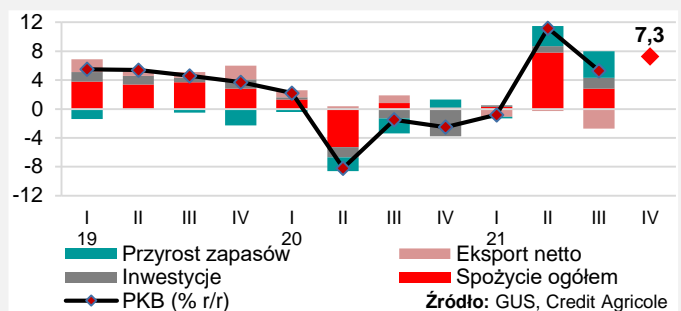


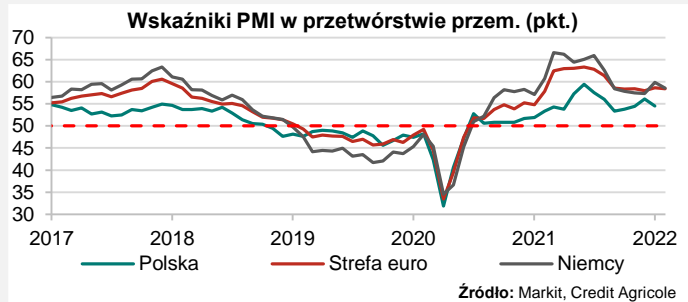
W tym tygodniu

- **W środę i czwartek prezes FED J. Powell przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Inwestorzy będą uważnie śledzić wypowiedzi J. Powella dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz stóp procentowych. Szczególnie istotne będą wypowiedzi prezesa FED dotyczące wpływu wojny w Ukrainie na planowane zacieśnienie polityki pieniężnej. Podczas wystąpień J. Powella możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- **W piątek poznamy ważne dane z amerykańskiego rynku pracy.** Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 425 tys. osób w lutym wobec wzrostu o 467 tys. w styczniu, przy spadku stopy bezrobocia do 3,9% z 4,0% w styczniu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 320 tys. w lutym wobec spadku o 301 tys. w styczniu). We wtorek opublikowany zostanie indeks ISM dla przetwórstwa. Oczekujemy, że zwiększył się on do 58,0 pkt. w lutym wobec 57,6 pkt. w styczniu, co będzie zgodne z wynikami regionalnych badań koniunktury wskazujących na poprawę nastrojów związaną malejącym wpływem wariantu Omikron koronawirusa na aktywność gospodarczą. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
- **W środę opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w lutym do 5,7% r/r wobec 5,1% w styczniu, co wynikało z wyższej inflacji bazowej, a także wzrostu dynamiki cen nośników energii. We wtorek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 5,4% r/r w lutym wobec 5,1% w styczniu. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się powyżej oczekiwań rynku (5,3%), a tym samym jej realizacja będzie sprzyjać osłabieniu złotego i wzrostowi rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Zgodnie z konsensusem, indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa nie zmienił się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniósł 49,1 pkt. Ponadto oczekujemy, że indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w lutym do 49,8 pkt. wobec 50,1 pkt. w styczniu z uwagi na osłabienie popytu krajowego i zaburzenia związane z obchodami Chińskiego Nowego Roku. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.

- **W poniedziałek GUS opublikuje pełne dane o PKB w IV kw. ub. r.** Oczekujemy, że dynamika PKB była zgodna ze wstępnym szacunkiem i wyniosła 7,3% r/r wobec 5,3% w III kw. Na podstawie danych za cały 2021 r. szacujemy, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego pomiędzy III kw. a IV kw. wynikało z wyższych wkładów spożycia prywatnego, zapasów oraz inwestycji, podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład eksportu netto (por. MAKROpuls z 31.01.2022). Uważamy, że publikacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

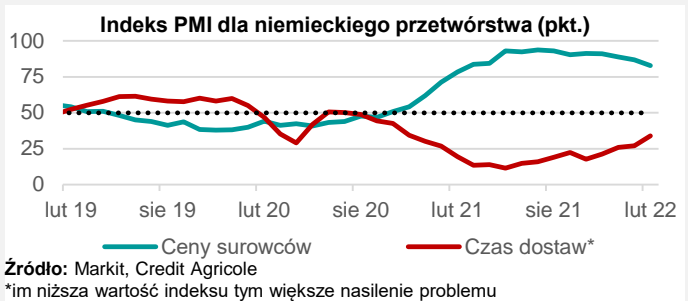


W wtorek poznamy lutowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce. Oczekujemy, że wskaźnik PMI nie zmienił się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniósł 54,5 pkt. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi mieszany wydzźwięk indeksów koniunktury GUS i publikacji indeksów PMI w strefie euro. Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu 54,6 pkt.), stąd jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



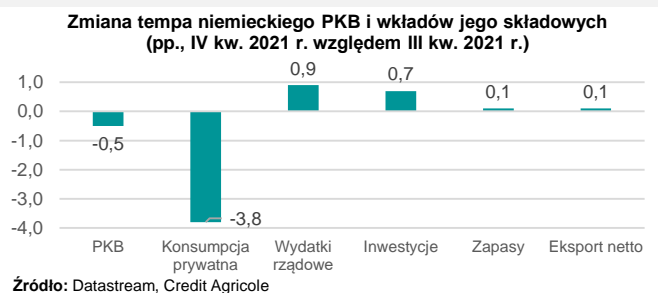
W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w lutym do 55,8 pkt. wobec 52,3 pkt. w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (52,7 pkt.). Wzrost zagregowanego indeksu PMI wynikał z wyższych wartości jego



składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie. Wzrost aktywności w usługach wynikał z wyraźnej poprawy sytuacji epidemicznej w Europie (por. COVID Dashboard). Z kolei do zwiększenia tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie, zgodnie z komunikatem, przyczyniło się dalsze stopniowe zmniejszanie się barier podażowych. W ujęciu geograficznym poprawę koniunktury odnotowano w Niemczech, we Francji oraz w pozostałych krajach objętych badaniem. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zmniejszył się w lutym do 58,5 pkt. wobec 59,8 pkt. w styczniu. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów jego składowych dla 3 z 5 jego składowych (bieżącej produkcji, zapasów oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla nowych zamówień oraz zatrudnienia. W strukturze danych z Niemiec na szczególną uwagę zasługuje wolniejsze wydłużanie się czasu dostaw (najmniejsze nasilenie problemu od listopada 2020 r.), któremu towarzyszy niższe tempo wzrostu cen dóbr pośrednich. Taka struktura danych potwierdza sygnalizowane w raporcie stopniowe zmniejszanie się barier podażowych. Ze względu na wojnę na Ukrainie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w strefie euro zwiększy się w 2022 r. o 4,4% wobec wzrostu o 5,2% w 2021 r.

Zgodnie z finalnym szacunkiem PKB w Niemczech zmniejszył się w IV kw. o 0,3% kw/kw wobec wzrostu o 1,7% w III kw. (1,8% r/r w IV kw. wobec 2,8% w III kw.). Tym samym PKB w Niemczech pozostaje o 1,2% niższy niż w IV kw. 2019 r., czyli bezpośrednio przed wybuchem pandemii. Wyraźne obniżenie dynamiki PKB w Niemczech 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. Uwzględniając strukturę, główną



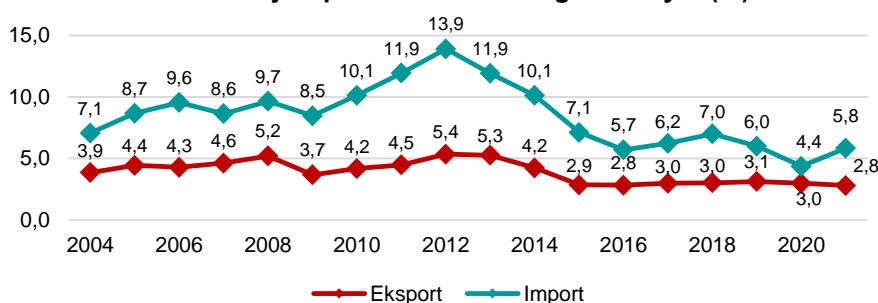
przyczyną spadku dynamiki PKB pomiędzy III kw. a IV kw. był niższy wkład konsumpcji prywatnej. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi, który zwiększył się w lutym do 98,9 pkt. wobec 96,0 pkt. w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (96,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Jednocześnie poprawę koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych sektorach: przetwórstwie, usługach, handlu i budownictwie. Ze względu na wojnę na Ukrainie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Niemczech zwiększy się w 2022 r. o 4,2% wobec wzrostu o 2,7% w 2021 r.

- **Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się w styczniu do 20,0% r/r wobec 16,9% w grudniu, kształtując się na poziomie zbliżonym do konsensusu rynkowego (20,2%) i wyraźnie powyżej naszej prognozy (16,1%).** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zwiększyła się w styczniu o 10,7% r/r wobec wzrostu o 8,0% w grudniu. Wyraźny wzrost rocznej dynamiki sprzedaży w cenach stałych w styczniu nastąpił mimo efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz odnotowanego w styczniu dalszego pogorszenia koniunktury konsumenckiej. Warto również odnotować, że w styczniu roczna dynamika sprzedaży w cenach stałych ponad czterokrotnie przewyższała dynamikę realnego funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (2,6% r/r). Wskazane wyżej tendencje sugerują naszym zdaniem, że powstałe w okresie pandemii wymuszone oszczędności są nadal istotnym źródłem finansowania wydatków gospodarstw domowych, a negatywny wpływ pogorszenia nastrojów konsumenckich (związanego głównie z wysoką na tle historycznym inflacją) na konsumpcję jest – jak na razie – ograniczony (por. MAKROpuls z 25.02.2022). Dane o sprzedaży detalicznej stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji zmniejszy się w I kw. do 7,0% r/r wobec wzrostu o 8,0% w IV kw.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w IV kw. zwiększyło się do 7,0% wobec 2,3% w III kw. (rewizja w górę z 6,9% w pierwszym szacunku). Drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu PKB w IV kw. podobnie jak w III kw. były zapasy. W naszej ocenie sprzyjało temu gromadzenie przez firmy dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji „na zapas”. Celem takich zakupów było ograniczenie ryzyka zmniejszenia lub wstrzymania działalności ze względu na niedobór materiałów w warunkach utrzymujących się barier podażowych. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w styczniu o 1,6% m/m wobec wzrostu o 1,2% w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,7%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w styczniu do 0,7% wobec 0,9% w grudniu. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. inflacji PCE, która zwiększyła się w styczniu do 6,1% r/r wobec 5,8% w grudniu, do czego przyczynił się m.in. dalszy wzrost inflacji bazowej PCE (5,2% r/r w styczniu wobec 4,9% w grudniu). Tym samym inflacja bazowa PCE ukształtowała się na najwyższym poziomie od lutego 1982 r. Dane odzwierciedlają silną presję inflacyjną utrzymującą się w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży nowych domów (801 tys. w styczniu wobec 839 tys. w grudniu), które potwierdziły utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Na dalsze pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów wskazały natomiast indeks Conference Board (110,5 pkt. w lutym wobec 111,1 pkt. w styczniu) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (62,8 pkt. w lutym wobec 67,2 pkt. w styczniu). Głównym źródłem słabszych nastrojów amerykańskich konsumentów jest utrzymujący się silny wzrost inflacji. Ze względu na wojnę na Ukrainie oraz 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%.

Wstępna ocena wpływu wojny w Ukrainie na polską gospodarkę

Trwająca obecnie wojna w Ukrainie wiąże się z szeregiem konsekwencji makroekonomicznych dla Polski i innych krajów. Precyzyjna ocena tego wpływu jest utrudniona, gdyż zależy on m.in. od dalszego przebiegu działań militarnych, skali i skuteczności sankcji nałożonych na Rosję, reakcji banków centralnych, zmian w krajowej polityce fiskalnej i wielu innych czynników. Sytuacja zmienia się dynamicznie w tym zakresie, a scenariusz trafnie przewidujący wszystkie wspomniane elementy jest trudny zarysowania *ex ante*. Poniżej prezentujemy główne informacje dotyczące powiązań gospodarczych pomiędzy Polską i Rosją, przedstawiamy w ogólny sposób implikacje wojny w Ukrainie dla sytuacji gospodarczej oraz sygnalizujemy czynniki ryzyka dla naszej średnioterminowej prognozy makroekonomicznej.

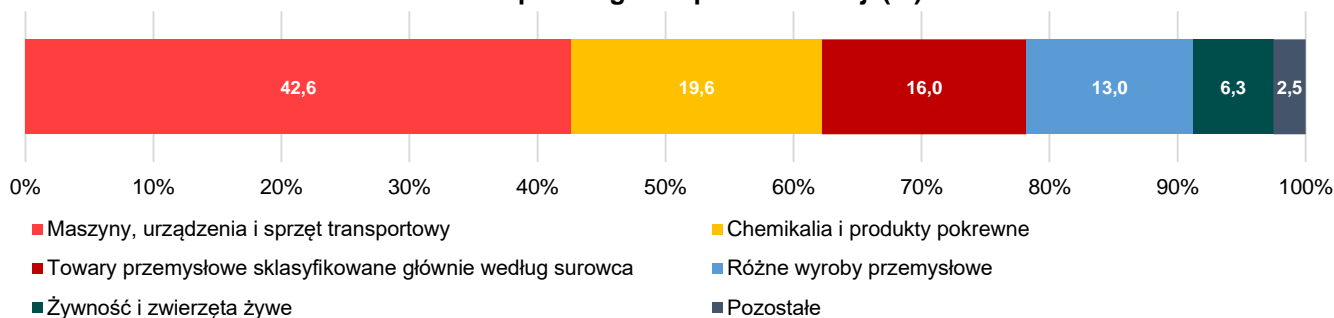
Udział Rosji w polskim handlu zagranicznym (%)



Źródło: GUS, Eurostat, Credit Agricole

W 2021 r., Rosja była siódmym największym odbiorcą towarów eksportowanych z Polski. Jednocześnie zajmowała ona trzecie miejsce pod względem wartości towarów importowanych do Polski. Udziały wymiany handlowej Polski z Rosją w całości eksportu i importu towarów są zatem istotne i wynoszą odpowiednio 2,8% i 5,8% (8,0 mld EUR i 16,7 mld EUR, por. wykres). Powiązania handlowe Polski i Rosji są zatem dużo większe niż w przypadku Polski i Ukrainy (por. MAKROmapa z 07.02.2022), w przypadku której udziały te stanowiły odpowiednio 2,2% i 1,1% (5,2 mld EUR i 2,5 mld EUR).

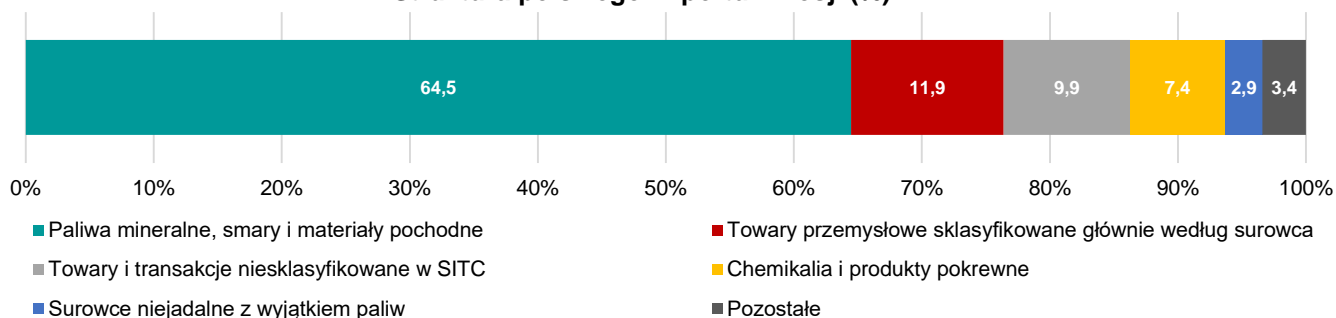
Struktura polskiego eksportu do Rosji (%)



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Polski eksport do Rosji stanowią „maszyzny, urządzenia i sprzęt transportowy” (42,6% całości), „chemikalia i produkty pokrewne” (19,6%), towary przemysłowe sklasyfikowane głównie według surowca” (czyli głównie przetworzone surowce i materiały, 16,0%), „różne wyroby przemysłowe” (13,0%) i „żywność i zwierzęta żywe” (6,3%). Tylko w przypadku „chemikaliów i produktów pośrednich” i „maszyn, urządzeń i sprzętu transportowego” Rosja jest ważnym (na tle innych krajów świata) odbiorcą polskiego eksportu. Eksport do Rosji to odpowiednio 6,1% i 3,4% łącznego eksportu Polski w ramach tych kategorii. W przypadku pozostałych grup produktowych udziały te są niewielkie i nie przekraczają 3% łącznego eksportu z Polski w danej kategorii.

Struktura polskiego importu z Rosji (%)



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Struktura polskiego importu z Rosji jest zdominowana przez „paliwa mineralne, smary i materiały pochodne” (64,5%), czyli głównie nośniki energii. Kategorie takie jak „towary przemysłowe sklasyfikowane głównie według surowca” i „chemikalia i produkty pokrewne” odpowiadają pojedynczo za ok. 10% całkowitego importu towarów z Rosji do Polski. W przypadku większości kategorii Rosja nie jest kluczowym dostawcą towarów do Polski – odpowiada za mniej niż 5% łącznego importu w ramach poszczególnych grup produktowych. Jest ona jednak ważnym partnerem handlowym w przypadku kategorii „paliwa mineralne, smary i materiały pochodne”. Rosja dostarcza ponad połowę (54,2%) łącznej wartości produktów importowanych przez Polskę w ramach tej grupy produktowej.

Korzystając z powyższych danych można oszacować, że całkowite wygaśnięcie eksportu towarów z Polski do Rosji i na Ukrainę obniżyłoby dynamikę PKB w Polsce o 2,5 pkt. proc. w pierwszym roku od wystąpienia szoku. Wpływ ten został oszacowany w sposób uproszczony jako relacja eksportu z Polski do tych krajów 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. Nałożone w ostatnich dniach przez USA i Unię Europejską sankcje na niektóre rosyjskie banki oraz decyzja o odcięciu ich od systemu SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*), który umożliwia rozliczanie transakcji pomiędzy bankami na świecie, znacząco utrudnią dokonywanie transakcji zagranicznych i pogłębią oczekiwany przez nas spadek przepływów handlowych pomiędzy Polską i Rosją.

Trudno obecnie ocenić, jak duże będą zakłócenia w dostawach niektórych grup towarowych do Polski – przede wszystkim nośników energii (ropy naftowej, gazu i węgla) i innych surowców – powstałe na skutek wspomnianych wyżej sankcji i odcięcia banków od systemu SWIFT. Zakłócenia te przyczynią się do wzrostu cen tych towarów. Podwyższona niepewność dotycząca wpływu tych decyzji na ceny surowców przyczyniła się do silnego wzrostu ich cen w ostatnich dniach. Warto zwrócić uwagę, że cena baryłki ropy naftowej przekroczyła w ubiegłym tygodniu poziom 100 USD po raz pierwszy od 2014 r., co wkrótce przyczyni się do wzrostu detalicznych cen paliw. Podwyższona awersja do ryzyka oddziałuje również w kierunku deprecjacji polskiej waluty, co ogranicza antyinflacyjny wpływ kanału kursowego (aprecjacji złotego).

Wojna w Ukrainie stanowi istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza cen żywności. Uważamy, będzie ona oddziaływała na ceny żywności poprzez dwa główne kanały. Po pierwsze, efektem wojny może być silny i trwały wzrost cen zbóż i roślin oleistych, których zarówno Ukraina jak i Rosja są znaczącymi eksporterami, m.in. pszenicy (odpowiednio 8,3% i 19,3% udziału w światowym eksporcie), kukurydzy (13,2% i 2,2%), jęczmienia (11,8% i 17,6%) oraz rzepaku (13,4% i 3,8%). Wyższe ceny zbóż i roślin oleistych będą z kolei oddziaływać w kierunku wzrostu cen pasz, a w konsekwencji produktów pochodzenia zwierzęcego takich jak mięso, produkty mleczne czy jaja. Po drugie, wojna w Ukrainie poprzez wzrost cen gazu może doprowadzić do dalszego wzrostu cen nawozów. Wyższe ceny nawozów również będą sprzyjać

wzrostowi cen zbóż i roślin oleistych, co doprowadziłoby do wzmocnienia opisanego wyżej mechanizmu (por. MAKROmapa z 18.10.2021).

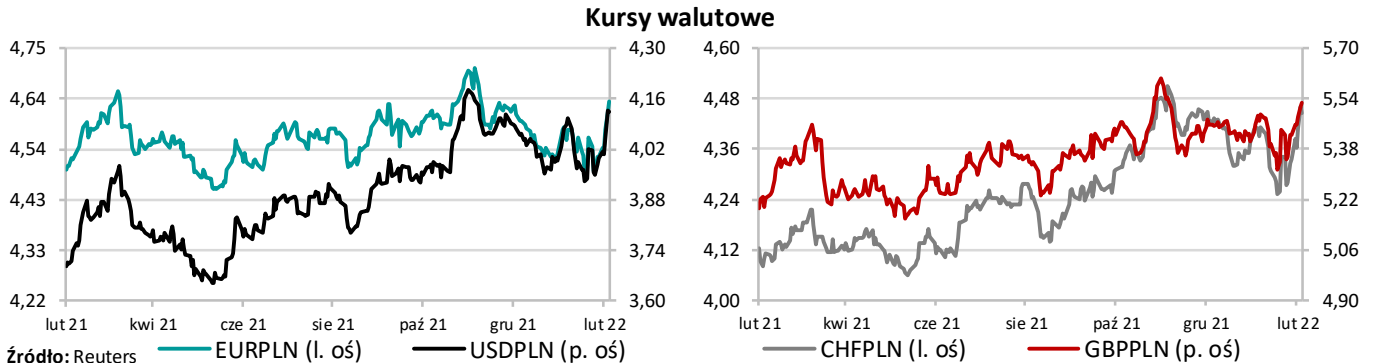
Ostateczna skala wzrostu dynamiki cen żywności zależy będzie od wielu czynników takich jak czas trwania wojny, wielkość zniszczeń wojennych, a także skali sankcji nałożonych przez społeczność międzynarodową na Rosję. Nasze bardziej szczegółowe szacunki wpływu wojny w Ukrainie na rynek żywności przedstawimy w najbliższej AGROmapie. Niemniej na podstawie obecnej sytuacji dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych może średniorocznie w 2022 r. wynieść kilkanaście procent wobec prognozowanych przez nas obecnie 6,7% r/r. Tak wysoka dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo przedłużenia Tarczy Antyinflacyjnej w przypadku żywności i nawozów. Jednocześnie nie wykluczamy, że rząd w sytuacji gdy roczna dynamika cen żywności osiągnęłaby kilkanaście procent zdecyduje się na wprowadzenie cen regulowanych w przypadku kilku podstawowych produktów żywnościowych na wzór rozwiązania wprowadzonego przez rząd Węgier. Na Węgrzech ceny regulowane objęły 6 artykułów spożywczych: mąkę pszenną, cukier, olej słonecznikowy, mleko, nóżki wieprzowe i piersi z kurczaka. Warto jednak zauważyć, na co wskazuje przykład Węgier, że takie rozwiązanie doprowadziłoby do wystąpienia niedoborów produktów ze sztucznie zaniżonymi cenami, a w konsekwencji wprowadzenia limitów na ilość kupowanych produktów. Jednocześnie sklepy rekompensowałyby sobie straty na tych produktach podnosząc ceny pozostałych. W konsekwencji, rozwiązanie to nie byłoby skuteczne w ograniczaniu wzrostu dynamiki cen.

Biorąc pod uwagę proinflacyjny wpływ opisanych wyżej czynników oczekujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja w Polsce będzie kształtowała się powyżej naszych wcześniejszych prognoz i może przekroczyć 10% r/r. Tym samym rośnie prawdopodobieństwo, że okres obowiązywania instrumentów w ramach Tarczy Antyinflacyjnej zostanie wydłużony do końca roku. Oczekujemy, że w krótkim okresie antyinflacyjny wpływ wolniejszego wzrostu gospodarczego (poprzez wolniejszy wzrost płac i konsumpcji), będącego efektem głównie spadku eksportu do Rosji i na Ukrainę, będzie ograniczony.

Wojna na Ukrainie jest przykładem kombinacji wstrząsu popytowego (silny spadek eksportu do Ukrainy i Rosji oraz spowolnienie wzrostu konsumpcji i inwestycji w związku z podwyższoną niepewnością) i wstrząsu podażowego, czyli jednoczesnego spadku aktywności gospodarczej i wzrostu cen. W przypadku negatywnego wstrząsu popytowego odpowiedzią krajowej polityki gospodarczej powinno być zwiększenie popytu. Z kolei w przypadku wstrząsu podażowego bank centralny nie posiada narzędzi, za pomocą których mógłby stabilizować (tj. obniżyć) inflację i jednocześnie ograniczać spadek aktywności gospodarczej (wzrost bezrobocia). Naszym zdaniem spowolnienie wzrostu popytu wywołane spadkiem eksportu i wolniejszym wzrostem popytu krajowego może być na tyle duże, że będzie ono stanowiło ekwiwalent znaczących podwyżek stóp procentowych. Uważamy, że w takim wypadku RPP skupi się na wspieraniu wzrostu PKB, tolerując znaczące, ale przejściowe przestrczenie celu inflacyjnego przez dłuższy czas. Tym samym oczekujemy, że odpowiedzią RPP na trwającą wojnę na Ukrainie nie będzie znaczące przyspieszenie tempa zacieśnienia polityki pieniężnej (na co wskazuje nasilenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w najbliższych kwartałach po wybuchu wojny w Ukrainie), mające na celu m.in. przeciwdziałanie osłabieniu złotego. Nadal oczekujemy, że w kolejnych miesiącach stopy procentowe zostaną podniesione, jednak łączna skala podwyżek może być niższa niż dotychczas prognozowana (stopa referencyjna równa 4,25% na koniec maja br.).

Podsumowując, wojna na Ukrainie stanowi istotny czynnik ryzyka w dół dla naszej prognozy tempa wzrostu gospodarczego w br. (4,3% r/r) oraz ryzyka w górę dla prognozy inflacji (7,5%) i kursu EURPLN (4,40 na koniec 2022 r.). Precyzyjniejsza ocena makroekonomicznego wpływu wojny w Ukrainie będzie możliwa wraz z napływem nowych informacji w zakresie przewidywanego przebiegu działań zbrojnych oraz zakresu sankcji nałożonych na Rosję. Nasz zrewidowany scenariusz makroekonomiczny przedstawimy w MAKROmapie 7.03.2022.

Wybuch wojny w Ukrainie doprowadził do wyraźnego osłabienia złotego

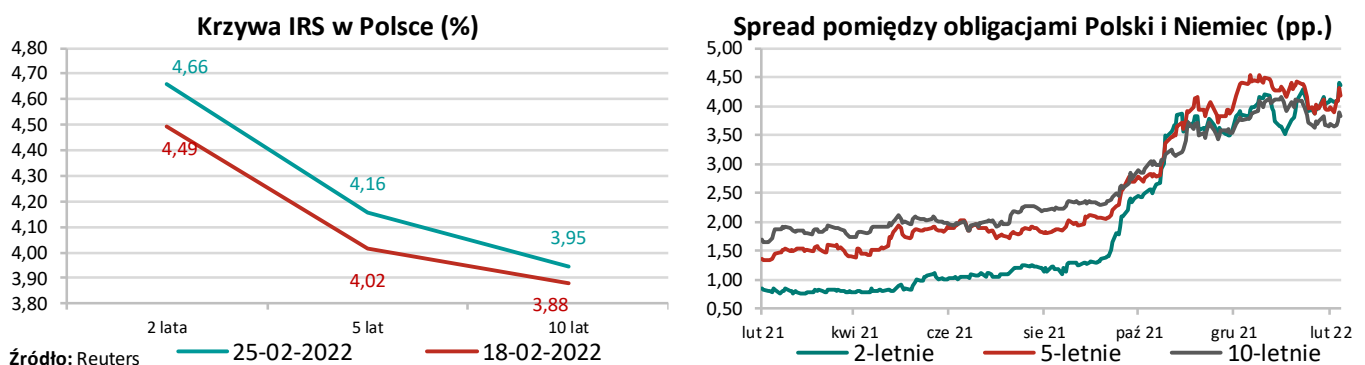


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6377 (osłabienie złotego o 2,5%). W czwartek od rana złoty zaczął silnie tracić na wartości w reakcji na wybuch wojny w Ukrainie. W efekcie pod koniec dnia kurs EURPLN przekroczył poziom 4,71. W piątek doszło do lekkiej korekty, niemniej kurs EURPLN pozostał wyraźnie poniżej poziomu 4,60.

Ze względu na silny wzrost awersji do ryzyka ze względu na wybuch wojny w Ukrainie w zeszłym tygodniu obserwowaliśmy umocnienie dolara względem euro. W efekcie, w czwartek kurs EURUSD obniżył się przejściowo do poziomu 1,11.

W tym kurs EURPLN będzie pozostawał pod wpływem przebiegu wojny w Ukrainie. Uważamy, że zaplanowana na środę publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro będzie negatywna dla złotego. Jednocześnie w środę i czwartek oczekujemy podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty ze względu na wystąpienia szefa Fed, J. Powella przed Kongresem. Pozostałe dane z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

Przebieg wojny w Ukrainie i wystąpienie szefa Fed w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,66 (wzrost o 17pb), 5-letnie do 4,02 (wzrost o 14pb), a 10-letnie do 3,95 (wzrost o 7pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego wzrostu rentowności na całej długości krzywej. Na rynku zaczęły dominować obawy, że wojna w Ukrainie doprowadzi do dalszego wzrostu inflacji, co wymusi na głównych bankach centralnych silniejsze zacieśnianie polityki pieniężnej. Jednocześnie, ze względu na położenie geograficzne Polski, doszło do wzrostu spreadów pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami.

W tym tygodniu stawki IRS pozostaną pod wpływem wojny w Ukrainie. Uważamy, że zaplanowana na środę publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro, w przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy, może przyczynić się do wzrostu stawek IRS. We wtorek i w środę oczekujemy podwyższonej zmienności stawek IRS z uwagi na wystąpienia szefa Fed, J. Powella przed Kongresem. 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	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	2,75
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	4,64
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	4,14
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	4,46
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	16,3	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	14,4	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	20,0	
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	5,5	
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	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	-0,9	-1,6	-1,6	-2,1	-1,4	-0,9	-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	2,6	0,6	0,8	0,6	0,6	2,1	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 28.02.2022 r.						
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	5,3	7,3	7,3
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Luty	65,2		63,9
Wtorek 01.03.2022 r.						
2:30	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Luty	50,1	49,8	49,9
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	49,1		49,5
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	54,5	54,5	54,6
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	58,5	58,5	58,5
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	58,4	58,4	58,4
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	5,1	5,4	5,4
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	57,5		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	57,6	58,0	57,9
Środa 02.03.2022 r.						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	5,1	5,7	5,3
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Luty	-301		320
Czwartek 03.03.2022 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Luty	55,8	55,8	55,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Luty	55,8	55,8	55,8
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	7,0		7,0
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	26,2		26,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	232		
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Luty	59,9	61,0	60,5
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	-0,4		0,5
Piątek 04.03.2022 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Styczeń	6,8		7,1
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	-3,0		1,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Luty	4,0	3,9	3,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Luty	467	425	438

* 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