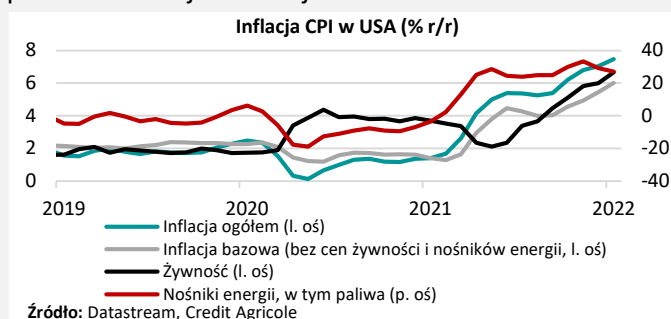
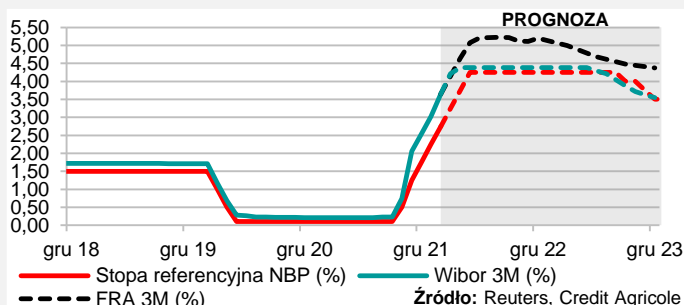


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na wtorek posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP podniesie stopę procentową o 50pb do 3,25%. Dostrzegamy jednocześnie ryzyko, że podwyżka może być większa biorąc pod uwagę silną presję na osłabienie kursu złotego w ostatnich dniach (patrz poniżej). W tym tygodniu zostaną zaprezentowane wyniki najnowszej projekcji inflacji NBP. Naszym zdaniem, ścieżka inflacji zostanie znacząco podniesiona względem prognozy z listopada 2021 r. Skala rewizji będzie dodatkowo zależała od tego, czy projekcja będzie uwzględniała wpływ wojny w Ukrainie na perspektywy gospodarcze. Komunikat zapewne wskaże na konieczność dalszego, umiarkowanego zacieśniania polityki pieniężnej z uwagi na osłabienie złotego i inflację kształtującą się na podwyższonym poziomie. Komunikat może przyczynić się do podwyższonej zmienności kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu zapewne odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Oczekujemy, że EBC utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych w strefie euro, jak również inne parametry polityki pieniężnej (w tym warunki programu luzowania ilościowego). Uważamy, że Ch. Lagarde wskaże na wojnę w Ukrainie jako istotny czynnik niepewności, który stanowi argument na rzecz opóźnienia decyzji dotyczących zmian w polityce pieniężnej. Tym samym prezes będzie studziła oczekiwania rynków na zacieśnianie polityki pieniężnej przez EBC. W najnowszej projekcji makroekonomicznej EBC, która zostanie opublikowana w tym tygodniu, ścieżka inflacji zostanie zrewidowana w górę, a oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego w dół. Oczekujemy, że konferencja po posiedzeniu będzie oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Podtrzymujemy jednocześnie nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC zakończy program luzowania ilościowego (APP) w grudniu br. i podniesie stopy procentowe najwcześniej w marcu 2023 r.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w lutym do 7,9% r/r wobec 7,5% w styczniu, 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 zmniejszyła się do 62,0 pkt. w marcu wobec 62,8 pkt. w lutym, na co złoży się słabnący negatywny wpływ sytuacji epidemicznej oraz niekorzystny wpływ wybuchu wojny w Ukrainie (wzrost cen surowców i podwyższona niepewność) 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.
- Dzisiaj opublikowano dane nt. handlu zagranicznego w Chinach.** Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w okresie styczeń-luty do 116,0 mld USD wobec 94,5 mld USD w grudniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (99,5 mld USD). Jednocześnie odnotowano spadek zarówno dynamiki eksportu (16,3% r/r w okresie styczeń-luty wobec 20,9%



w grudniu) jak i importu (15,5% wobec 19,5%). Głównym czynnikiem ryzyka dla aktywności w chińskim handlu zagranicznym jest wpływ wojny w Ukrainie na perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie. Dzisiejsze dane z Chin są neutralne dla rynków finansowych.

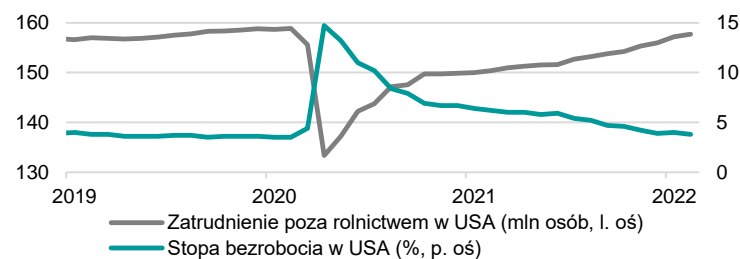
- **Dzisiaj poznaliśmy opublikowane zostały również dane o zamówieniach w przetwórstwie, które zwiększyły się w styczniu o 1,8% m/m wobec wzrostu o 3,0% w grudniu, co było powyżej oczekiwań rynku (1,8%).** W konsekwencji zamówienia w niemieckim przetwórstwie ukształtowały się w styczniu na poziomie o 11,9% wyższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. w lutym 2020 r.). Źródłem wzrostu zamówień były wyższe zamówienia eksportowe, podczas gdy zamówienia krajowe obniżyły się. Z kolei wyższe zamówienia zagraniczne były efektem wyższych zamówień spoza strefy euro. Warto zauważyć, że w styczniu doszło do wzrostu zamówień w niemieckiej branży motoryzacyjnej, co jest kolejnym sygnałem słabnących barier podażowych w niemieckim przetwórstwie. Dzisiejsze dane z Niemiec są neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z finalnym szacunkiem PKB w Polsce zwiększył się w IV kw. 2021 r. o 7,3% r/r wobec wzrostu o 5,3% w III kw., co było zgodne ze wstępnym szacunkiem.** Wyrównany sezonowo PKB zwiększył się w IV kw. o 1,7% kw/kw wobec wzrostu o 2,3% kw/kw w III kw. Oznacza to, że odsezonowany poziom PKB ukształtował się w IV kw. 2022 r. na poziomie o 5,0% wyższym niż w IV kw. 2019 r., tj. przed wybuchem pandemii COVID-19. Struktura wzrostu PKB okazała się zgodna z naszymi szacunkami przedstawionymi na podstawie danych o wzroście gospodarczym za cały 2021 r. 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 28.02.2022). Zgodnie ze zrewidowanym scenariuszem prognozujemy, że PKB w Polsce zwiększy się w 2022 r. o 3,5% wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r. (patrz niżej).
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w lutym do 54,7 pkt. wobec 54,5 pkt. w styczniu, kształtując się lekko powyżej konsensusu rynkowego (54,6 pkt.) oraz naszej prognozy (54,5 pkt.).** Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. Wyniki badań koniunktury wskazują, że zmniejszające się bariery podażowe na świecie zaczynają znajdować odzwierciedlenie również w polskim przetwórstwie (por. MAKROpuls z 01.03.2022). Uważamy, że wojna w Ukrainie i związana z nią wysoka niepewność będzie miała negatywny wpływ na oceny dotyczące przyszłej sytuacji formułowane przez firmy z polskiego sektora przetwórczego. Jednocześnie ze względu na działania wojenne w Ukrainie, wysoką zmienność cen na rynkach surowcowych oraz sankcje wprowadzane na Rosję kolejne miesiące mogą przynieść ponowne nasilenie problemu barier podażowych. Będzie to miało negatywny wpływ na ożywienie w polskim przetwórstwie.
- **W ubiegłym tygodniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell przedstawił półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** W swoich wypowiedziach zwrócił uwagę na wysoką niepewność związaną z wpływem wojny w Ukrainie na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w USA. Niemniej dał do zrozumienia, że w warunkach wysokiej inflacji nie zmienia to gotowości Fed do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych już na marcowym posiedzeniu. Jednocześnie zapowiedział, że na marcowym posiedzeniu zaproponuje i poprze podwyżkę stóp procentowych o 25pb. Zwrócił również uwagę, że jeśli inflacja zwiększy się i okaże się bardziej trwała, Fed może zdecydować się na niektórych posiedzeniach na podwyżki w skali większej niż 25pb. J. Powell nie dostarczył żadnych nowych informacji dotyczących perspektyw bilansu Fed potwierdzając jedynie, że jego zmniejszanie będzie wcześniejsze i szybsze niż w poprzednim cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Uwzględniając

lutowe, lepsze od oczekiwań, dane z amerykańskiego rynku pracy (patrz poniżej) dostrzegamy rosnące ryzyko 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).

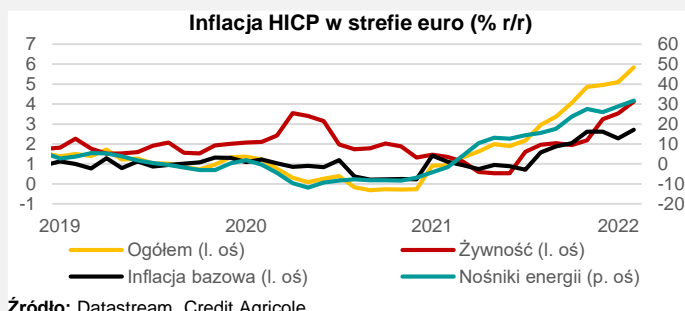
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w lutym o 678 tys. wobec wzrostu o 481 tys. w styczniu (rewizja w górę ze 467 tys.) i ukształtowało się wyraźnie powyżej oczekiwań



Źródło: Datastream, Credit Agricole

rynku (wzrost o 440 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w turystyce i rekreacji (+179,0 tys.), oświacie i służbie zdrowia (+112 tys.) oraz w usługach biznesowych (+95,0 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w lutym do 3,8% wobec 4,0% w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (3,9%). Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej zwiększył się w lutym do 62,3% wobec 62,2% w styczniu, 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 215 tys. wobec 233 tys. dwa tygodnie temu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (225 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków nie zmieniła się i wyniosła 1,5 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 zwiększył się w lutym do 58,6 pkt. wobec 57,6 pkt. w styczniu i ukształtował się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (58,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych 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 lekki spadek tempa wzrostu cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, co wskazuje na stopniowe zmniejszanie się barier podażowych. Niemniej warto zaznaczyć, że pozostają one istotnym czynnikiem ograniczającym aktywność w amerykańskim przetwórstwie. Spadek odnotował natomiast indeks ISM dla usług, który zmniejszył się w lutym do 56,5 pkt. wobec 59,9 pkt. w styczniu. Struktura danych wskazuje, że głównym źródłem słabszych nastrojów w sektorze usług były niższe zamówienia, co może wskazywać na negatywny wpływ wysokiej inflacji na popyt konsumpcyjny. Ze względu na wojnę w 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%.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w lutym do 5,8% r/r wobec 5,1% w styczniu, kształtując się lekko powyżej naszej prognozy (5,7%) i wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (5,4%). Tym samym inflacja w strefie euro osiągnęła nowy najwyższy poziom w historii. Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen we wszystkich głównych kategoriach: „usługi”, „żywność”, „nośniki energii” oraz „dobra przemysłowe”. Jednocześnie inflacja bazowa zwiększyła się w lutym do 2,7% r/r wobec 2,3% w styczniu, co jest jej nowym rekordowym poziomem. Uważamy, że inflacja w strefie euro



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen we wszystkich głównych kategoriach: „usługi”, „żywność”, „nośniki energii” oraz „dobra przemysłowe”. Jednocześnie inflacja bazowa zwiększyła się w lutym do 2,7% r/r wobec 2,3% w styczniu, co jest jej nowym rekordowym poziomem. Uważamy, że inflacja w strefie euro

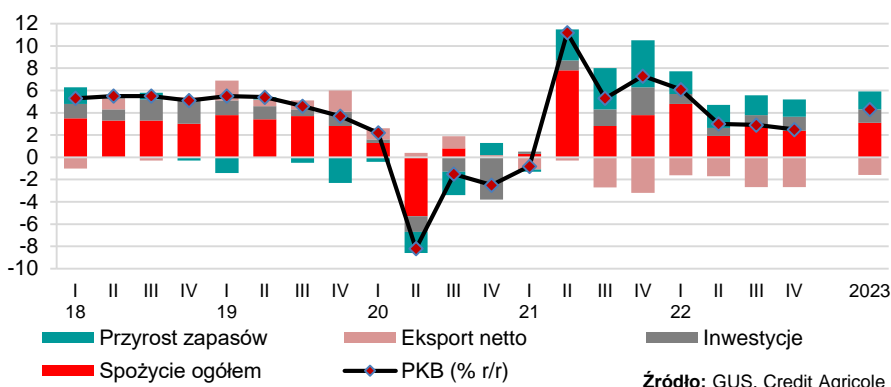
osiągnie w II kw. br. swoje maksimum i w kolejnych kwartałach będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym. Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem oczekujemy, że w całym 2022 r. wyniesie ona 5,7% r/r wobec 2,6% w 2021 r., a w 2023 r. spadnie ona do 2,6%. Uważamy, że inflacja w strefie euro spadnie poniżej poziomu 5% r/r dopiero w IV kw. 2022 r. Głównym czynnikiem ryzyka w górę dla naszego scenariusza pozostaje ewentualny dalszy wzrost cen ropy naftowej związany m.in. z możliwym wprowadzeniem przez kraje Zachodu embarga na rosyjską ropę naftową.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.

Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w lutym do 50,4 pkt. wobec 49,1 pkt. w styczniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (49,3 pkt.). W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zapasów oraz czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługuje najszybszy od czerwca 2021 r. wzrost nowych zamówień ogółem. W tym samym czasie zamówienia eksportowe obniżyły się, co sugeruje, że źródłem wyższych zamówień ogółem był silniejszy popyt wewnętrzny. W danych warto zwrócić uwagę, że choć czas dostaw wydłużył się w lutym, to tempo jego wzrostu było wolniejsze niż przed miesiącem. Mimo, to w lutym odnotowano wzrost składowych zarówno dla cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, jak i dóbr finalnych. Wskazuje to, że choć bariery podażowe na świecie w ostatnich miesiącach zmniejszały się, to pozostają one istotnym czynnikiem ograniczającym aktywność w chińskim przetwórstwie. Prognozujemy, że PKB w Chinach zwiększy się w 2022 r. o 4,9% r/r wobec wzrostu o 8,1% w 2021 r., w 2023 r. wzrośnie o 5,3%. Dostrzegamy ryzyko w górę dla tego scenariusza ze względu na wydzwięk dorocznego Ogólnochińskiego Zgromadzenia Przedstawicieli Ludowych, podczas którego ustalono cel dla wzrostu gospodarczego w Chinach w 2022 r. na poziomie „ok. 5,5%”

Prognozy na lata 2022-2023

W poprzedniej MAKROmapie zarysowaliśmy w sposób ogólny implikacje wojny w Ukrainie dla sytuacji gospodarczej oraz zasygnalizowaliśmy główne czynniki ryzyka dla naszej średnioterminowej prognozy makroekonomicznej. Poniżej prezentujemy zrewidowany scenariusz makroekonomiczny na lata 2022-2023 uwzględniający napływające w ostatnich dniach informacje dotyczące przebiegu wojny w Ukrainie. Jednocześnie musimy podkreślić, że nasze prognozy charakteryzują się znacząco większą niepewnością niż zazwyczaj z uwagi na trudności w przewidzeniu m.in. dalszego przebiegu działań militarnych, skali i skuteczności sankcji nałożonych na Rosję i Białoruś, napływu uchodźców z Ukrainy do Polski i wielu czynników geopolitycznych towarzyszących wojnie w Ukrainie.



Oczekujemy, że dynamika PKB wyniesie 3,5% r/r w 2022 r. (4,3% przed rewizją). Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że przed wybuchem wojny w Ukrainie dostrzegaliśmy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego, a tym samym skala rewizji w dół dynamiki PKB jest de facto wyraźnie większa niż 0,8 pkt. proc. wskazane powyżej. Uważamy, że wojna w

Ukrainie i sankcje nałożone na Rosję i Białoruś przyczynią się do trwałego spadku łącznego eksportu z Polski do tych trzech państw o 70%. Przy innych warunkach niezmiennych oddziaływałoby to w kierunku spowolnienia wzrostu eksportu Polski o 4,6 pkt. proc. i wzrostu PKB o 2,8 pkt. przez jeden rok od

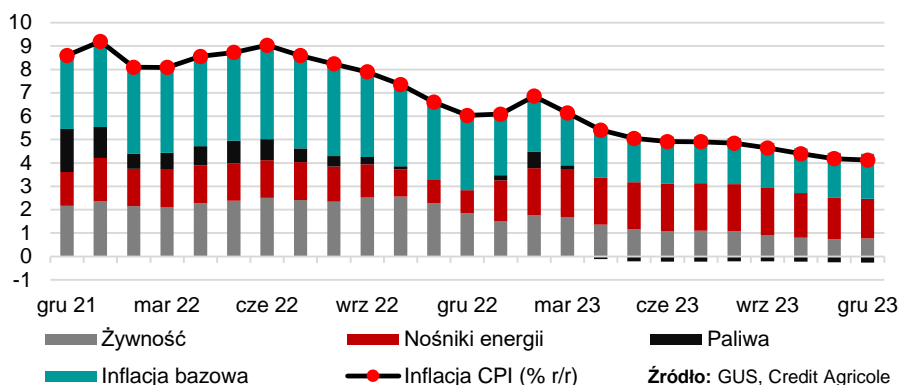
wystąpienia szoku. Ten negatywny efekt będzie jednak częściowo ograniczany przez spowolnienie importu, reorientację geograficzną eksportu oraz oczekiwane przez nas rządowe pakiety pomocowe kierowane do firm, których przychody znacząco spadną w związku z załamaniem się sprzedaży do trzech wymienionych krajów. Wsparciem dla eksportu będzie również zwiększenie wydatków na obronność zapowiedziane przez niemiecki rząd poprzez wzrost popytu na dobra pośrednie produkowane w Polsce. Efekt ten zmaterializuje się zapewne dopiero w 2023 r.

Podwyższona niepewność dotycząca dalszego przebiegu wojny w Ukrainie będzie oddziaływała w kierunku spowolnienia wzrostu inwestycji przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (zakupy nowych mieszkań) w br. Wzrost wydatków na obronność zapowiedziany przez rząd przyczyni się do zwiększenia wydatków publicznych, ale dopiero w 2023 r. Tym samym prognozujemy, że inwestycje wzrosną o 5,8% r/r w 2022 r. wobec 8,0% w 2021 r.

Napływ uchodźców z Ukrainy do Polski spowoduje wzrost podaży pracy, co będzie czynnikiem hamującym wzrost wynagrodzeń. Uważamy jednocześnie, że w skali całej gospodarki, wpływ ten będzie miał ograniczone znaczenie biorąc pod uwagę fakt, że będą to osoby, które zazwyczaj będą wykonywać proste prace, niewymagające wysokich kwalifikacji. Tym samym będzie on zmniejszał presję na wzrost wynagrodzeń w wąskim segmencie rynku pracy, a efekt ten pojawi się z pewnym opóźnieniem. Statystyki BAEL dotyczące rynku pracy (opracowane na podstawie badań ankietowych) prawdopodobnie odnotują wzrost zatrudnienia uchodźców tylko w ograniczonym zakresie. Takie problemy występowały już przy dotychczasowym szacowaniu skali zatrudnienia migrantów z Ukrainy w ostatnich latach. Tym samym, podnieśliśmy prognozę liczby pracujących poza rolnictwie, w 2022-2023 w ograniczonym zakresie, chociaż faktyczny wzrost liczby pracujących będzie zdecydowanie wyższy. Na chwilę obecną nie jest jasne, w jakim stopniu napływ Ukraińców do Polski będzie oddziaływał na zmiany stopy bezrobocia. Trudno precyzyjnie stwierdzić, czy i w jakim stopniu takie osoby będą się rejestrowały w urzędach pracy (niepewnością charakteryzują się również uwarunkowania prawne w tym zakresie). W konsekwencji, rewizja naszej prognozy stopy bezrobocia była nieznaczna.

Dane o sprzedaży detalicznej i wydatkach kartami płatniczymi banku za styczeń i luty br. sygnalizują, że tempo wzrostu konsumpcji utrzyma się w I kw. na wysokim poziomie, przewyższającym nasze wcześniejsze oczekiwania. Z drugiej strony, z uwagi na podwyższoną niepewność gospodarstwa domowe będą ograniczały spożycie w najbliższych miesiącach, w szczególności w zakresie zakupów dóbr trwałego użytku. Wraz z deeskalacją wojny w Ukrainie tempo wzrostu konsumpcji przyspieszy w umiarkowanym tempie. Pomimo wysokiego wzrostu nominalnych wynagrodzeń, realna siła nabywcza gospodarstw domowych będzie ograniczana przez inflację utrzymującą się na wysokim poziomie. Dodatkowy popyt ze strony uchodźców, finansowany po części transferami rządowymi, jak również pomoc materialna ze strony Polaków, będą wspierać konsumpcję. W rezultacie, oczekujemy, że dynamika spożycia prywatnego wyniesie 4,0% r/r w br. wobec 6,2% w 2021 r., przy czym szczególnie silny negatywny wpływ niepewności dotyczącej konsekwencji wojny w Ukrainie zaznaczy się głównie w II kw.

Prognozy większości składowych wzrostu PKB w 2022 r. zostały przez nas zrewidowane w dół. Jednocześnie jesteśmy dosyć optymistyczni jeśli chodzi o perspektywy wzrostu gospodarczego na 2023 r. Wraz z deeskalacją sytuacji w Ukrainie, negatywny wpływ podwyższonej niepewności na konsumpcję i inwestycje będzie wygasał. Plany zwiększenia wydatków na obronność w Polsce i za granicą będą stanowiły impuls do wzrostu nakładów brutto na środki trwałe i eksportu. Uważamy, że w ostatnich tygodniach prawdopodobieństwo szybszego zakończenia sporu na linii Polska-UE zwiększyło się, co przybliży Polskę do uruchomienia Narodowego Planu Odbudowy. Dodatkowo, dynamika PKB w 2023 r. będzie wspierana przez efekty niskiej bazy z 2022 r. Podsumowując, podnieśliśmy naszą prognozę wzrostu gospodarczego w 2023 r. do 4,3% r/r z 3,8% przed rewizją.



Zrewidowaliśmy również naszą prognozę inflacji. Oczekujemy, że wyniesie ona 8,0% r/r w br. i 5,1% w 2023 r. Głównymi czynnikami proinflacyjnymi są słabszy kurs złotego oraz silny wzrost cen nośników energii i surowców rolnych. Należy zwrócić uwagę, że dalszy przebieg tych wskaźników charakteryzuje się podwyższoną niepewnością. W naszej prognozie

założyliśmy, że czas obowiązywania Tarczy Antyinflacyjnej zostanie wydłużony do końca 2023 r. Jeśli tarcza została wygaszona wcześniej (w sierpniu br., czy w styczniu 2023 r.) to zgodnie z naszymi szacunkami inflacja przekroczyłaby wówczas 10%. Uważamy, że rząd będzie chciał uniknąć materializacji takiego scenariusza biorąc pod uwagę wybory parlamentarne zaplanowane na 2023 r.

Wojna w Ukrainie jest szczególnie istotna z punktu widzenia ścieżki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Uważamy, będzie ona oddziaływała na ceny żywności poprzez kilka kanałów:

- Oczekujemy silnego wzrostu cen zbóż i roślin oleistych, ze względu na duże znaczenie Ukrainy w światowym eksporcie w tych kategoriach. Znajdzie on odzwierciedlenie w wyższej dynamice cen w kategoriach „pieczywo i produkty zbożowe” oraz „oleje i tłuszcze”. Ponadto, wyższe ceny zbóż i roślin oleistych doprowadzą do wzrostu cen pasz, co będzie podbijać ceny produktów pochodzenia zwierzęcego takich jak mięso, produkty mleczne czy jaja.
- Wojna w Ukrainie poprzez wzrost cen gazu spowoduje dalszy wzrost cen nawozów. Wyższe ceny nawozów również będą sprzyjać wzrostowi cen zbóż i roślin oleistych, co doprowadziłoby do wzmocnienia opisanego wyżej mechanizmu.
- Obserwowany obecnie silny wzrost cen ropy naftowej będzie zwiększał wykorzystanie surowców rolnych do produkcji biopaliw, dodatkowo podbijając ich ceny.
- Ze względu na globalizację rynków rolnych, ceny surowców rolnych w Polsce zależą od cen na głównych giełdach surowcowych, które są nominowane w euro lub w dolarach. Stąd obserwowane obecnie osłabienie złotego będzie prowadzić do podwyżek cen surowców rolnych wyrażonych w złotych.

Uwzględniając powyższe czynniki uważamy, że wojna w Ukrainie będzie miała bardzo silny i szeroki wpływ na ceny żywności, od cen produktów pochodzenia roślinnego, po ceny produktów pochodzenia zwierzęcego. Z tego powodu w naszym scenariuszu zakładamy utrzymanie Tarczy Antyinflacyjnej do końca 2023 r. Dopuszczamy również wprowadzenie przez rząd cen regulowanych w przypadku wybranych produktów, choć będzie miało to naszym zdaniem zanedbywalny wpływ na dynamikę cen. W konsekwencji prognozujemy, że inflacja w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” zwiększy się w 2022 r. do 9,2% r/r wobec 3,2% w 2021 r., a w 2023 r. obniży się do 4,6% (odpowiednio 6,7% i 3,3% przed rewizją). Głównymi czynnikami ryzyka dla naszego scenariusza cen żywności jest przebieg wojny w Ukrainie, polityka Rosji w obszarze eksportu zbóż (dostrzegamy ryzyko samoizolacji rosyjskiego rynku żywnościowego w celu stabilizacji cen na rynku wewnętrznym), kształtowanie się cen ropy naftowej oraz gazu, ostateczny horyzont obowiązywania Tarczy Antyinflacyjnej, a także warunki agrometeorologiczne wśród największych światowych producentów żywności.

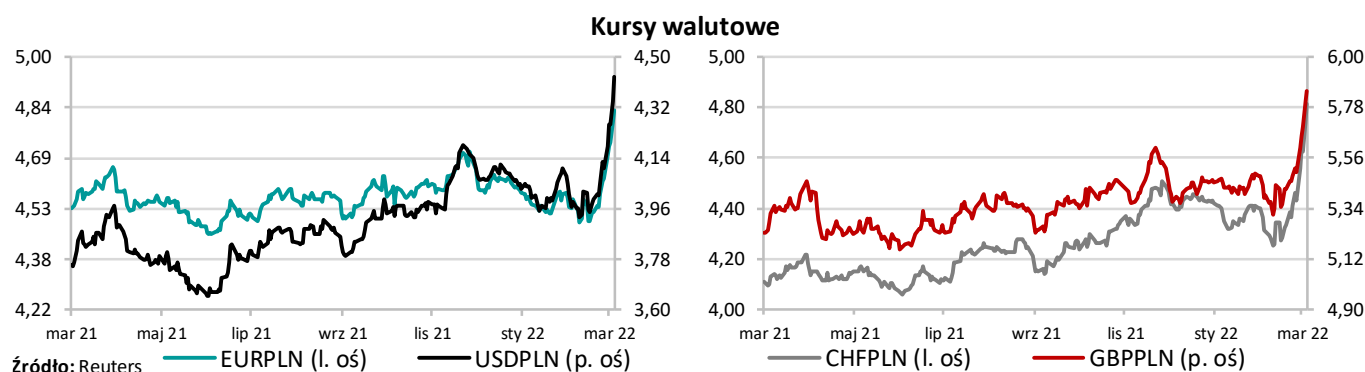
Uważamy, że ustalając parametry polityki pieniężnej RPP skupi się na wspieraniu wzrostu PKB, tolerując znaczące przestrzelenie celu inflacyjnego przez dłuższy czas. Tym samym oczekujemy, że odpowiedzią RPP na trwającą wojnę w Ukrainie nie będzie znaczące przyspieszenie tempa zacieśnienia polityki pieniężnej (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. Oczekujemy, że na kolejnych trzech posiedzeniach Rady stopy procentowe zostaną podniesione po 50pb, a tym samym stopa referencyjna wyniesie 4,25% na koniec maja br.

Oczekujemy, że w krótkim okresie Ministerstwo Finansów i NBP będą periodycznie interweniować na rynku walutowym w celu zmniejszenia nadmiernej zmienności na rynku, w szczególności ograniczenia silnej deprecjacji złotego. Oczekujemy, że na koniec marca br. kurs EURPLN wyniesie 4,80. Wraz z deeskalacją wojny w Ukrainie i spadkiem globalnej awersji do ryzyka złoty będzie się umacniać. Wsparciem dla polskiej waluty będą również potencjalne informacje o uruchomieniu Krajowego Planu Odbudowy. Prognozujemy, że kurs EURPLN wyniesie 4,50 na koniec br. i 4,40 na koniec 2023 r.

Dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszego scenariusza związane z ewentualnym wprowadzeniem embarga na import ropy z Rosji. W niedzielę sekretarz stanu USA A. Blinken poinformował, że USA i ich europejscy sojusznicy dyskutują na temat wprowadzenia takiego rozwiązania. Wprowadzenie embarga przyczyniłoby się do wzrostu inflacji oraz pogorszenia koniunktury w Polsce i zagranicą, a tym samym silniejszego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Kolejnym czynnikiem ryzyka jest stopień zaangażowania państw NATO w konflikt. Ewentualne wprowadzenie strefy zakazu lotów (tzw. *no-fly zone*) nad Ukrainą znacząco zwiększyłoby niepewność, co oddziaływałoby w kierunku głębszego spowolnienia konsumpcji i inwestycji oraz osłabienia kursu złotego.

NBP pozostanie aktywny na rynku walutowym

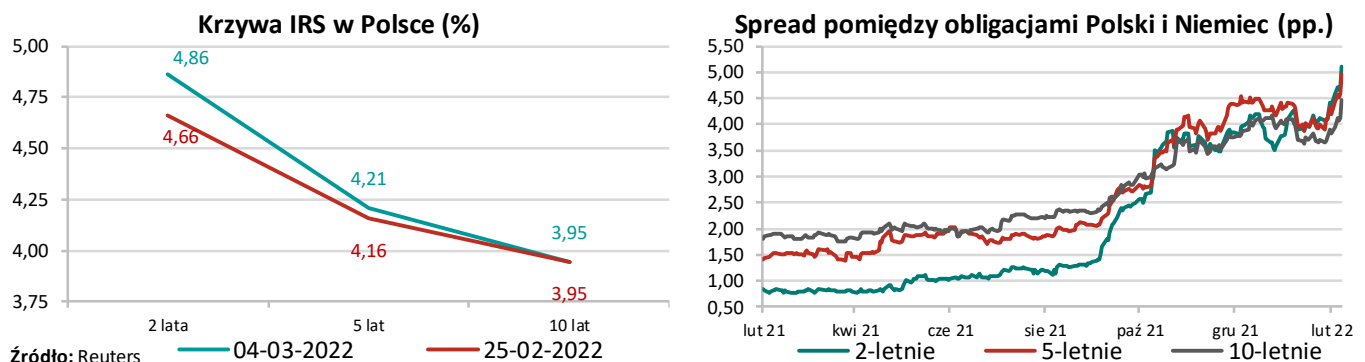


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,8357 (osłabienie złotego o 4,4%). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z wyraźnym osłabieniem złotego oraz innych walut regionu (m.in. forinta i korony czeskiej) w reakcji na silny wzrost awersji do ryzyka związany z wojną w Ukrainie. NBP dokonał w ubiegłym tygodniu kilku interwencji walutowych (we wtorek, w środę i w piątek). Agencja Reuters wskazuje, że przeprowadzona w piątek interwencja była skoordynowana wraz z CNB. Warto zauważyć, że interwencje NBP nie były ukierunkowane na obronę określonego poziomu kursu, lecz ich celem było zmniejszenie jego zmienności i ograniczenie prawdopodobieństwa jego gwałtownej deprecjacji. Mimo wysokiej aktywności NBP na rynku walutowym, w piątek kurs EURPLN przejściowo osiągnął poziom 4,88. Na podstawie analizy zmienności kursu EURPLN oraz komunikatu PAP, zgodnie z którym Ministerstwo Finansów zapowiedziało wymianę swoich środków walutowych bezpośrednio na rynku walutowym a nie w NBP, uważamy, że poza NBP na rynku walutowym w ubiegłym tygodniu aktywne było również Ministerstwo Finansów.

Ze względu na silny wzrost awersji do ryzyka w zeszłym tygodniu obserwowaliśmy dalsze umocnienie dolara względem euro. W efekcie, w piątek kurs EURUSD obniżył się przejściowo poniżej poziomu 1,09. Z tego samego powodu w ubiegłym tygodniu doszło również do spadku kursu EURCHF, który w piątek na koniec dnia osiągnął parytet.

W tym tygodniu dostrzegamy ryzyko dalszej deprecjacji złotego w związku z wojną w Ukrainie. Ewentualna dalsza deprecjacja złotego będzie miała niekorzystny wpływ na stabilność sektora finansowego. Dlatego oczekujemy, że NBP i Ministerstwo Finansów będą nadal starać się ograniczać wahania kursu EURPLN poprzez interwencje walutowe i sprzedaż środków unijnych. W tym tygodniu możemy mieć również do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego ze względu na posiedzenia RPP i EBC. Pozostałe dane z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

Posiedzenia RPP i EBC zwiększą zmienność stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,86 (wzrost o 20pb), 5-letnie do 4,21 (wzrost o 5pb), a 10-letnie nie zmieniły się i wyniosły 3,95. W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego wzrostu rentowności widocznego na krótkim końcu krzywej. Wynikało to z nasilających się obaw inwestorów o to, 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, na krajowym rynku pojawiła się zwiększona podaż obligacji ze strony inwestorów zamykających swoje pozycje. W konsekwencji obserwowany był dalszy wzrost spreadów pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami.

W tym tygodniu stawki IRS pozostaną pod wpływem wojny w Ukrainie. W konsekwencji oczekujemy dalszej presji na wzrost stawek IRS na krótkim końcu krzywej oraz zwiększenie spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. Jednocześnie we wtorek i w czwartek możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością stawek IRS ze względu na posiedzenia RPP i EBC. 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 | 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 | mar 22 |
| Stopa referencyjna NBP* (%) | 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 | 3,25 |
| Kurs EURPLN* | 4,52 | 4,63 | 4,56 | 4,48 | 4,52 | 4,56 | 4,52 | 4,60 | 4,60 | 4,65 | 4,58 | 4,58 | 4,69 | 4,80 |
| Kurs USDPLN* | 3,74 | 3,95 | 3,79 | 3,66 | 3,81 | 3,84 | 3,83 | 3,98 | 3,98 | 4,10 | 4,03 | 4,08 | 4,18 | 4,34 |
| Kurs CHFPLN* | 4,11 | 4,18 | 4,15 | 4,07 | 4,12 | 4,24 | 4,18 | 4,27 | 4,35 | 4,47 | 4,42 | 4,40 | 4,56 | 4,53 |
| Inflacja CPI (r/r, %) | 2,4 | 3,2 | 4,3 | 4,7 | 4,4 | 5,0 | 5,5 | 5,9 | 6,8 | 7,8 | 8,6 | 9,2 | 8,1 | |
| Inflacja bazowa (r/r, %) | 3,7 | 3,9 | 3,9 | 4,0 | 3,5 | 3,7 | 3,9 | 4,2 | 4,5 | 4,7 | 5,3 | 6,1 | 6,3 | |
| Produkcja przemysłu (r/r, %) | 2,5 | 18,6 | 44,2 | 29,6 | 18,1 | 9,6 | 13,1 | 8,7 | 7,6 | 14,9 | 16,3 | 19,2 | 17,4 | |
| Inflacja PPI (r/r, %) | 2,2 | 4,2 | 5,5 | 6,6 | 7,2 | 8,4 | 9,6 | 10,3 | 12,0 | 13,6 | 14,4 | 14,8 | 15,0 | |
| Sprzedaż detaliczna (r/r, %) | -2,7 | 17,1 | 25,7 | 19,1 | 13,0 | 8,9 | 10,7 | 11,1 | 14,4 | 21,2 | 16,9 | 20,0 | 17,4 | |
| Wynagrodzenie w SP (r/r, %) | 4,5 | 8,0 | 9,9 | 10,1 | 9,8 | 8,7 | 9,5 | 8,7 | 8,4 | 9,8 | 11,2 | 9,5 | 9,9 | |
| Zatrudnienie w SP (r/r, %) | -1,7 | -1,3 | 0,9 | 2,7 | 2,8 | 1,8 | 0,9 | 0,6 | 0,5 | 0,7 | 0,5 | 2,3 | 2,2 | |
| Stopa bezrobocia rej.* (%) | 6,6 | 6,4 | 6,3 | 6,1 | 6,0 | 5,9 | 5,8 | 5,6 | 5,5 | 5,4 | 5,4 | 5,5 | 5,5 | |
| Saldo ROB (mln EUR) | 652 | 71 | 1582 | -38 | -494 | -1362 | -1530 | -651 | -856 | -628 | -3957 | -886 | | |
| Eksport (r/r, %, EUR) | 5,6 | 27,7 | 66,6 | 41,4 | 23,4 | 12,0 | 18,1 | 12,7 | 9,7 | 16,3 | 19,4 | 25,2 | | |
| Import (r/r, %, EUR) | 6,0 | 23,6 | 55,6 | 52,7 | 36,6 | 20,8 | 30,7 | 21,8 | 20,9 | 29,5 | 35,9 | 39,4 | | |

* 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 | 7,3 | 6,1 | 3,0 | 2,9 | 2,5 | 5,7 | 3,5 | 4,3 | |
| Konsumpcja (% r/r) | 0,1 | 13,1 | 4,7 | 7,9 | 7,3 | 2,0 | 3,5 | 3,2 | 6,2 | 4,0 | 4,5 | |
| Inwestycje (% r/r) | 1,7 | 5,6 | 9,3 | 11,7 | 6,9 | 4,8 | 5,8 | 5,8 | 8,0 | 5,8 | 7,0 | |
| Eksport (ceny stałe, % r/r) | 7,3 | 29,2 | 8,6 | 6,0 | 8,1 | 7,0 | 6,2 | 5,4 | 12,0 | 6,6 | 7,6 | |
| Import (ceny stałe, % r/r) | 10,3 | 34,5 | 15,2 | 13,2 | 12,0 | 10,8 | 11,1 | 10,3 | 17,4 | 11,0 | 10,5 | |
| Wkłady do wzrostu PKB | Spożycie prywatne (pp.) | 0,0 | 7,2 | 2,7 | 3,9 | 4,4 | 1,1 | 2,0 | 1,6 | 3,4 | 2,2 | 2,5 |
| | Inwestycje (pp.) | 0,2 | 0,9 | 1,5 | 2,5 | 0,9 | 0,7 | 0,9 | 1,3 | 1,3 | 0,9 | 1,2 |
| | Eksport netto (pp.) | -1,1 | -0,3 | -2,7 | -3,2 | -1,6 | -1,7 | -2,7 | -2,7 | -1,9 | -2,2 | -1,6 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)*** | 2,7 | 1,8 | 0,7 | -0,9 | -1,3 | -1,4 | -1,6 | -1,7 | -0,9 | -1,7 | -1,9 | |
| Stopa bezrobocia (%)** | 6,4 | 6,0 | 5,6 | 5,4 | 5,4 | 5,0 | 5,1 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | |
| Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r) | 0,1 | 3,1 | 2,7 | 2,6 | 1,5 | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 2,1 | 0,9 | 0,1 | |
| Wynagrodzenia w GN (% r/r) | 6,6 | 9,6 | 9,4 | 9,8 | 9,8 | 9,2 | 8,7 | 8,6 | 8,9 | 9,1 | 8,1 | |
| Inflacja CPI (%)* | 2,7 | 4,5 | 5,5 | 7,7 | 8,5 | 8,8 | 8,2 | 6,7 | 5,1 | 8,0 | 5,1 | |
| 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 | 4,80 | 4,75 | 4,55 | 4,50 | 4,58 | 4,50 | 4,40 | |
| USDPLN** | 3,95 | 3,81 | 3,98 | 4,03 | 4,34 | 4,13 | 3,92 | 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** | CA | RYNEK** |
| Poniedziałek 07.03.2022 r. | | | | | | | |
| | Chiny | Bilans handlowy (mld USD) | Luty | 94,5 | | 99,5 | |
| 8:00 | Niemcy | Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m) | Styczeń | 2,8 | | 1,0 | |
| 10:30 | Strefa euro | Indeks Sentix (pkt.) | Marzec | 16,6 | | 5,3 | |
| Wtorek 08.03.2022 r. | | | | | | | |
| | Polska | Decyzja o stopach procentowych NBP (%) | Marzec | 2,75 | 3,25 | 3,25 | |
| 8:00 | Niemcy | Produkcja przemysłowa (% m/m) | Styczeń | -0,3 | | 0,5 | |
| 11:00 | Strefa euro | Zrewidowany PKB (% r/r) | IV kw. | 4,6 | 4,6 | 4,6 | |
| 11:00 | Strefa euro | Zrewidowany PKB (% kw/kw) | IV kw. | 0,3 | 0,3 | 0,3 | |
| 11:00 | Strefa euro | Zatrudnienie (% r/r) | IV kw. | 2,1 | | | |
| 16:00 | USA | Zapasy w hurtowniach (% m/m) | Styczeń | 0,8 | | | |
| 16:00 | USA | Sprzedaż hurtowa (% m/m) | Styczeń | 0,2 | | | |
| Środa 09.03.2022 r. | | | | | | | |
| 2:30 | Chiny | Inflacja PPI (% r/r) | Luty | 9,1 | | 8,7 | |
| 2:30 | Chiny | Inflacja CPI (% r/r) | Luty | 0,9 | | 0,8 | |
| Czwartek 10.03.2022 r. | | | | | | | |
| 13:45 | Strefa euro | Decyzja o stopach procentowych EBC (%) | Marzec | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| 14:00 | Polska | Minutes z posiedzenia RPP | Marzec | | | | |
| 14:30 | USA | Liczba nowych bezrobotnych (tys.) | o/tydzień | 215 | | | |
| 14:30 | USA | Inflacja CPI (% m/m) | Luty | 0,6 | 0,8 | 0,8 | |
| 14:30 | USA | Inflacja bazowa CPI (% m/m) | Luty | 0,6 | 0,5 | 0,5 | |
| Piątek 11.03.2022 r. | | | | | | | |
| 16:00 | USA | Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.) | Marzec | 62,8 | 62,0 | 61,3 | |

* 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