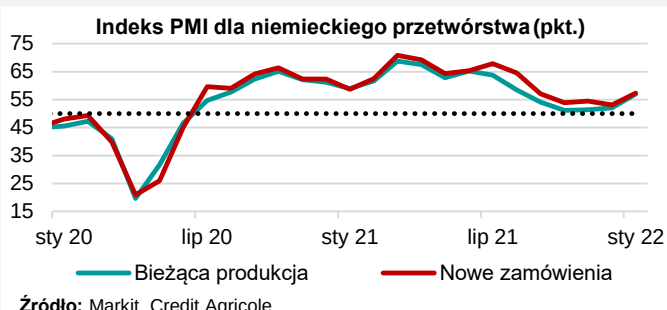


W tym tygodniu

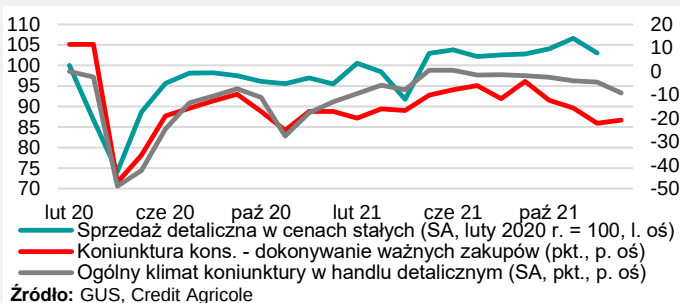
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w lutym do 52,7 pkt. wobec 52,3 pkt. w styczniu. W kierunku zwiększenia tempa wzrostu aktywności (przede wszystkim w sektorze usług) oddziaływała poprawa sytuacji epidemiologicznej. Inwestorzy oczekują natomiast lekkiego spadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 59,4 pkt. w lutym z 59,8 pkt. w styczniu). We wtorek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Zgodnie z konsensusem wartość indeksu zwiększyła się do 96,5 pkt. w lutym z 95,7 pkt. w styczniu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.



W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. W piątek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które naszym zdaniem zwiększyły się w styczniu o 1,2% m/m wobec spadku o 0,7% w grudniu z uwagi na wyższe zamówienia w firmie Boeing. Oczekujemy, że inflacja PCE ogółem zwiększyła się do 6,1% r/r w styczniu z 5,8% w grudniu do czego przyczyniła się wyższa inflacja bazowa (5,2% r/r wobec 4,9% r/r w grudniu). Tym samym oba wskaźniki osiągną najwyższe poziomy od początku lat 80-tych. Uważamy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (800 tys. w styczniu wobec 811 tys. w grudniu) wskażą na trwające ożywienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (61,7 pkt. w lutym wobec pkt. 67,2 pkt. w styczniu), podobnie jak wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board (113,0 pkt. wobec 113,8 pkt. w styczniu) wskażą na słabsze nastroje gospodarstw domowych z uwagi utrzymującą się wysoką inflację. W tym tygodniu poznamy również drugi szacunek PKB w IV kw. 2021 r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego (zannualizowane) tempo wzrostu PKB nie zostanie zrewidowane względem wstępnego szacunku (6,9%). Uważamy, że wpływ publikacji danych z amerykańskiej gospodarki będzie miał ograniczony wpływ na rynki finansowe.

Dzisiaj opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.

Oczekujemy, że sprzedaż detaliczna zwiększyła się w styczniu o 16,1% r/r wobec wzrostu o 16,9% w grudniu. W kierunku spowolnienia tempa wzrostu nominalnej sprzedaży oddziaływały pogorszenie nastrojów w handlu detalicznym oraz



niekorzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się wyraźnie poniżej konsensusu (20,2%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

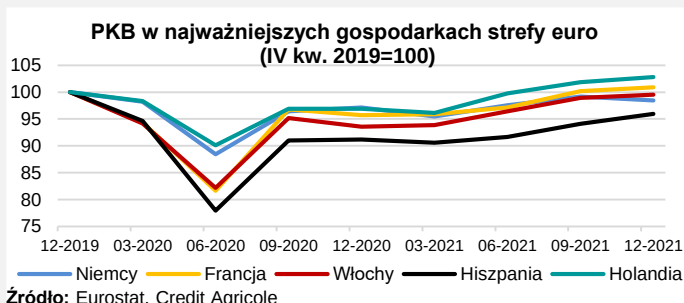
W zeszłym tygodniu

- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w styczniu do 9,2% r/r wobec 8,6% w grudniu ub. r.** Tym samym inflacja kształtuje się na najwyższym poziomie od listopada 2000 r. i od 10 miesięcy pozostaje powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). Zgodnie opublikowanymi przez GUS niepełnymi danymi główną przyczyną wzrostu inflacji w styczniu była wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w styczniu do 6,1% r/r wobec 5,3% w grudniu i tym samym ukształtowała się ona na najwyższym poziomie od czerwca 2001 r. (por. MAKROpuls z 15.02.2022). Do zwiększenia inflacji ogółem przyczyniła się również wyższa dynamika cen w kategoriach „nośniki energii” (18,2% r/r w styczniu wobec 14,3% w grudniu), kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (9,4% r/r w styczniu wobec 8,6% w grudniu), podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen w kategorii „paliwa” (23,8% r/r w styczniu wobec 32,9% w grudniu). Szacujemy, że gdyby nie Tarcza Antyinflacyjna inflacja w styczniu ukształtowałaby się na poziomie ok. 10,6% r/r. W najbliższych miesiącach wzrost inflacji ograniczany będzie przez Tarczę Antyinflacyjną 2.0 (por. MAKROMapa z 17.01.2022). W konsekwencji prognozujemy, że inflacja w okresie obowiązywania Tarczy (tj. od lutego do lipca br.) będzie kształtowała się średnio na poziomie ok. 7% r/r. Niemniej w sierpniu dojdzie do jej ponownego wzrostu powyżej 9% r/r, po czym w kolejnych miesiącach będzie kształtowała się ona w łagodnym trendzie spadkowym i na koniec roku obniży się poniżej poziomu 7% r/r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2022 r. inflacja średniorocznie zwiększy się do 7,5% r/r wobec 5,1% w 2021 r., a w 2023 r. obniży się do 5,5%. Jest to spójne z naszym scenariuszem stóp procentowych w Polsce, zgodnie z którym RPP dokona jeszcze 3 podwyżek po 50pb (w marcu, kwietniu i maju – por. MAKROMapa z 14.02.2022).
- **Zgodnie ze wstępnymi danymi GUS PKB w Polsce zwiększył się w IV kw. o 7,3% r/r wobec wzrostu o 5,3% w III kw. (1,7% kw/kw w IV kw. wobec 2,3% w III kw.).** Opublikowane przez GUS dane są wstępne i nie obejmują struktury wzrostu PKB, którą poznamy dopiero pod koniec lutego. Na podstawie danych za cały 2021 r. szacujemy, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego pomiędzy III kw. a IV kw. wynikało z wyższych wkładów spożycia prywatnego, zasobów oraz inwestycji, podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład eksportu netto (por. MAKROpuls z 31.01.2022). Uważamy, że szybki wzrost gospodarczy w IV kw. będzie czynnikiem podbijającym średnioroczną dynamikę PKB w 2022 r.
- **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w grudniu do -3957 mln EUR wobec -628 mln EUR w listopadzie (rewizja w górę z -1112 mln EUR), kształtując się wyraźnie oczekiwaniom rynku (-2100 mln EUR) i naszej prognozy (-2464 mln EUR).** Tym samym jest to 8 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, usług oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 2293 mln EUR, 575 mln EUR i 822 mln EUR niższe niż w listopadzie), podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe saldo dochodów pierwotnych (o 361 mln EUR wyższe niż w listopadzie). Jednocześnie w grudniu zwiększyła się zarówno dynamika eksportu (19,4% r/r w grudniu wobec 16,3% w listopadzie), jak i importu (35,9% wobec 29,5%), co w znacznym stopniu wynikało z efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Zgodnie z komunikatem NBP, podobnie jak w poprzednich miesiącach, czynnikiem ograniczającym eksport pozostaje spadek sprzedaży samochodów i części samochodowych, podczas gdy wzrostowi importu sprzyjają rosnące ceny surowców, w szczególności surowców energetycznych. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w IV kw. do -0,8% wobec 0,7% w III kw.
- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w styczniu o 19,2% r/r wobec wzrostu o 16,7% w grudniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (13,6%) oraz naszej prognozy (12,9%).** Wzrost dynamiki jest tym bardziej zaskakujący, iż nastąpił pomimo efektu

statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w styczniu o 4,2% m/m, co było największym miesięcznym wzrostem produkcji od listopada 2021 r. Wzrost dynamiki produkcji wystąpił zarówno w kategoriach, w których produkcja w dominującym stopniu skierowana jest na eksport, branżach powiązanych z budownictwem i pozostałych kategoriach przemysłu (por. MAKROpuls z 18.02.2022). Szeroki zakres wzrostu produkcji to dobry sygnał w kontekście trwałości ożywienia w polskim przemyśle. Ubiegłotygodniowe dane o produkcji przemysłowej sygnalizują lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Polsce zwiększy się w I kw. o 4,4% r/r.

➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w styczniu do 9,5% r/r wobec 11,2% w grudniu 2021 r., kształtując się poniżej naszej prognozy (9,8%) i poniżej konsensusu rynkowego (10,4%).** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach wzrosły w styczniu o 0,3% r/r wobec 2,4% w grudniu. Znaczący spadek dynamiki przeciętnego wynagrodzenia pomiędzy grudniem i styczniem stanowi wsparcie dla naszej oceny przedstawionej przed miesiącem, że do silnego wzrostu płac w grudniu przyczyniły się m.in. przesunięcia wypłat zmiennych składników wynagrodzenia (przyspieszenia wypłat premii i nagród rocznych w związku ze wzrostem progresji podatkowej na skutek wprowadzenia Polskiego Ładu – por. MAKROpuls z 18.02.2022). Dynamika zatrudnienia zwiększyła się w styczniu do 2,3% r/r wobec 0,5% w grudniu. Jej zwiększenie wynikało z efektów niskiej bazy sprzed roku, jak i corocznej rewizji danych o zatrudnieniu w mikroprzedsiębiorstwach. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło w styczniu o 98,2 tys. osób, co wynikało w znacznym stopniu ze wspomnianej wyżej rewizji danych. Styczniowe dane nt. zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji utrzyma się na wysokim poziomie w I kw. br. (7,0% r/r wobec 8,0% w IV kw. 2021 r.).

➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowany został kolejny szacunek PKB w strefie euro.** Kwartałna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zmniejszyła się w IV kw. do 0,3% wobec 2,2% w III kw. (4,6% r/r w IV kw. wobec 3,9% w III kw.), kształtując się zgodnie z poprzednim szacunkiem. Tym



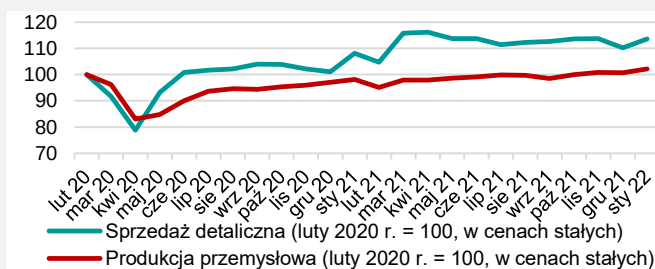
samym PKB w strefie euro osiągnął w IV kw. 2021 r. poziom z IV kw. 2019 r., czyli sprzed wybuchu pandemii. Wyraźne obniżenie dynamiki PKB w strefie euro pomiędzy III kw. a IV kw. wynikało z efektów wysokiej bazy w III kw., a także w pewnym stopniu z pogorszenia sytuacji epidemicznej pod koniec 2021 r. Spowolnienie kwartalnego tempa wzrostu PKB odnotowano we wszystkich najważniejszych gospodarkach strefy euro: w Niemczech, Francji, Hiszpanii, Włoszech i Holandii. Prognozujemy, że PKB w strefie euro zwiększy się w 2022 r. o 4,4% r/r, a w 2023 r. wzrośnie o 2,5%.

➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostało Minutes ze styczniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji w sytuacji, gdy inflacja nie obniży się, większość członków FOMC jest gotowa na szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej niż tego obecnie oczekują. W Minutes nie zostało jednak doprecyzowane, na czym to szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej miałoby polegać. W konsekwencji w zapisie dyskusji nie znalazło się potwierdzenie ostatnich słów szefa Fed w Saint Louis, głosującego członka FOMC, J. Bullarda, który stwierdził, że w I poł. br. stopa funduszy federalnych powinna zostać podniesiona o 100pb i jednocześnie dał on do zrozumienia Rezerwa Federalna nie powinna czekać z pierwszą podwyżką do marcowego posiedzenia, lecz zwołać nadzwyczajne posiedzenie w celu jak najszybszego rozpoczęcia cyklu podwyżek (por. MAKROmapa z 14.02.2022). Mimo to nadal widzimy ryzyko w górę dla naszej ścieżki stóp

procentowych w USA (podwyżki stóp procentowych w 2022 r. w łącznej skali 100pb, w tym pierwsza podwyżka stóp procentowych o 25pb w marcu). Dostrzegamy rosnące prawdopodobieństwo scenariusza, w którym Fed, uwzględniając bardzo dobrą sytuację na amerykańskim rynku pracy oraz silniejszy od oczekiwań wzrost inflacji zdecyduje się podnieść stopy procentowe w marcu o 50pb. Przed marcowym posiedzeniem FOMC poznamy jeszcze dane o inflacji CPI za luty, które będą pomocne w ocenie na jaką skalę podwyżki stóp zdecyduje się Fed.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.

Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w styczniu do 1,4% wobec -0,1% w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,4%). W kierunku jej zwiększenia oddziaływała wyższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów oraz przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w górnictwie. Warto przy tym zauważyć, że zwiększonej produkcji przemysłowej w dostarczanie mediów sprzyjały utrzymujące się w styczniu silne mrozy. Jednocześnie struktura danych wskazuje, że mimo wzrostu produkcji w przetwórstwie, nadal pozostaje ona pod silnym negatywnym wpływem barier podaży. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w styczniu do 77,6% wobec 76,6% w grudniu i tym samym powróciło już do poziomów sprzed pandemii (ok. 77%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zwiększyła się w styczniu do 3,8% wobec -2,5% w grudniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (1,9%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży wzrosła w styczniu do 3,3% wobec -2,8% w grudniu. Zwiększenie dynamiki sprzedaży detalicznej odnotowano w większości kategorii, przy czym na szczególną uwagę zasługuje bardzo silny wzrost sprzedaży w kategoriach „sprzedaż poza sklepami - np. sprzedaż internetowa” (14,5% m/m), „galerie handlowe” (9,2% m/m) oraz „meble” (7,3%). Dane wskazują tym samym, że mimo silnego pogorszenia nastrojów konsumenckich, które wiążemy głównie ze wzrostem inflacji, popyt konsumpcyjny w USA pozostaje silny. Dane o pozwoleniach na budowę (1899 tys. w styczniu wobec 1885 tys. w grudniu), rozpoczętych budowach domów (1638 tys. wobec 1708 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,50 mln wobec 6,18 mln) wskazały na ogół na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także regionalne wyniki badań koniunktury: indeks NY Empire State (3,1 pkt. w lutym wobec -0,7 pkt. w styczniu) oraz Philadelphia Fed (16,0 pkt. wobec 23,2 pkt.), które dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa. Uwzględniając brak poparcia Senatu dla nowego pakietu wydatkowego Bidena dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2022 r. i w 2023 r. amerykański PKB wzrośnie odpowiednio o 3,8% i 2,3%.



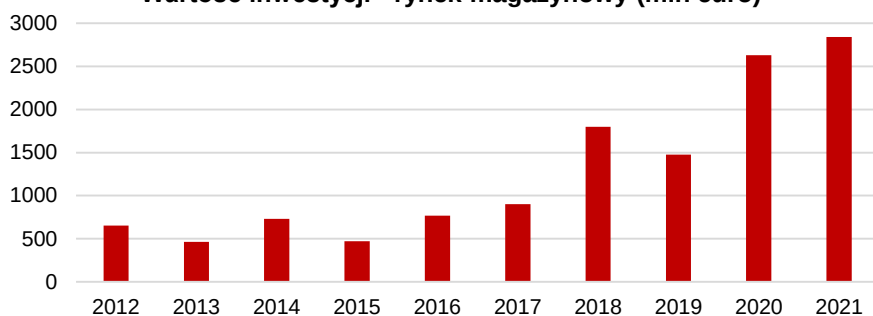
Zgodnie z oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W ocenie agencji, obecny rating równoważy z jednej strony zdywersyfikowaną gospodarkę, stabilny wzrost gospodarczy w ostatnich latach oraz silne fundamenty polskiej gospodarki, a z drugiej strony wskaźniki dotyczące praworządności i dochodów, które kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating A-. Agencja zwróciła uwagę, że relacje pomiędzy Polską i Unią Europejską pogorszyły się od ostatniej oceny wiarygodności kredytowej, jednak w scenariuszu bazowym Fitch wciąż oczekuje osiągnięcia kompromisu, co pozwoli na uruchomienie środków w ramach Krajowego Planu Odbudowy. 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 relacji długu publicznego do PKB. Drugim

– pogorszenie klimatu biznesowego lub naruszenie praworządności, które miałyby negatywny wpływ na sytuację gospodarczą. Z kolei poprawa oceny wiarygodności kredytowej Polski mogłaby nastąpić w przypadku silniejszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego, przyspieszającego konwergencję do Polski zamożniejszych krajów lub poprawy statystyk dotyczących zadłużenia zagranicznego lub trwałego spadku długu publicznego w relacji do PKB. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Czy reorientacja łańcuchów dostaw wspiera inwestycje i wzrost zasobów?

W analizach przedstawionych w ubiegłym toku (por. MAKROmapy z 17.05.2021 i 14.06.2021) postawiliśmy hipotezę, że w 2020 r. nastąpiła geograficzna reorientacja procesu produkcji przez globalne przedsiębiorstwa europejskie, m.in. w celu zwiększenia bezpieczeństwa łańcuchów dostaw. Reorientacja ta byłaby korzystna dla polskich przedsiębiorstw, które zwiększyłyby sprzedaż do dotychczasowych klientów lub nowych odbiorców, np. poprzez częściowe przejmowanie roli dostawcy komponentów/materiałów od przedsiębiorstw zlokalizowanych dotychczas w innych krajach. Częściowym wsparciem dla postawionej hipotezy był odnotowany w 2020 r. wzrost udziału eksportu towarów z Polski w globalnym eksporcie, który wskazywał na przewagi konkurencyjne Polski względem innych krajów. Te przewagi nie ograniczały się wyłącznie do przesunięć w łańcuchach dostaw na korzyść Polski i wzrostu jej roli jako dostawcy komponentów i surowców, ale również pozwoliły na zdobywanie nowych rynków w zakresie produkcji dóbr finalnych (kapitałowych i konsumpcyjnych) w 2020 r. Poniższa analiza wpisuje się tę tematykę, próbując odpowiedzieć na pytanie, czy Polska korzystała na reorientacji geograficznej łańcuchów dostaw również w 2021 r. Tym razem patrzymy na to zagadnienie przez pryzmat rosnących zasobów.

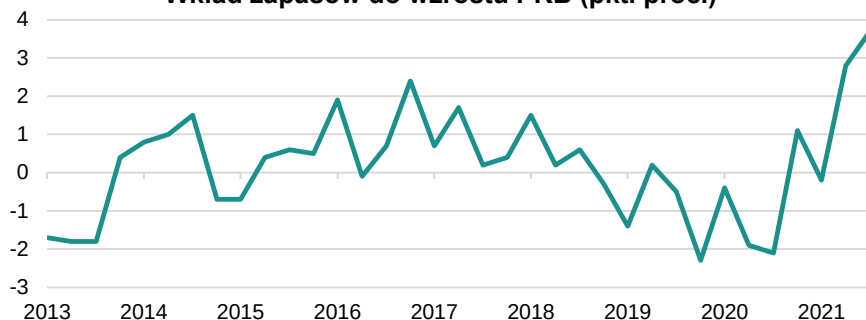
Wartość inwestycji - rynek magazynowy (mln euro)



Źródło: JLL, Credit Agricole

firmy JLL sygnalizują, że tak było. W 2020 r. obserwowaliśmy bowiem znaczący wzrost inwestycji na rynku magazynowym (o 78,2% r/r), a w 2021 r. zwiększyły się one o kolejne 8,1% r/r.

Wkład zasobów do wzrostu PKB (pkt. proc.)

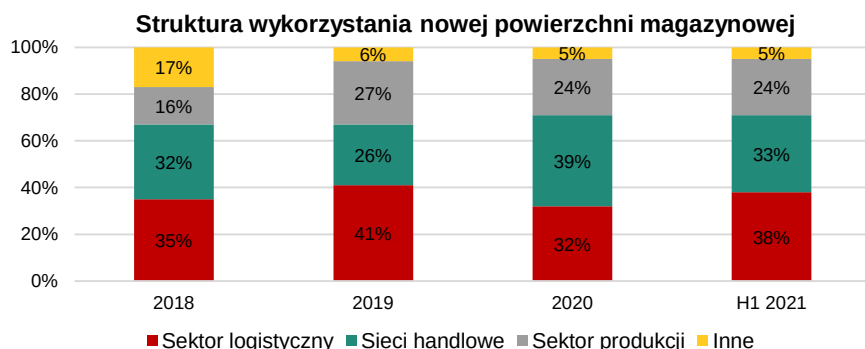


Źródło: GUS, Credit Agricole

dynamikę PKB przeciętnie o 3,5 pkt. proc.

Można oczekiwać, że jeśli mieliśmy do czynienia z dalszą reorientacją geograficzną łańcuchów dostaw do Polski, to obserwowalibyśmy jednocześnie rosnący popyt na powierzchnię magazynową. Byłby on związany z koniecznością utrzymywania wyższego poziomu zasobów koniecznego dla zapewnienia trwale wyższej produkcji. Dane

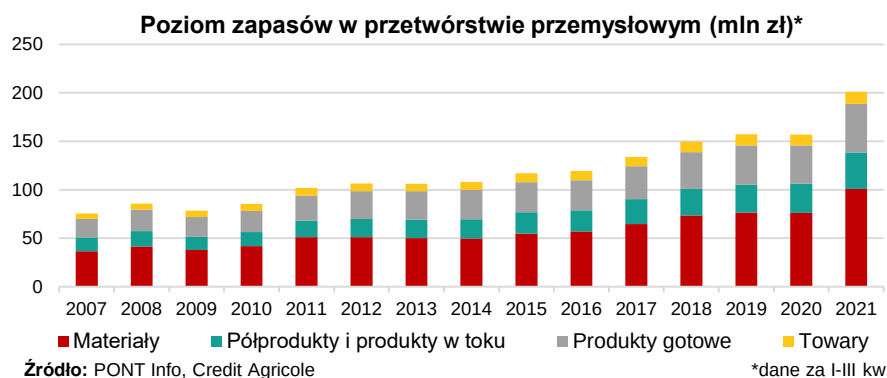
Tendencje wskazujące na znaczące zwiększenie zasobów w przedsiębiorstwach widoczne są również w danych makroekonomicznych. Według danych GUS, wkład zasobów do wzrostu PKB odnotowywał w 2021 r. rekordowo wysokie wartości (por. MAKROpuls z 31.01.2022). Szacujemy, że w okresie I-III kw. 2021 r. wzrost zasobów podbił



Źródło: JLL, Credit Agricole

okresie 2019-2022. Wykorzystanie powierzchni przez sektor produkcji i sektor logistyczny, czyli takie, które można częściowo powiązać z relokacją łańcuchów dostaw zwiększyło się w ciągu ostatnich dwóch lat. Wzrost ten był znaczący, jednak mniejszy niż zwiększenie wykorzystania powierzchni przez sieci handlowe. Taka tendencja jest najprawdopodobniej wynikiem rosnącej popularności zakupów przez Internet w trakcie pandemii, co potwierdzają wyniki badania koniunktury NBP. Zgodnie z „Szybkim Monitoringiem”, z powodu wzrostu sprzedaży przez Internet wzrosło zapotrzebowanie na nowoczesne powierzchnie magazynowe, które umożliwiają sprawne przepakowanie i konfekcjonowanie produktów oraz ich szybką dostawę do klienta. W związku z tym znacznie poszerzono zasób nieruchomości magazynowych, w tym tych położonych blisko miast wojewódzkich. Podsumowując, na podstawie danych dotyczących rosnącej powierzchni magazynowej nie możemy zweryfikować hipotezy o przejmowaniu przez polskie firmy roli poddostawców od innych krajów. Jej wzrost mógł być zarówno powiązany z przesunięciami w łańcuchach dostaw, jak również wzrostem zapasów wynikającym z obsługi bieżących klientów.

Należy jednak pamiętać, że rosnące zapotrzebowanie na powierzchnię magazynową nie musi w sposób jednoznaczny wskazywać na relokację łańcuchów dostaw do Polski. Może być ono związane po prostu ze zwiększoną aktywnością w warunkach szybkiego wzrostu PKB w 2021 r., co potwierdza również struktura wykorzystania nowej powierzchni magazynowej w



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

*dane za I-III kw.

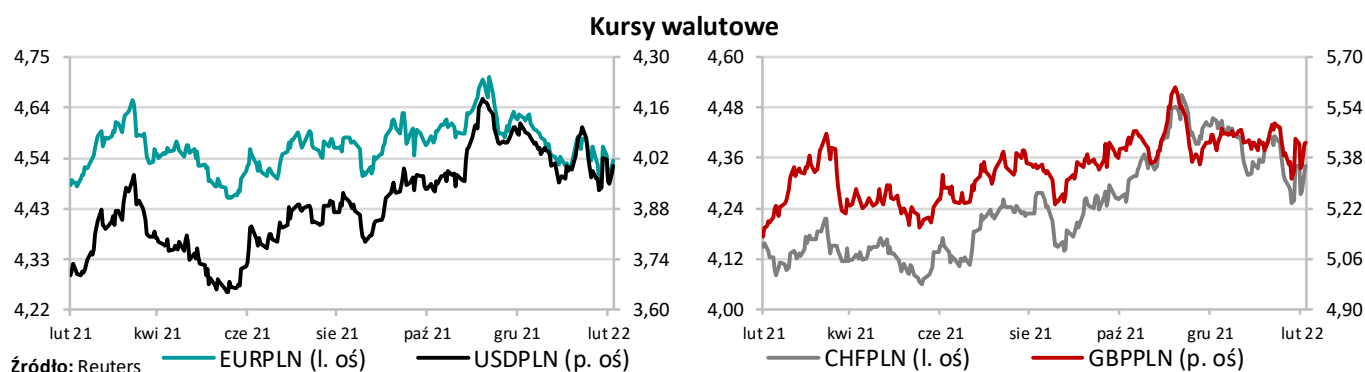
poszczególne działy gospodarki. Na wykresie przedstawiliśmy strukturę poziomu zapasów w przetwórstwie przemysłowym (dane za pierwsze trzy kwartały każdego roku). Poziom zapasów silnie wzrósł w okresie I-III kw. 2021 r. (o 28% w porównaniu do analogicznego okresu 2020 r.). Jednakże należy zwrócić uwagę, że każda składowa zapasów poza towarami (czyli produktami gotowymi przeznaczonymi do odsprzedaży) rosła w podobnym tempie ok. 25-30% r/r. Tym samym, wzrost zapasów ma szeroki zakres i dotyczy zarówno materiałów, półproduktów i produktów gotowych. W związku z tym nie można w tych danych jednoznacznie wyizolować tendencji do wzrostu zapasów, które byłyby podyktowane reorientacją geograficzną łańcuchów dostaw.

Podobnie, dane z bazy PONT Info nie wskazują, iż wzrost zapasów jest jednoznacznie powiązany z relokacją procesu produkcji. Informacje w tej bazie danych oparte są na pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach F-01 wypełnianych przez przedsiębiorstwa zatrudniające co najmniej 50 osób, reprezentujące

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje, trudno jest jednoznacznie wskazać w danych o zapasach informacje, które wskazywałyby na wyraźnie zarysowany proces reorientacji łańcuchów dostaw do Polski. Prawdopodobnie jest to jeden z czynników wspierających narastanie zapasów, jednak nie stanowi on dominującej siły tego procesu. Zgodnie z badaniami NBP i raportami PMI, ważnym argumentem na rzecz zwiększania poziomu zapasów była ochrona przed oczekiwanym wzrostem cen materiałów i komponentów, dążenie do zapewnienia ciągłości dostaw w warunkach zaburzeń łańcuchów

dostaw, jak również zwiększenie bufora zasobów na wypadek zwiększonego popytu w warunkach ożywienia gospodarczego. Na chwilę obecną nie jesteśmy zatem jednoznacznie potwierdzić hipotezy o relokacji łańcuchów dostaw do Polski w 2021 r. Takie tendencje, obserwowane w 2020 r., zapewne były kontynuowane również w ub. r. jednak ze względu na mnogość czynników wpływających obecnie na wzrost zasobów, nie jest możliwe ich wyizolowanie za pomocą dostępnych danych. W kolejnej MAKROmapie podejmiemy ponowną próbę weryfikacji hipotezy dotyczącej procesu reorientacji łańcuchów dostaw do Polski na podstawie danych o handlu międzynarodowym.

Krajowe dane o sprzedaży detalicznej mogą osłabić złotego



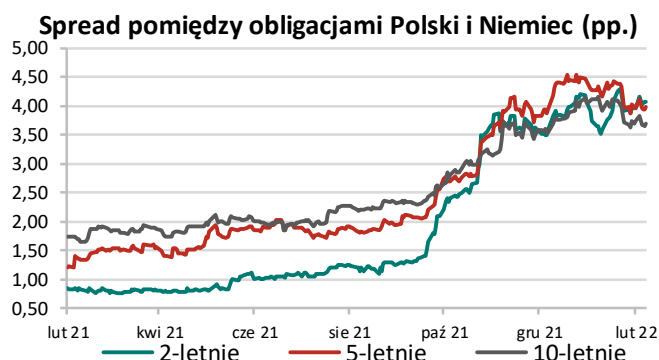
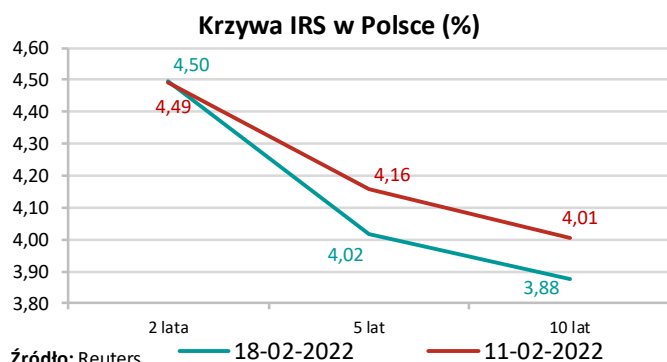
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5340 (umocnienie złotego o 0,6%). Na początku ubiegłego tygodnia doszło do umocnienia kursu złotego, czemu sprzyjało zmniejszenie globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlane spadkiem indeksu VIX. Do poprawy nastrojów inwestorów przyczyniły się sygnały wskazujące na możliwą deeskalację konfliktu na Ukrainie. W dalszej części tygodnia kurs EURPLN charakteryzował się relatywnie niską zmiennością. Publikacje licznych krajowych danych (m.in. o bilansie płatniczym, inflacji i produkcji przemysłowej) nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z łagodnym wzrostem kursu EURUSD, co było korektą po jego spadku odnotowanym dwa tygodnie temu. Ostatnie jastrzębie wypowiedzi J. Bullarda (por. MAKROmapa z 14.02.2022) nie znalazły odzwierciedlenia w *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC, stąd jego publikacja nie zdołała odwrócić tendencji do wzrostu kursu EURUSD.

Ogłoszona w ubiegły piątek decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralna dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej, która w przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy może przyczynić się do lekkiego osłabienia złotego. Pozostałe dane z polskiej i światowej gospodarki nie będą naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.



Krajowe dane o sprzedaży detalicznej w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,50 (wzrost o 1pb), 5-letnie zmniejszyły się do 4,02 (spadek o 14pb), a 10-letnie obniżyły się do 3,88 (spadek o 13pb). 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. Odzwierciedla to rosnące obawy inwestorów o długookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego w warunkach oczekiwanego przez nich silnego zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Publikacja *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC miała ograniczony wpływ na krzywą.

Ogłoszona w ubiegły piątek decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralna dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej, która naszym zdaniem może przyczynić się do spadku stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Pozostałe dane z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą.

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
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
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
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
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
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	6,1
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	19,2
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	14,8
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	9,5
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	2,3
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	-628	-3957	
Eksport (r/r, %, EUR)	1,0	5,6	27,7	66,6	41,4	23,4	12,0	18,1	12,7	9,7	16,3	19,4	
Import (r/r, %, EUR)	-3,7	6,0	23,6	55,6	52,7	36,6	20,8	30,7	21,8	20,9	29,5	35,9	

* 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	7,3	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
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,9	1,5	2,5	1,0	1,2	1,5	1,9	1,3	1,4
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,3	-2,7	-3,3	-1,3	0,2	-0,9	-0,7	-1,9	-0,7
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	9,8	9,8	8,9	8,4	8,3	8,9	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	4,21	4,38	4,38	4,38	2,54	4,38	3,55
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	3,25	4,25	4,25	4,25	1,75	4,25	3,50
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,58	4,44	4,42	4,41	4,40	4,58	4,40	4,35
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	4,03	3,89	3,84	3,80	3,73	4,03	3,73	3,60

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 21.02.2022 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	59,8		59,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Luty	51,1		52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	58,7		58,7
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Luty	52,3		52,7
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Styczeń	16,9	16,1	20,2
Wtorek 22.02.2022 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Luty	95,7		96,5
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Styczeń	8,9	7,7	8,7
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Grudzień	1,2		
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	55,5		56,0
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	113,8	113,0	110,5
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Luty	8,0		
Środa 23.02.2022 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Styczeń	5,4	5,6	5,6
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	5,1		5,1
Czwartek 24.02.2022 r.						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	248		
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	6,9	6,9	7,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Styczeń	811	800	803
Piątek 25.02.2022 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	IV kw.	-0,7	-0,7	-0,7
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Styczeń	6,9		6,7
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Luty	1,81		
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Styczeń	-0,7	1,2	0,6
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Styczeń	-1,0		
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Styczeń	5,8	6,1	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Styczeń	4,9	5,2	5,2
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	61,7	61,7	61,7

* 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