem ograniczającym aktywność w przetwórstwie. Spadek odnotował również indeks ISM dla usług, który zmniejszył się w styczniu do 59,9 pkt. wobec 62,3 pkt. w grudniu. Struktura danych wskazuje, że głównym źródłem słabszych nastrojów w sektorze usług było pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA (por. COVID Dashboard). Uwzględniając bardzo dobre dane z amerykańskiego rynku pracy, a także ostatnią zmianę retoryki Rezerwy Federalnej na bardziej jastrzębią (por. MAKROmapa z 31.01.2022) zrewidowaliśmy w górę nasz scenariusz stóp procentowych w USA. Obecnie oczekujemy, że Fed dokona w 2022 r. podwyżek stóp procentowych o łącznej skali 100pb, a pierwsza podwyżka nastąpi w marcu (wcześniej oczekiwaliśmy podwyżek stóp procentowych w skali 75pb z pierwszą podwyżką w II kw.).

- ▬ **PKB w Polsce zwiększył się w 2021 r. o 5,7% wobec spadku o 2,5% w 2020 r. co było zgodne z naszą prognozą i powyżej oczekiwań rynkowych (5,5%).** Dane o PKB odzwierciedlają wzrost aktywności gospodarczej napędzany m.in. przez realizację odłożonego popytu przez gospodarstwa domowe i ożywienie w światowym handlu. Jednocześnie dynamika wzrostu gospodarczego w ub. r. była podbijana przez efekty niskiej bazy związane z wybuchem pandemii COVID-19 w 2020 r. (por. MAKROpuls z 31.01.2022). Na podstawie opublikowanych przez GUS danych oszacowaliśmy, że w IV kw. ub.r. realna dynamika PKB ukształtowała się na poziomie 7,2% r/r wobec 5,3% w III kw. W kierunku zwiększenia dynamiki wzrostu gospodarczego oddziaływały wyższe wkłady konsumpcji prywatnej, zapasów oraz inwestycji, podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład eksportu netto. Uważamy, że szybki wzrost gospodarczy w IV kw. będzie czynnikiem podbijającym średnioroczną dynamikę PKB w 2022 r. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2022 r. (4,3%) związane z wyraźnie niższą od naszych oczekiwań dynamiką inwestycji w IV kw. 2021 r., jak również przedłużającym się sporem na linii UE-Polska, który opóźnia uruchomienie Krajowego Planu Odbudowy.
- ▬ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w styczniu do 54,5 pkt. wobec 56,1 pkt. w grudniu, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (56,4 pkt.) i nieznacznie**

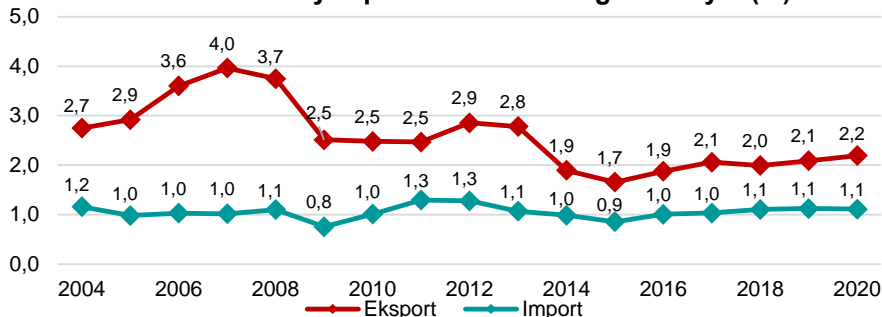
**poniżej naszej prognozy (54,9 pkt.).** Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę dalsze wydłużenie czasu dostaw przy jednoczesnym przyspieszeniu wzrostu cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, jak również dóbr finalnych. Taka struktura danych świadczy o narastaniu barier podażowych, które pozostają czynnikiem ograniczającym aktywność w polskim przetwórstwie. Jednocześnie stanowi ona pewne zaskoczenie w świetle opublikowanych dwa tygodnie temu wyników badań koniunktury w strefie euro, które wskazywały na zmniejszające się bariery podażowe (por. MAKROmapa z 31.01.2022). W danych warto zwrócić również uwagę na spadek indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, który ukształtował się w styczniu br. na najniższym poziomie od listopada 2020 r. Zgodnie z raportem pogorszenie oczekiwań dotyczących przyszłej produkcji wynika przede wszystkim z narastającej presji kosztowej, z jaką zmagają się ankietowane firmy. W warunkach rosnących kosztów operacyjnych firmy stają przed koniecznością podnoszenia cen swoich finalnych produktów, co może być negatywne dla ich konkurencyjności (por. MAKROpuls z 01.02.2022). Uwzględniając dane napływające ze strefy euro, Chin oraz USA wskazujące na stopniowe zmniejszanie się barier podażowych uważamy, że w najbliższych miesiącach znajdą one odzwierciedlenie również w wyższej aktywności w polskim przetwórstwie. Nie zmienia to jednak naszej prognozy zakładającej wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w Polsce w I kw. br. (do 4,4% r/r wobec szacowanych przez nas 7,2% w IV kw.).

**Zrewidowaliśmy nasze prognozy PKB (por. tabela kwartalna).** Średnioroczne tempa wzrostu gospodarczego w 2022 r. i 2021 r. pozostały bez zmian (odpowiednio 4,3% i 4,0%). Korekcie natomiast uległa struktura wzrostu, co jest powiązane z publikacją wstępnych danych o PKB za 2021 r. (patrz poniżej). Implikowana dynamika inwestycji ogółem w IV kw. 2021 r. okazała się znacząco niższa od naszych oczekiwań, co z poprzez niższy punkt startowy przyczyniło się do obniżenia ścieżki nakładów również w całym 2022 r. Ponadto, napływające w ostatnim czasie informacje (m.in. ponowne uruchomienie Izby Dyscyplinarnej Sądu Najwyższego) wskazują na zaostrzenie sporu na linii Polska-UE. Ogłoszona w ubiegłym tygodniu inicjatywa ustawodawcza prezydenta A. Dudy, zmierzająca do rozwiązania kwestii Izby Dyscyplinarnej, została chłodno przyjęta przez przedstawicieli Zjednoczonej Prawicy, co jest kolejnym sygnałem wskazującym na niskie prawdopodobieństwo szybkiego zakończenia sporu prawnego pomiędzy Polską i UE oraz związanego z tym odblokowania Krajowego Planu Odbudowy. Tym samym przyjęliśmy założenie, że znaczące środki w ramach KPO nie napłyną do Polski w 2022 r., co przyczyniło się do obniżenia tempa wzrostu inwestycji w II poł. br. w porównaniu z naszą dotychczasową prognozą. Jednocześnie podnieśliśmy naszą prognozę konsumpcji. Dane o wydatkach kartami płatniczymi klientów naszego banku wskazują na silny popyt gospodarstw domowych utrzymujący się pomimo wysokiej inflacji i pogorszenia nastrojów konsumenckich. W horyzoncie kilku kwartałów wsparciem dla spożycia prywatnego będzie poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, w tym szybki wzrost wynagrodzeń.

## Jak silne są powiązania handlowe Polski z Ukrainą?

Utrzymujące się napięcia na linii Ukraina-Rosja oraz rosnące ryzyko konfliktu militarnego pomiędzy tymi krajami oddziałują w kierunku podwyższonej awersji do ryzyka, co ma negatywny wpływ na wycenę aktywów rynków wschodzących, w tym Polski. Jest to jeden z czynników ograniczający potencjał złotego do umocnienia się, pomimo stopniowego zacieśniania krajowej polityki pieniężnej. Konsekwencje hipotetycznego scenariusza konfliktu militarnego pomiędzy Rosją i Ukrainą nie ograniczyłyby się jednak tylko do kanału rynków finansowych, ale miałyby również negatywny wpływ

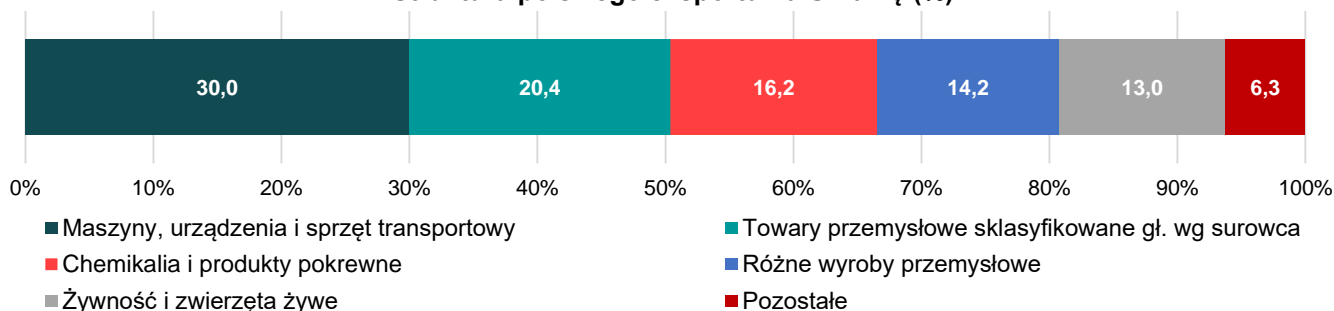
na realną sferę polskiej gospodarki. Poniżej przedstawiamy te uwarunkowania, skupiając się na powiązaniach Polski i Ukrainy w handlu zagranicznym.

**Udział Ukrainy w polskim handlu zagranicznym (%)**


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

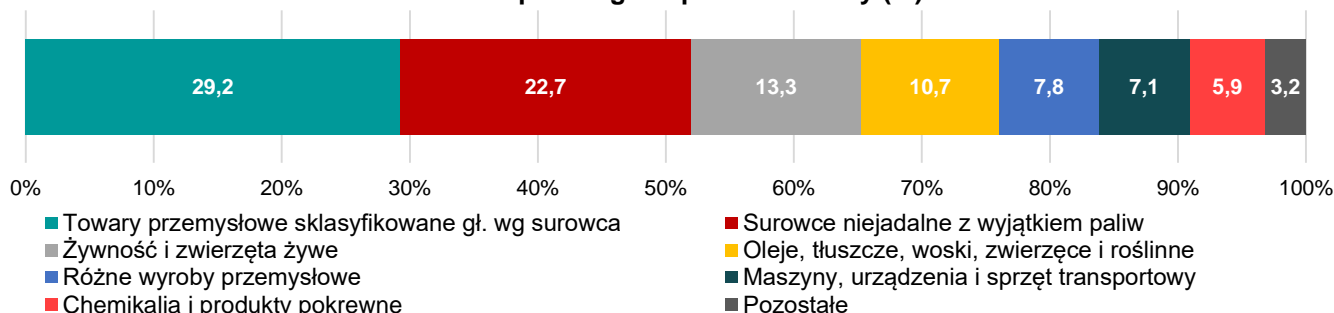
EUR, por. wykres).

Zgodnie z danymi Eurostatu, Ukraina jest czternastym największym odbiorcą towarów eksportowanych z Polski. Jednocześnie zajmuje ona osiemnaste miejsce pod względem wartości towarów importowanych do Polski. Udziały wymiany handlowej Polski z Ukrainą w całości eksportu i importu towarów są ograniczone i wynoszą odpowiednio 2,19% i 1,11% (5,2 mld EUR i 2,5 mld

**Struktura polskiego eksportu na Ukrainę (%)**


Source: Eurostat, Credit Agricole

Polski eksport na Ukrainę stanowią „maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy” (30% całości), „towary przemysłowe sklasyfikowane głównie według surowca” (czyli głównie przetworzone surowce i materiały, 20,4%), „chemikalia i produkty pokrewne” (16,2%), „różne wyroby przemysłowe” (14,2%) i „żywność i zwierzęta żywe” (13,0%). Tylko w przypadku „olejów, tłuszczów, wosków zwierzęcych i roślinnych” i „chemikaliów i produktów pośrednich” Ukraina jest ważnym (na tle innych krajów świata) odbiorcą polskiego eksportu. Eksport do Ukrainy to odpowiednio 5,1% i 3,7% łącznego eksportu Polski w ramach tych kategorii. W przypadku pozostałych grup produktowych odsetki te są niewielkie i nie przekraczają 3% łącznego eksportu z Polski w danej kategorii.

**Struktura polskiego importu z Ukrainy (%)**


Source: Eurostat, Credit Agricole

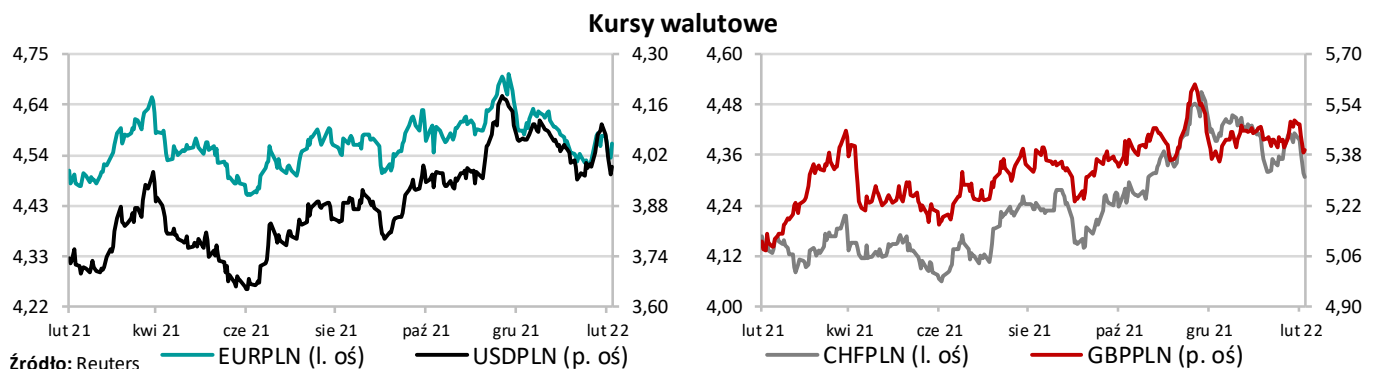
Struktura polskiego importu z Ukrainy jest również mocno zróżnicowana. Największą jego część stanowią „towary przemysłowe sklasyfikowane głównie według surowca” (29,2%). Za około jedną czwartą odpowiadają „surowce niejadalne z wyjątkiem paliw”. Kategorie takie jak „żywność i zwierzęta żywe”,

„oleje, tłuszcze, woski zwierzęce i roślinne”, „różne wyroby przemysłowe” oraz „chemikalia i produkty pokrewne” odpowiadają pojedynczo za ok. 10% całkowitego importu towarów z Ukrainy do Polski. W przypadku większości kategorii Ukraina nie jest kluczowym dostawcą towarów do Polski – odpowiada za mniej niż 2% łącznego importu w ramach poszczególnych grup produktowych. Jest ona jednak ważnym partnerem handlowym w przypadku dwóch kategorii. W przypadku „olejów, tłuszczów, wosków zwierzęcych i roślinnych” Ukraina dostarcza 25,8% łącznej wartości produktów importowanych przez Polskę w ramach tej grupy produktowej, a w przypadku „surowców niejadalnych, z wyjątkiem paliw” (czyli głównie surowców i materiałów wykorzystywanych w procesie produkcji) odsetek ten wynosi 9,0%. Jeżeli chodzi o tę pierwszą kategorię w polskim imporcie z Ukrainy dominują oleje roślinne m.in. olej słonecznikowy, sojowy i rzepakowy. W przypadku tej drugiej kategorii ponad 60% wartości polskiego importu stanowią rudy metali i złom metalowy.

W świetle przedstawionych powyżej danych, należy zauważyć, że potencjalny konflikt militarny na linii Rosja-Ukraina, który mógłby prowadzić do zmniejszenia wymiany handlowej Polski z Ukrainą miałby ograniczony wpływ na sytuację gospodarczą w Polsce. Nawet całkowite wygaśnięcie eksportu towarów z Polski na Ukrainę obniżyłoby bowiem dynamikę PKB w Polsce o 1,0 pkt. proc. w pierwszym roku od wystąpienia szoku. Wpływ ten został oszacowany w sposób uproszczony jako relacja eksportu z Polski do Ukrainy i polskiego PKB, a tym samym jest on zawyżony. Należy pamiętać, że jednocześnie mielibyśmy również do czynienia ze spadkiem importu, co ograniczałoby negatywny wpływ zmniejszenia eksportu na wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Ponadto, obserwowalibyśmy również reorientację geograficzną eksportu.

Ewentualne zakłócenia w dostawach importowanych towarów mogłyby być dotkliwe tylko w przypadku wspomnianych wyżej dwóch kategorii - „olejów, tłuszczów, wosków zwierzęcych i roślinnych” i „surowców niejadalnych, z wyjątkiem paliw”. W przypadku pozostałych grup produktowych Polska mogłaby relatywnie łatwo zastąpić Ukrainę innym dostawcą. Eskalacja konfliktu na linii Rosja-Ukraina pozostaje jednak czynnikiem ryzyka w dół dla prognozy tempa wzrostu gospodarczego w br. (4,3% r/r) i ryzyka w górę dla prognozy kursu EURPLN (4,50 na koniec 2022 r.). Warto jednak podkreślić, że struktura polskiego importu z Ukrainy nie odzwierciedla znaczenia Ukrainy w światowym rynku żywności. Zarówno Ukraina jak i Rosją są znaczącymi eksporterami zbóż i roślin oleistych. W konsekwencji konflikt pomiędzy tymi krajami i związane z nim ewentualne straty w produkcji oraz utrudnienia logistyczne oddziaływałyby w kierunku wzrostu cen zbóż i roślin oleistych na światowym rynku. Tym samym stanowiłoby to ryzyko w górę dla naszej ścieżki cen żywności.

## Decyzja RPP może umocnić złotego



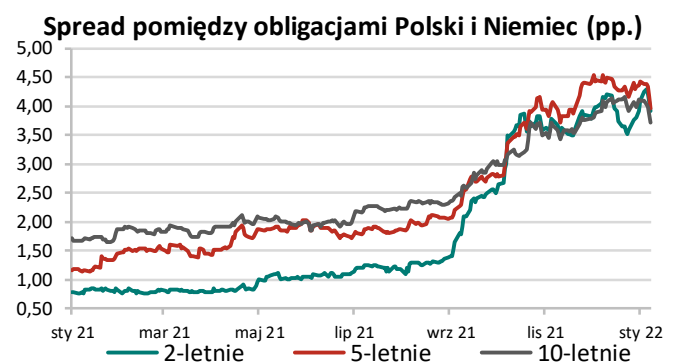
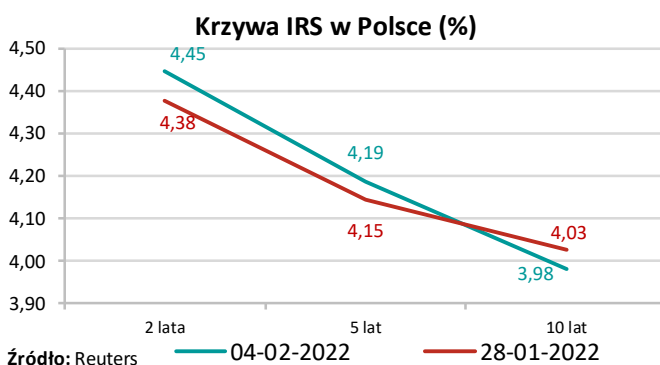
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5640 (umocnienie złotego o 0,3%).** W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie spadkowym, czemu sprzyjało zmniejszenie globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlane spadkiem indeksu VIX. Lokalnie czynnikami pozytywnymi dla kursu

złotego były wypowiedź prezesa NBP A. Głapińskiego wskazująca, że umocnienie polskiej waluty byłoby spójne z kierunkiem polityki pieniężnej prowadzonej przez NBP, a także propozycja prezydenta A. Dudy dotycząca likwidacji Izby Dyscyplinarnej Sądu Najwyższego, która zwiększyła oczekiwania części inwestorów na zmniejszenie napięcia na linii Polska – UE. W piątek doszło do osłabienia złotego w reakcji na wyraźnie lepsze od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA.

W ubiegłym tygodniu doszło również do wyraźnego wzrostu kursu EURUSD. Główną przyczyną umocnienia euro względem dolara był jastrzębi wydzźwięk konferencji prasowej po posiedzeniu EBC, który zwiększył oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych w strefie euro. Wyraźnie lepsze od oczekiwań dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA były negatywne dla kursu EURUSD. Mimo to dolar nie zdołał odrobić strat względem euro z pierwszej części tygodnia.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie RPP. W przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego większą skalę podwyżki stóp procentowych niż oczekuje rynek (o 75pb wobec 50pb) decyzja może doprowadzić do umocnienia złotego. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

## Posiedzenie RPP w centrum uwagi rynku



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,45 (wzrost o 7pb), 5-letnie do 4,19 (wzrost o 4pb), a 10-letnie obniżyły się do 3,98 (spadek o 5pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej przy jednoczesnym ich spadku na długim końcu. Takie same tendencje obserwowane były również na rynkach bazowych. Wzrost stawek IRS na krótkim końcu krzywej wynikał z publikacji wyraźnie wyższych od oczekiwań danych dotyczących inflacji w strefie euro. Z kolei w kierunku spadku stawek IRS na długim końcu krzywej oddziaływały rosnące obawy inwestorów o długookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego w warunkach oczekiwanego przez nich silnego zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie RPP. W przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego silniejszą podwyżkę stóp procentowych niż oczekuje rynek może dojść do wzrostu stawek IRS widocznego szczególnie na krótkim końcu krzywej. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych ze światowej gospodarki będą w naszej ocenie neutralne dla krzywej.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	3,00
Kurs EURPLN*	4,52	4,52	4,63	4,56	4,48	4,52	4,56	4,52	4,60	4,60	4,65	4,58	4,58	4,57
Kurs USDPLN*	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	4,10	4,03	4,08	4,03
Kurs CHFPLN*	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,47	4,42	4,40	4,35
Inflacja CPI (r/r, %)	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7	5,3	5,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,7	2,5	18,6	44,2	29,6	18,1	9,6	13,1	8,7	7,6	14,9	16,7	12,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,2	14,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	13,0	8,9	10,7	11,1	14,4	21,2	16,9	16,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	1,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,6	
Saldo ROB (mln EUR)	2034	652	71	1582	-38	-494	-1362	-1530	-651	-856	-1112	-2464		
Eksport (r/r, %, EUR)	1,0	5,6	27,7	66,6	41,4	23,4	12,0	18,1	12,7	9,7	14,2		17,9	
Import (r/r, %, EUR)	-3,7	6,0	23,6	55,6	52,7	36,6	20,8	30,7	21,8	20,9	29,0		29,4	

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2021				2022				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,8	11,2	5,3	7,2	4,4	4,4	4,3	4,3	5,7	4,3	3,8	
Konsumpcja (% r/r)	0,1	13,1	4,7	8,0	7,0	3,8	3,7	3,3	6,2	4,4	3,8	
Inwestycje (% r/r)	1,7	5,6	9,3	11,8	8,2	7,8	9,1	8,8	8,0	8,6	6,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,3	29,2	8,6	8,9	11,4	12,2	11,4	9,9	12,8	11,2	8,1	
Import (ceny stałe, % r/r)	10,3	34,5	15,2	16,8	15,1	13,2	13,5	11,8	18,4	13,3	9,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	7,2	2,7	3,9	4,2	2,2	2,2	1,6	3,4	2,5	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,9	1,5	2,5	1,0	1,2	1,5	1,9	1,3	1,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,3	-2,7	-3,3	-1,3	0,2	-0,9	-0,7	-1,9	-0,7	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	2,7	1,8	0,7	-0,8	-1,6	-1,6	-2,1	-1,4	-0,8	-1,4	-1,8	
Stopa bezrobocia (%)**	6,4	6,0	5,6	5,4	5,6	5,3	5,1	5,3	5,4	5,3	5,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,1	3,1	2,7	1,5	0,6	0,8	0,6	0,6	1,8	0,7	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,6	9,6	9,4	9,7	9,8	8,9	8,4	8,3	8,8	8,9	7,5	
Inflacja CPI (%)*	2,7	4,5	5,5	7,7	7,9	6,8	8,2	7,1	5,1	7,5	5,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	2,54	4,30	4,38	4,38	4,38	2,54	4,38	3,55	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	4,25	4,25	4,25	1,75	4,25	3,50	
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,58	4,55	4,53	4,51	4,50	4,58	4,50	4,40	
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	4,03	3,99	3,94	3,89	3,81	4,03	3,81	3,64	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 07.02.2022 r.</b>						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	-0,2		-0,3
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Luty	14,9		
<b>Wtorek 08.02.2022 r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Luty</b>	<b>2,25</b>	<b>3,00</b>	<b>2,75</b>
<b>Środa 09.02.2022 r.</b>						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Grudzień	10,9		10,0
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Grudzień	2,1		2,0
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Grudzień	1,3		
<b>Czwartek 10.02.2022 r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Luty</b>			
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Styczeń	0,5	0,5	0,5
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Styczeń	0,6	0,6	0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	238		
<b>Piątek 11.02.2022 r.</b>						
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	67,2	68,5	67,6

\* 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