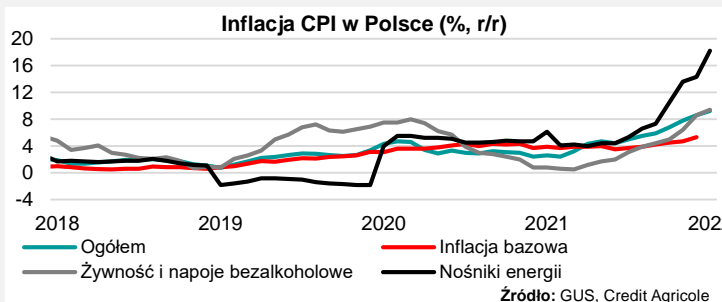


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych o 25pb, a tym samym docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [0,25%, 0,50%]. Istnieje ryzyko, że z uwagi na podwyższoną inflację FOMC podejmie decyzje o podwyżce stóp o 50bp, jednak nie jest to nasz scenariusz bazowy. Uważamy, że niepewność dotycząca dalszego przebiegu wojny w Ukrainie będzie ważnym argumentem na rzecz mniejszej skali zacieśnienia polityki pieniężnej. Oczekujemy, że komunikat i konferencja po posiedzeniu FOMC będą utrzymane w relatywnie jastrzębim tonie, wskazując na konieczność kontynuacji zaostrzenia polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Jednocześnie J. Powell zwróci uwagę na niepewność dotyczącą perspektyw makroekonomicznych, która utrudnia podejmowanie decyzji w polityce pieniężnej. Po posiedzeniu zostaną opublikowane wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej. Oczekujemy, że ścieżka inflacji zostanie zrewidowana w górę względem prognoz przedstawionych w grudniu. Mediana oczekiwań członków FOMC przedstawiona w marcowej projekcji zasygnalizuje cztery lub pięć podwyżek stóp procentowych w br. Podtrzymujemy nasz scenariusz, w którym stopy procentowe zostaną podniesione łącznie o 100pb (cztery podwyżki po 25pb). Jeśli inflacja będzie kształtowała się powyżej oczekiwań FED możliwe jest przyspieszenie tempa zacieśniania polityki pieniężnej. Mimo, że decyzja o podwyżce stóp procentowych o 25bp na posiedzeniu w tym tygodniu jest zgodna z oczekiwaniami rynkowymi, to w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 0,8% m/m w lutym z 1,4% m/m w styczniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w lutym o 0,4% m/m wobec wzrostu o 3,8% w styczniu ze względu na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1685 tys. w lutym wobec 1638 tys. w styczniu), pozwoleń na budowę (1838 tys. wobec 1895 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,08 mln wobec 6,50 mln) zasygnalizują lekki spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- We wtorek opublikowane zostaną dane z Chin.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 3,2% w okresie styczeń-luty z 4,3% w grudniu z uwagi na dążenie rządu do ograniczenia zanieczyszczenia powietrza w trakcie zimowych igrzysk olimpijskich. Oczekujemy, że wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 5,3% r/r w okresie styczeń-luty z 1,7% w grudniu ze względu na poprawę sytuacji epidemiologicznej w Chinach i efekty niskiej bazy. Uważamy, że dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich zwiększyła się do 6,0% w okresie styczeń-luty z 4,9% w grudniu z uwagi na przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych realizowanych przez chiński rząd. Uważamy, że publikacje danych z Chin będą neutralne dla kursu złotego i cen polskiego długu.
- We wtorek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w styczniu** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do -886 mln EUR wobec -3957 mln EUR w grudniu, będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda obrotów towarowych i napływu środków unijnych. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z 19,4% r/r w grudniu do 25,2% w styczniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 35,9% r/r do 39,4%. Wzrost obu dynamik będzie spójny z odnotowanym w styczniu przyspieszeniem produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

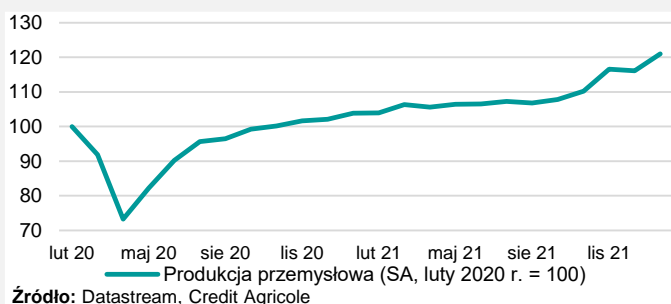
W wtorek opublikowane zostaną dane o lutowej inflacji w Polsce. Jednocześnie podane zostaną nowe wagi kategorii koszyka inflacyjnego i zrewidowany poziom inflacji w styczniu. Oczekujemy, że roczna dynamika cen zmniejszyła się do 8,1% wobec 9,2% w styczniu ze



względu na uruchomienie dalszych działań w ramach Tarczy Antyinflacyjnej (por. MAKROMapa z 17.01.2022). Z uwagi na rewizję wag koszyka i trudności w ocenie skali oddziaływania Tarczy Antyinflacyjnej na ceny żywności nasza prognoza charakteryzuje się podwyższoną niepewnością. Prognoza ta kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (8,3%), a tym samym jej materializacja będzie oddziaływała w kierunku lekkiego osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.

W piątek opublikowane zostaną lutowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się nieznacznie do 2,2% r/r wobec 2,3% z uwagi na oddziaływanie efektów wysokiej bazy. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymała się w lutym na wysokim poziomie (9,9% r/r wobec 9,5% w styczniu). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W piątek poznamy dane o lutowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do 17,4% r/r wobec 19,2% w grudniu. Silne zwiększenie odsezonowanej produkcji odnotowane w styczniu (4,2% m/m) ogranicza potencjał do dalszego przyspieszenia aktywności



w przemyśle. Jednocześnie korzystne efekty kalendarzowe oddziaływały w kierunku wzrostu produkcji przemysłowej w lutym. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej konsensusu (16,2%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o podniesieniu stopy referencyjnej z 2,75% do 3,50%. Skala podwyżki stóp o 75 pb była wyższa od naszej prognozy (50 pb), zgodnej z konsensusem rynkowym. W komunikacie po posiedzeniu Rada odnotowała, że agresja zbrojna Rosji na Ukrainę przyczyniła się do ponownego wzrostu cen gazu ziemnego, ropy naftowej, węgla i części surowców rolnych, a w konsekwencji dalszego zwiększenia presji inflacyjnej. Jest to naszym zdaniem czynnikiem, który częściowo wyjaśnia, dlaczego Rada zdecydowała się na podwyżkę stóp w skali większej niż w poprzednich trzech miesiącach. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również wyniki marcowej projekcji ekonomicznej NBP. Wskazują one, że średnioroczna inflacja ukształtuje się w latach 2022-2024 wyraźnie powyżej górnej granicy dopuszczalnej odchyień od celu inflacyjnego RPP (3,5%). Jednocześnie prognoza PKB sugeruje, że krótkookresowy wpływ wojny w Ukrainie na aktywność gospodarczą w Polsce nie będzie znaczący (por. MAKROPuls z 08.03.2022). Rada zadeklarowała, że jej dalsze decyzje

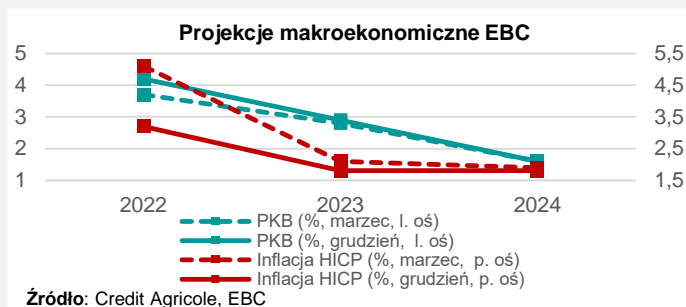
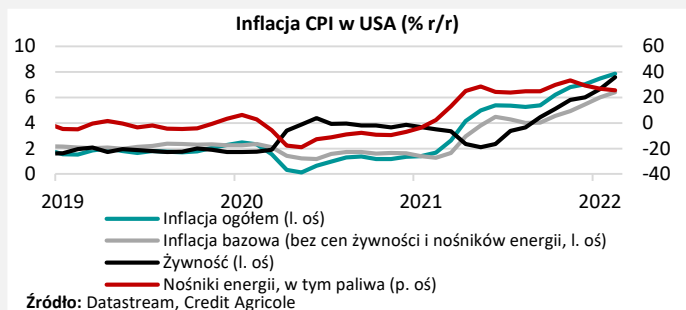
będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę. W ubiegłym tygodniu miała również miejsce konferencja prasowa A. Glapińskiego, która została utrzymana w jastrzębim tonie. Prezes NBP powiedział, że cała RPP jest zdeterminowana, aby w możliwe krótkim czasie doprowadzić inflację do celu i zapowiedział dalsze podwyżki stóp procentowych. Zaznaczył jednocześnie, że wskazywany przez niego kilka tygodni wcześniej górny pułap dla stopy referencyjnej na poziomie 4,0-4,5% uległ obecnie podwyższeniu. Jednocześnie prezes zwrócił uwagę, że gdyby sytuacja gospodarcza wymagała szybszej reakcji polityki pieniężnej, RPP mogłaby spotykać się częściej niż raz w miesiącu. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP, wyniki marcowej projekcji inflacji NBP (por. MAKROpuls z 8.03.2022), a także jastrzębi wydzwięk wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Rada będzie kontynuowała cykl zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. Dostrzegamy jednak znaczące ryzyko, że dalszy wzrost cen surowców energetycznych i żywnościowych skłonią Radę do zakończenia cyklu podwyżek stopy referencyjnej na poziomie wyższym niż przewidywany w naszej obecnej prognozie (4,25%).

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja CPI zwiększyła się w lutym do 7,9% r/r wobec 7,5% w styczniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jest to jednocześnie najwyższy poziom inflacji w USA od stycznia 1982 r.

Wzrost inflacji wynikał z wyższej inflacji bazowej (6,4% r/r w lutym wobec 6,0% w styczniu – najwyższy poziom od sierpnia 1982 r.) oraz wzrostu dynamiki cen żywności, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen nośników energii. Warto odnotować, że choć początkowo wzrost inflacji był obserwowany głównie w kategoriach, w których mieliśmy do czynienia z realizacją odłożonego popytu, to obecnie ma on bardzo szeroki zakres produktowy. Wskazuje to na narastającą presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. Uważamy, że ze względu na wzrost cen surowców związany z wojną w Ukrainie inflacja USA w najbliższych miesiącach przekroczy 8%. W drugiej połowie br. inflacja będzie kształtowała się w łagodnym trendzie spadkowym obniżając się poniżej poziomu 5% w grudniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się w marcu do 59,7 pkt. wobec 62,8 pkt. w lutym, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (61,5 pkt.). Główną przyczyną spadku indeksu było obniżenie jego składowej dla oczekiwań. Dane wskazują, że nastroje amerykańskich konsumentów pozostają pod silnym wpływem obaw o dalszy wzrost inflacji, dodatkowo nasilonych przez wybuch wojny na Ukrainie. Ubiegłotygodniowe dane o inflacji stanowią 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).

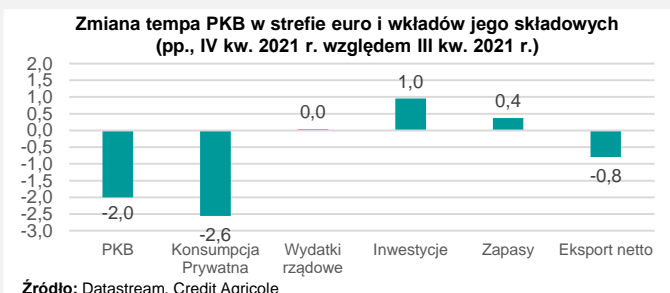
W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa wynosi -0,50%). EBC podtrzymał również zapowiedź o zakończeniu programu PEPP

(Pandemic Emergency Purchase Programme) w marcu br. oraz reinwestowaniu środków z zapadających aktywów skupionych w ramach programu przynajmniej do końca 2024 r. EBC



ogłosił natomiast, że w najbliższych miesiącach będzie stopniowo ograniczać skalę prowadzonego przez siebie programu skupu aktywów APP (Asset Purchase Programme) i najprawdopodobniej zakończy go w III kw. 2022 r. Wcześniej EBC w swojej komunikacji zapowiadał, że program zakończy się „krótco przed tym”, jak EBC zacznie podnosić stopy procentowe. EBC podtrzymał jednocześnie swoją zapowiedź, że zamierza reinwestować w całości spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak zacznie podnosić stopy procentowe. Podczas swojego wystąpienia po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde powiedziała, że ewentualne zmiany w wysokości stóp procentowych EBC nastąpią „po pewnym czasie od zakończenia programu APP i będą one stopniowe”. EBC opublikował również swoje najnowsze projekcje ekonomiczne (por. wykres). Prognozowana przez EBC ścieżka inflacji jest niższa od naszych oczekiwań. Zgodnie z naszą prognozą inflacja w strefie euro wyniesie 5,7% w 2022 r. oraz 2,6% w 2023 r. (wobec odpowiednio 5,1% i 2,1% w projekcji EBC). Uważamy, że w kolejnych kwartałach oczekiwania EBC dotyczące inflacji będą zbiegać do naszych prognoz. Stąd dość jastrzębi wydzwięk ubiegłotygodniowego posiedzenia EBC w zestawieniu z gołębią projekcją stanowi ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC dokona pierwszej podwyżki stóp procentowych o 10pb w marcu 2023 r.

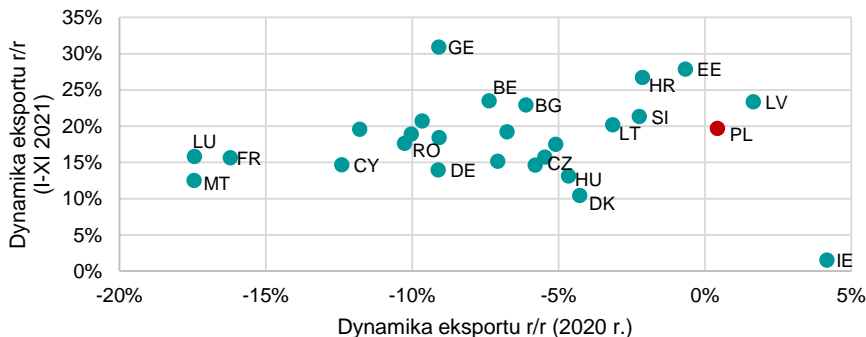
W ubiegłym tygodniu opublikowany został finalny szacunek PKB w strefie euro. Kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zmniejszyła się w IV kw. do 0,3% wobec 2,3% w III kw. (4,6% r/r w IV kw. wobec 3,9% w III kw.), kształtując się zgodnie z poprzednim szacunkiem. Tym



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. Uwzględniając strukturę danych, głównym źródłem wzrostu gospodarczego w IV kw. były inwestycje, podczas gdy w III kw. była to konsumpcja prywatna. Jednocześnie niższy wkład konsumpcji prywatnej był dominującą przyczyną spadku dynamiki PKB pomiędzy III kw. a IV kw. Ze względu na wojnę w Ukrainie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w strefie euro zwiększy się w 2022 r. o 4,4% r/r, a w 2023 r. wzrośnie o 2,5%.

Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu EURUSD. Podwyższona awersja do ryzyka związana z wojną w Ukrainie będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia euro względem dolara w krótkim okresie. Tym samym oczekujemy, że kurs EURPLN wyniesie 1,10 na koniec I kw. i 1,11 na koniec II kw. br. W dłuższym horyzoncie czasowym, oczekiwana deeskalacja wojny w Ukrainie, jak również zacieśnianie polityki pieniężnej przez EBC będą czynnikami pozytywnymi dla kursu euro. Oczekiwany wzrost wydatków publicznych na obronność w obszarze wspólnej waluty, oddziałujący w kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego będzie również stanowił wsparcie dla kursu euro w horyzoncie kilku kwartałów. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje oczekujemy, że kurs EURUSD wyniesie 1,15 na koniec br. i 1,21 na koniec 2023 r. Uwzględniając nasz scenariusz dla kursu EURPLN (por. tabela kwartalna) prognozujemy, że kurs USDPLN wyniesie 3,91 na koniec br. i 3,64 na koniec 2023 r.

Rośnie udział eksportu Polski w eksporcie krajów UE



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

wzroście eksportu wśród krajów UE. Z kolei w 2021 r. (dane za styczeń-listopad) zajmowała ona dopiero dziesiąte miejsce. Nie oznacza to jednak, że sukces Polski na arenie międzynarodowej miał charakter jednorazowy. Należy pamiętać, że w przypadku wielu państw, wysoki wzrost eksportu w 2021 r. był możliwy głównie dzięki efektom niskiej bazy wynikających z silnego spadku wymiany handlowej w trakcie pandemii COVID-19 w 2020 r. Kraje, które najlepiej radziły sobie pod względem wzrostu eksportu w ostatnich dwóch latach znajdują się najbliżej prawego górnego rogu wykresu (relatywnie wysokie tempo osiągnięte zarówno w 2020 r., jak i 2021 r.). To tej grupy krajów zalicza się również Polska.

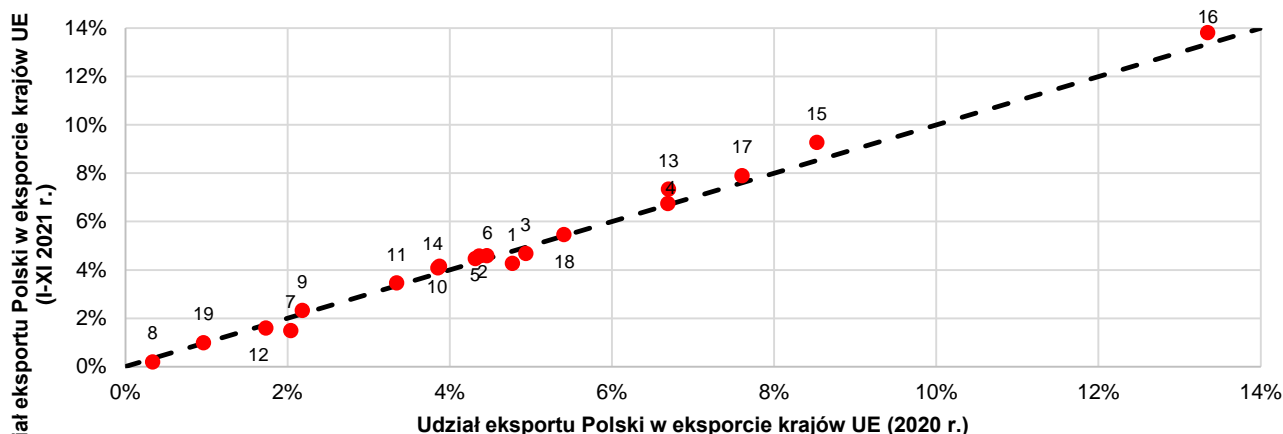


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Tendencja do geograficznej reorientacji łańcuchów dostaw była szczególnie mocno zarysowana w 2020 r. Wówczas udział polskiego eksportu w łącznej wartości eksportu wszystkich krajów UE zwiększył się wyraźnie do 5,0% (wobec 4,6% w 2019 r. i średnio 4,2% w latach 2015-2018). W 2021 r. proces zdobywania nowych klientów

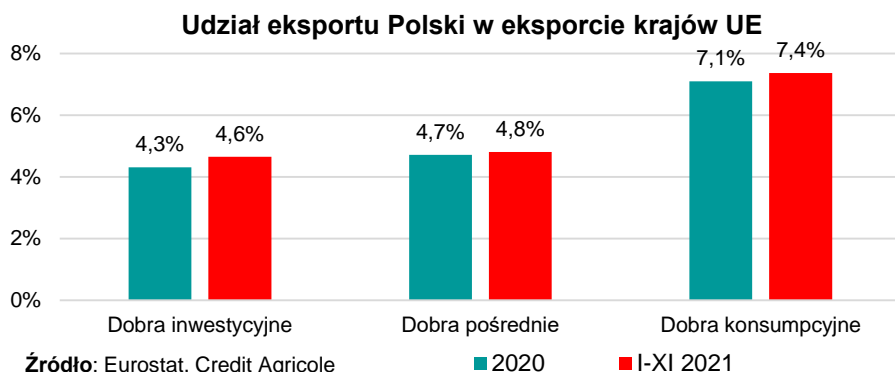
przez polskich eksporterów nadal był kontynuowany, jednak w wolniejszym tempie niż w 2020 r. Wspomniany wyżej odsetek zwiększył się o 0,1 pkt. proc. do 5,1% w okresie styczeń-listopad 2021r.

Z uwagi na wspomniane wyżej efekty bazy, które z różną siłą zaburzały tempa wzrostu eksportu w poszczególnych krajach UE w 2021 r., aktywność w poszczególnych segmentach eksportu Polski nie należy oceniać tylko bezpośrednio na podstawie jego tempa wzrostu, lecz również relatywnie na tle danych o handlu międzynarodowym w innych krajach UE. W tym celu obliczyliśmy udział eksportu Polski w łącznej wartości eksportu wszystkich krajów UE w różnych kategoriach wg klasyfikacji BEC w 2020 r. i okresie styczeń-listopad 2021 r. Jeśli te odsetki zwiększyły się, to znaczy, że Polska radziła sobie relatywnie lepiej w handlu w danej grupie towarowej niż pozostałe kraje UE. Tendencje w tym zakresie przedstawiliśmy na wykresie (patrz poniżej). W kategoriach eksportu znajdujących się powyżej przerywanej linii udział Polski w całym eksporcie UE w 2021 r. zwiększył się względem 2020 r. Można zauważyć, że odsetki te zwiększyły się prawie we wszystkich segmentach eksportu. Wyjątkiem były żywność i napoje, nieprzetworzone, głównie dla przemysłu (nr 1 na wykresie), żywność i napoje, przetworzone, głównie dla przemysłu (3), paliwa i smary, nieprzetworzone (7), paliwa i smary, przetworzone, benzyny silnikowe (8) i samochody osobowe (12).



1 - Żywność i napoje, nieprzetworzone, głównie dla przemysłu, 2 - Żywność i napoje, nieprzetworzone, głównie dla gospodarstw domowych, 3 - Żywność i napoje, przetworzone, głównie dla przemysłu, 4 - Żywność i napoje, przetworzone, głównie dla gospodarstw domowych, 5 - Towary zaopatrzeniowe dla przemysłu gdzie indziej niewym. przep., 6 - Towary zaopatrzeniowe dla przemysłu gdzie indziej niewym. przet., 7 - Paliwa i smary, nieprzetworzone, 8 - Paliwa i smary, przetworzone, benzyny silnikowe, 9 - Paliwa i smary, przetworzone (inne niż benzyny silnikowe), 10 - Dobra inwestycyjne (z wyjątkiem środków transportu), 11 - Części i akcesoria do dóbr inw. (z wyj. części i akces. do śr. tr.), 12 - Samochody osobowe, 13 - Środki transportu przemysłowe, 14 - Środki transportu, nieprzemysłowe, 15 - Części i akcesoria środków transportu, 16 - Towary konsumpcyjne gdzie indziej niewymienione, trwałego użytku, 17 - Towary konsumpcyjne gdzie indziej niewymienione, półtrw. użytku, 18 - Towary konsumpcyjne gdzie indziej niewymienione, nietrw. użytku, 19 - Towary, gdzie indziej niewymienione

Źródło: Eurostat, Credit Agricole



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

■ 2020 ■ I-XI 2021

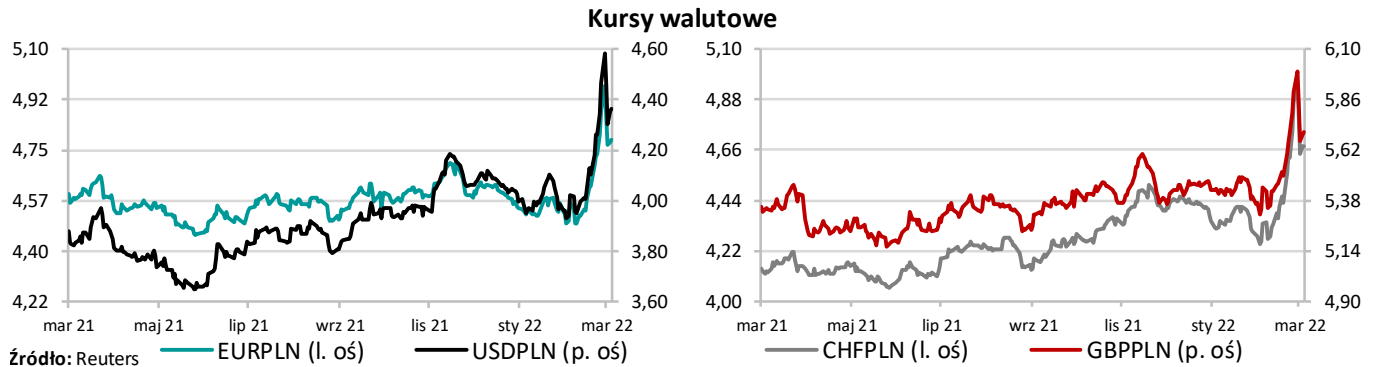
Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje można stwierdzić, że Polska z powodzeniem wykorzystała pandemiczny 2020 r. do trwałego przejęcia zleceń wykonywanych dotychczas przez inne kraje UE. Sukces ten został osiągnięty we wszystkich segmentach eksportu – udział Polski w całkowitym eksporcie krajów UE zwiększył się

zarówno dla dóbr inwestycyjnych, pośrednich, jak i konsumpcyjnych (por. wykres). Przedstawione powyżej dane wskazują na przesunięcia w łańcuchach dostaw na korzyść Polski i wzrost jej roli jako dostawcy półproduktów i produktów finalnych. Może to oznaczać, przykładowo, że polskie przedsiębiorstwa przejęły zamówienia realizowane przez włoskie czy też węgierskie firmy. Powyższe dane nie dają jednak odpowiedzi, czy Polska przejmowała również zlecenia, które dotychczas były obsługiwane przez państwa spoza UE (np. Chiny). Analizę taką przeprowadzimy, gdy opublikowane zostaną szczegółowe dane o światowym handlu za 2021 r.

Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że trwająca obecnie wojna w Ukrainie może przyczynić się do dalszej reorientacji w łańcuchach dostaw. Zgodnie z danymi Eurostatu, w 2021 r. 3,0% całkowitego importu towarów z wyłączeniem paliw i innych nośników energii do Unii Europejskiej pochodziło z Białorusi, Rosji i Ukrainy. Z uwagi na wprowadzone embarga, jak również zniszczenia wojenne w Ukrainie, UE będzie musiała znaleźć nowych dostawców tych produktów. Jeśli polskie firmy przejmą te zlecenia, spowoduje to wzrost eksportu z Polski i zwiększenie jego udziału w całkowitym eksporcie krajów UE. Potencjalną skalę zwiększenia wymiany handlowej dobrze ilustruje fakt, że import towarów z wyłączeniem paliw i innych nośników energii z wspomnianych wyżej trzech krajów do Unii Europejskiej stanowi równowartość ok. 30% całkowitego eksportu towarów z Polski (87 mld EUR). Polskie firmy z pewnością nie będą w stanie przejąć wszystkich zleceń, ale potencjał do dalszego, szybkiego wzrostu eksportu w horyzoncie kilku

kwartałów jest znaczący. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy przyspieszenia wzrostu eksportu z 6,6% r/r w 2022 r. do 7,6% w 2023 r. i wzrostu PKB z 3,5% w br. do 4,3% w 2023 r.

Złoty powoli odrabia straty

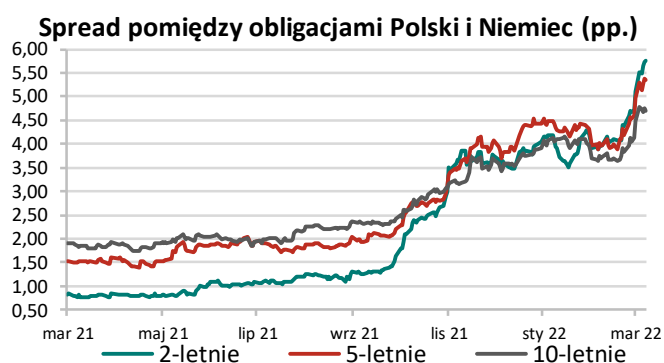
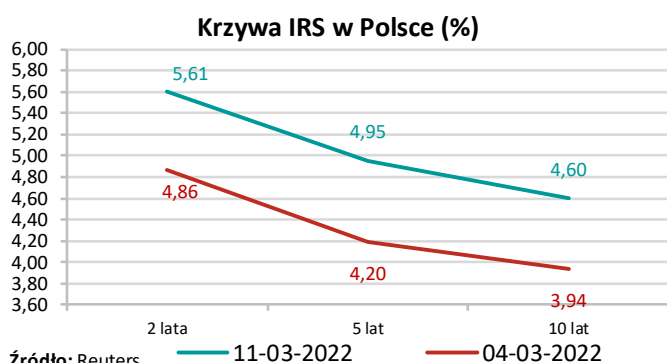


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,7825 (umocnienie złotego o 2,1%). Na początku tygodnia mieliśmy do czynienia z kontynuacją osłabienia złotego zapoczątkowanego przez wybuch wojny w Ukrainie. W konsekwencji kurs EURPLN wzrósł w poniedziałek do 5,00 osiągając w ten sposób najwyższy poziom w historii. Kolejne dni przyniosły wyraźną korektę i umocnienie złotego. Sprzyjało mu obniżenie światowej awersji do ryzyka odzwierciedlane spadkiem indeksu VIX. Większy apetyt na ryzykowne aktywa wynikał z uspokojenia sytuacji na rynkach finansowych po początkowym szoku związanym z wybuchem wojny w Ukrainie i serią sankcji nałożonych przez kraje Zachodu na Rosję. Wtorkowa decyzja RPP o podwyższeniu stóp procentowych o 75pb doprowadziła do przejściowego osłabienia złotego. Wskazuje to, że część inwestorów oczekiwała większej skali zacieśnienia polityki pieniężnej.

Ze względu na wyższy popyt na ryzykowne aktywa w ubiegłym tygodniu mieliśmy również do czynienia z odpływem kapitału z tzw. bezpiecznych przystani, co znalazło odzwierciedlenie m.in. we wzroście kursu EURUSD i EURCHF.

W tym tygodniu złoty pozostawać będzie pod wpływem wojny w Ukrainie. Istotna dla złotego będzie również publikacja krajowych danych o inflacji. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy publikacja ta może doprowadzić do lekkiego osłabienia złotego. Przeciwny wpływ może mieć natomiast zaplanowana na ten tydzień publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. Uważamy, że śródowe posiedzenie FOMC będzie sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego. Pozostałe dane z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

Wzrost stawek IRS w obawie przed nasileniem presji inflacyjnej



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,61 (wzrost o 75pb), 5-letnie do 4,95 (wzrost o 75pb), a 10-letnie do 4,60 (wzrost o 66pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego wyraźnego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Wzrost rentowności na rynkach bazowych wynikał z nasilających się obaw inwestorów o to, że wojna w Ukrainie doprowadzi do istotnego zwiększenia presji inflacyjnej w światowej gospodarce, co wymusi na głównych bankach centralnych większą skalę zacieśniania polityki pieniężnej. Jednocześnie, ze względu na położenie geograficzne Polski, w ubiegłym tygodniu doszło również do dalszego wzrostu spreadów pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. W konsekwencji ukształtował się on na najwyższym poziomie od listopada 2001 r.

W tym tygodniu stawki IRS pozostaną pod wpływem wojny w Ukrainie. Ważnym wydarzeniem z punktu widzenia stawek IRS będzie również publikacja krajowych danych o inflacji. W przypadku realizacji naszej niższej od oczekiwań rynku prognozy mogą one przyczynić się do nieznacznej spadku stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Przeciwny wpływ może mieć natomiast publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. Z kolei zaplanowane na środę posiedzenie FOMC będzie w naszej ocenie sprzyjać podwyższonej zmienności na rynku. 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	3,50
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	4,36
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	4,71
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	3,50	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	4,36	4,28	4,06	3,91	4,03	3,91	3,64	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 15.03.2022 r.						
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	4,3	3,2	3,9
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	1,7	5,3	3,0
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Luty	4,9	6,0	5,0
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	9,2	8,1	8,3
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Marzec	54,3		10,0
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	1,2		0,2
13:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	3,1		8,0
Środa 16.03.2022 r.						
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	3,8	0,4	0,4
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Luty	5,3	6,3	6,3
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Styczeń	-3957	-886	-573
15:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Styczeń	2,1		1,1
19:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Marzec	0,25	0,50	0,50
Czwartek 17.03.2022 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Luty	5,8		5,8
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Marzec	0,50	0,50	0,75
13:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Luty	1638	1685	1680
13:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Luty	1895	1838	1850
13:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Marzec	16,0		15,0
14:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	1,4	0,8	0,5
14:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Luty	77,6		77,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	227		
Piątek 18.03.2022 r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	2,3	2,2	2,1
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	9,5	9,9	9,9
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	14,8	15,0	15,1
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	19,2	17,4	16,2
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	IV kw.	2,3		
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Luty	6,50	6,08	6,18

* 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



Jakub BOROWSKI

Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.