

S&P spokojny o Polskę

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Amerykański rynek papierów skarbowych pozostawał w piątek pod presją, po zakończeniu najgorszego w historii kwartału dla amerykańskich obligacji. Na fali oczekiwań na agresywne zacieśnianie polityki Fed rentowności rosły o ponad 10pb, a krzywa w segmencie 2-10Y pozostała odwrócona. Rynek akcji w Europie i USA odnotował na koniec ubiegłego tygodnia lekkie wzrosty. Ceny ropy naftowej ustabilizowały się po czwartkowym spadku wywołanym zapowiedzią uwolnienia amerykańskich rezerw strategicznych. EURUSD obniżył się nieznacznie, poniżej 1,1050. Zmiany notowań złotego były w piątek niewielkie – pod koniec sesji EURPLN wyniósł 4,64. Rentowności krajowych obligacji wzrosły w piątek o kilkanaście pb. **W tym tygodniu rynki nadal będą pod wpływem wydarzeń geopolitycznych (dyskusja o nowych sankcjach wobec rosyjskich zbrodni wojennych w Ukrainie) oraz ewolucji oczekiwań dotyczących polityki Fed. W naszym regionie na początku tygodnia rynek będzie „trawić” wynik wyborów na Węgrzech, a później kluczowa będzie decyzja RPP ws. stóp procentowych NBP oraz wymowa konferencji prasowej szefa polskiego banku centralnego. Dla krajowego rynku ważne mogą też być spekulacje dotyczące decyzji KE ws. polskiego KPO przed wizytą szefowej Komisji zaplanowaną na sobotę 9 kwietnia.**
- Co zrobi RPP?** Naszym zdaniem Rada powróci do miarowego tempa zacieśniania polityki pieniężnej sprzed marca i podwyższy stopy procentowe NBP o 50pb (stopa referencyjna wzrośnie do 4%). Czynniki wymuszające kontynuację cyklu to rosnąca inflacja (i ryzyko jej utrwalenia) oraz zacieśnianie polityki pieniężnej za granicą (z ryzykiem osłabienia PLN). Z kolei argumentami na rzecz bardziej ostrożnego podejścia do zaostrzania krajowej polityki pieniężnej są widoczne już efekty dotychczasowych podwyżek (ostre wyhamowanie akcji kredytowej i pogorszenie nastrojów konsumentów), znacząca niepewność dotycząca wzrostu gospodarczego oraz wyraźnie egzogeniczny, podażowy charakter skoku inflacji związanego z wojną.
- W kontekście oceny perspektyw polityki pieniężnej w USA istotne będą liczne wypowiedzi przedstawicieli Fed oraz *minutes* z posiedzenia FOMC w marcu. W *minutes* będziemy szukać odniesień do ewentualnego przyspieszenia tempa podwyżek stóp (uważamy, że wyraźnie rośnie**

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

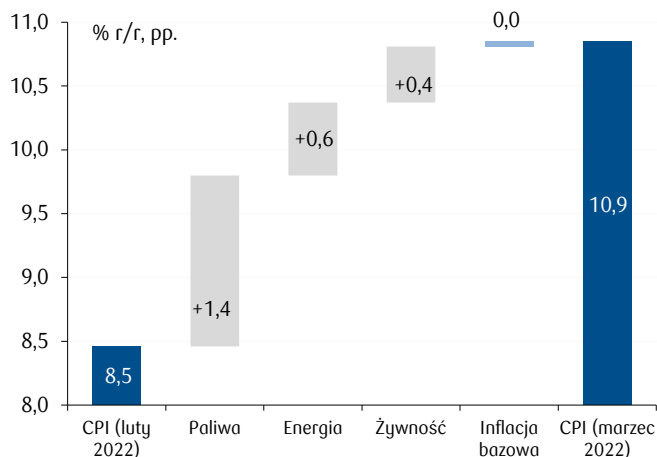
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

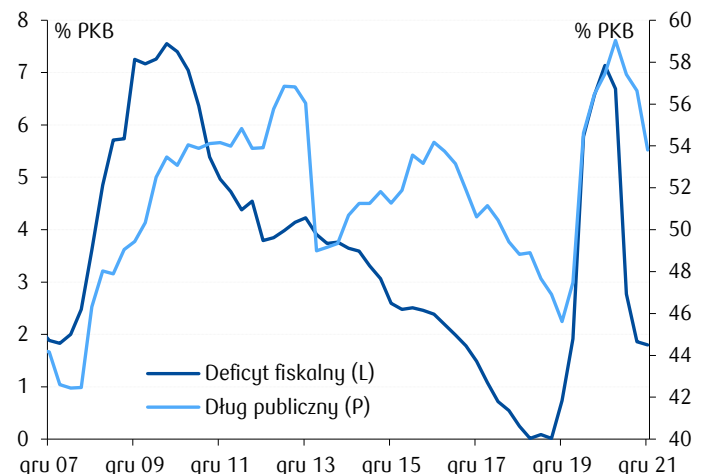
	Wartość 2022-04-01	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6383	0,0
USDPLN	4,2027	0,8
CHFPLN	4,5378	0,2
GBPPLN	5,5073	-0,1
EURUSD	1,1037	-0,8
Obligacje:		
PL2Y	5,71	12
PL5Y	5,83	17
PL10Y	5,39	14
DE10Y	0,56	1
US10Y	2,38	5
Indeksy akcyjne:		
WIG	65 716,2	1,3
DAX	14 446,5	0,2
S&P500	4 545,9	0,3
Nikkei**	27 697,9	0,1
Shanghai Comp.	3 282,7	0,9
Surowce:		
Złoto	1927,50	-0,7
Ropa Brent	104,53	-2,7

Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Dekompozycja wzrostu inflacji CPI w marcu 2022



Deficyt i dług sektora finansów publicznych w Polsce



prawdopodobieństwo podwyżki w maju o 50pb) oraz wskazówek dotyczących terminu rozpoczęcia i tempa redukcji sumy bilansowej (QT).

- **Najważniejsze publikacje danych w tym tygodniu to indeksy koniunktury w usługach w marcu** – drugie szacunki PMI (wt.), które zapewne potwierdzą lekkie pogorszenie koniunktury w strefie euro po wybuchu wojny, oraz prawdopodobnie jeszcze bardziej odporny na wojenne zaburzenia amerykański indeks ISM (wt.). Poza tym, warto zwrócić uwagę na kolejne dane inflacyjne z Turcji (pn.), Węgier (pt.) i PPI ze strefy euro (śr.).

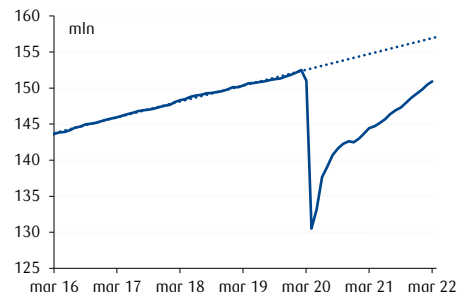
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Inflacja CPI w marcu wzrosła do 10,9% r/r z 8,5% r/r w lutym (PKO i mediana prognoz: 10,1%).** Jest to najwyższy poziom inflacji CPI od 1998. W ciągu miesiąca ceny wzrosły o 3,2%, najsilniej od 1996. Niepełne, wstępne dane pokazują, że wzrost inflacji CPI to efekt szokowego wpływu wojny w Ukrainie (skok cen surowców oraz osłabienie PLN). Więcej w Makro Flashu: [Inflacyjny rachunek za wojnę](#).
- **POL: PMI dla krajowego przetwórstwa w marcu spadł do 52,7 pkt. z 54,7 pkt. w lutym (PKO: 53,7; kons.: 53,1).** Wojna w Ukrainie skutkująca wzrostem niepewności oraz presją na wzrost cen wielu surowców pogorszyła oceny koniunktury w krajowym przetwórstwie przemysłowym. Więcej w Makro Flashu: [Koniunktura się popsła](#).
- **POL: Deficyt sektora finansów publicznych w 2021 (wg wstępnych szacunków zgodnie z unijną definicją ESA) zmniejszył się do 1,8% PKB z 6,9% PKB w 2020, a dług publiczny spadł do 53,8% PKB z 57,1% PKB w 2020.** Statystyki te uwzględniają wszystkie elementy sektora finansów publicznych, w tym m.in. wydatki pozabudżetowych funduszy (np. funduszu przeciwdziałania Covid-19 w BGK). Dane są zdecydowanie lepsze od naszych, optymistycznych na tle rynku, prognoz sprzed roku. Wskazują na bardzo dobry stan finansów publicznych w przededniu wojny w Ukrainie oraz wydatków związanych z „tarczą antyinflacyjną” (więcej na ten temat w Kwartalniku Ekonomicznym: [Gospodarcze wichry wojny](#)).
- **POL: Agencja ratingowa S&P zgodnie z oczekiwaniami potwierdziła rating Polski na poziomie A- ze stabilną perspektywą.** W ocenie agencji stabilna perspektywa odzwierciedla z jednej strony ryzyko związane z wpływem wojny w Ukrainie na gospodarkę, a z drugiej strony solidne fundamenty, m.in. w postaci równowagi zewnętrznej i po stronie finansów publicznych. Ryzyko związane z większym i trwalszym negatywnym oddziaływaniem wojny na gospodarkę zostało wskazane jako jeden z dwóch czynników, które mogłyby wywierać negatywną presję na rating. Drugim czynnikiem mogłaby być eskalacja sporu na linii KE-Polska, która prowadziłaby do zmniejszenia napływu środków unijnych do kraju. Fundamentalnie rating Polski nadal ograniczają jedynie umiarkowany poziom dochodów oraz negatywne tendencje demograficzne. W bazowym scenariuszu S&P zakłada, że wojna w Ukrainie ograniczy tempo wzrostu gospodarczego w Polsce – prognozy wzrostu PKB w 2022 zrewidowano w dół, o 1,4pp do 3,6%. Wojna będzie także podbijać inflację – wg S&P inflacja CPI w 2022 wyniesie 8,6% (5,4% w poprzedniej prognozie). Agencja podkreśliła, że Polska stała się schronieniem dla jednej z największych na świecie liczby uchodźców, co może pociągnąć za sobą koszt fiskalny na poziomie ok. 1,5% PKB. Do niego dojdą zapowiedziane dodatkowe wydatki na obronność, co łącznie pogorszy równowagę sektora finansów publicznych (wzrost deficytu do co najmniej 4% PKB), ale nie do poziomów, które sygnalizowałyby wzrost ryzyka kredytowego. S&P zakłada, że w tym roku stopa referencyjna NBP wzrośnie do 5,0%, a w 2023 do 5,5%, oraz że napływ środków z UE, z których znaczna część będzie wymieniana na złote na rynku, będzie umacniać krajową walutę. Pomimo pogorszenia salda rachunku obrotów bieżących, S&P nie dostrzega

ryzyka w równowadze zewnętrznej – w komentarzu do decyzji podkreślono silny napływ FDI do Polski, a także nadwyżkę na rachunku kapitałowym, które łącznie zapewnią finansowanie dla deficytów w obrotach bieżących.

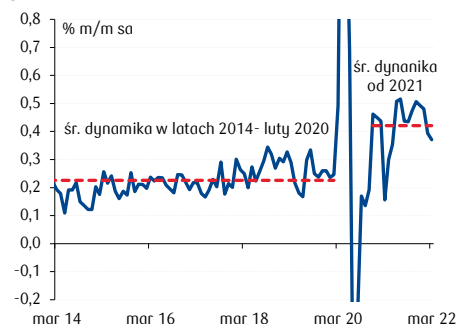
- USA: Raport z amerykańskiego rynku pracy za marzec potwierdza, że jest on coraz mocniej rozgrzany. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w marcu wzrosło niemal zgodnie z oczekiwaniami, o 431 tys. W górę zrewidowano dane za styczeń i luty (łącznie o 95 tys.). W największym stopniu do wzrostu przyczyniły się branża wypoczynkowa i HoReCa (+112 tys.) oraz usługi profesjonalne i biznesowe (+102 tys.). Pierwsza z nich korzysta ze zniesienia restrykcji epidemicznych, ale nadal poziom zatrudnienia w niej pozostaje o 9% (1,5 mln osób) niższy niż przed pandemią. Stopa bezrobocia w marcu spadła o 0,2pp do 3,6%, silniej od oczekiwań rynkowych (3,7%). Mocniejszy spadek nie jest jednak bardzo zaskakujący, ponieważ sugerowały to najniższe od 1969 tygodniowe dane o nowych wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych. Roczna dynamika wynagrodzeń wzrosła do 5,6% r/r, o 0,1pp silniej od oczekiwań. Względem poprzednich miesięcy obniża się impet płac (średnia dynamika m/m), choć nadal pozostaje on zdecydowanie mocniejszy niż przed wybuchem pandemii. Uważamy, że to spowolnienie (patrz wykres) to w większej mierze zasługa efektu kompozycyjnego niż rzeczywistego osłabienia presji płacowej. Mianowicie, w ostatnich miesiącach szybko przybywa pracujących w branżach o relatywnie niskich płacach, co statystycznie zaniża średnią płacę w całej gospodarce. Większych zmian nie odnotowała stopa aktywności zawodowej, która wynosi 62,4%. W sumie, dane nie zmieniają oceny, że amerykański rynek pracy staje się coraz bardziej napięty, co wspiera przekonanie o konieczności zaostrzenia polityki Fed.**
- EUR: Inflacja HICP w strefie euro w marcu wg wstępnego szacunku przebiła oczekiwania o 1pp i wyniosła 7,5% r/r.** To kolejny rekord w historii tego wskaźnika. W największej mierze przyczyniły się do tego podwyżki cen energii, aż o 44,7% r/r, które podbijają inflację HICP o 4,9pp. Szybciej rosną również ceny żywności – w marcu już o 5,0% r/r. Jednak nawet po wykluczeniu tych dwóch kategorii presja inflacyjna narasta. **Inflacja bazowa bez cen żywności i energii wzrosła do 3,0% r/r z 2,7% r/r w lutym.** W marcu do 2,7% r/r przyspieszyły też wzrosty cen usług, które dotychczas rosły powoli. Szczegółowe dane poznamy w połowie kwietnia, ale już teraz widać, że problem, z którym musi zmierzyć się EBC, jest niezwykle trudny. Po pierwsze inflacja w 1q22 (średnio 6,2% r/r) zdecydowanie przebija marcowe (!) projekcje EBC zakładające wzrost cen średnio w kwartale o 5,6% r/r. Po drugie, w związku z trwającym lockdownem w Szanghaju oraz innych regionach Chin prawdopodobne jest nasilenie problemów podażowych i dalszy wzrost cen dóbr przemysłowych. Po trzecie, istnieje ryzyko znacznego spowolnienia wzrostu gospodarczego lub wręcz recesji w dalszej części roku, a ewentualne podwyżki stóp mogłyby je jeszcze pogłębić. Po czwarte, w strefie euro narasta zróżnicowanie geograficzne inflacji. Przykładowo, we Francji, w której rząd znacząco ograniczył skalę wzrostu cen energii dla konsumentów, inflacja HICP w marcu wyniosła „tylko” 5,1% r/r, podczas gdy na Litwie i w Estonii ok. 15% r/r.
- EUR: I.Schnabel z EBC powiedziała w sobotę w trakcie wystąpienia we Włoszech, że normalizacja polityki pieniężnej w strefie euro powinna być kontynuowana.** Tempo tego procesu będzie zależać od skutków wojny oraz siły i trwałości szoku inflacyjnego. Schnabel stwierdziła, że część presji inflacyjnej samoczynnie ustąpi, ale zwróciła uwagę, że w pewnej mierze podwyższona inflacja będzie się utrzymywać za sprawą trzech czynników: 1) napięć w łańcuchach dostaw, 2) zmian strukturalnych (demografia, globalizacja i polityka klimatyczna) i 3) inercji presji płacowej.
- EUR: Finalny PMI dla przetwórstwa strefy euro spadł w marcu do 56,5 pkt. (kons. 57,0 pkt.) wobec 58,2 pkt. w lutym.** To najniższy poziom od 14

Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA na tle przedpandemicznego trendu



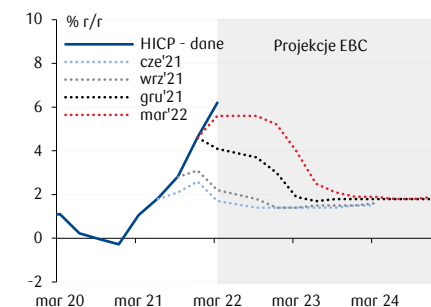
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Miesięczna dynamika przeciętnych płac w USA (średnia 3M)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Inflacja HICP w strefie euro na tle kolejnych projekcji EBC

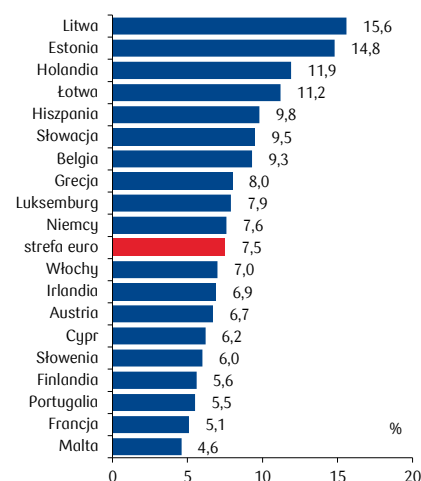


Źródło: Macrobond, EBC, PKO Bank Polski

miesiący. Wskaźnik sugeruje pogorszenie koniunktury w wyniku rosyjskiej inwazji na Ukrainę oraz zachodnich sankcji uderzających w łańcuchy dostaw.

- **GER:** Finalny PMI dla przetwórstwa w marcu spadł do 56,9 pkt., aż o 0,7 pkt. poniżej wstępnego szacunku, wobec 58,4 pkt. w lutym. Spadek wynika przede wszystkim z uwzględnienia odpowiedzi menedżerów wysłanych w drugiej połowie marca, które były bardziej pesymistyczne niż te wysłane wcześniej. Indeks spadł do najniższego poziomu od 18 miesięcy.
- **USA:** Finalny PMI dla przetwórstwa za marzec wyniósł 58,8 pkt. i okazał się nieco wyższy od wstępnego odczytu (58,5 pkt.). Badanie wskazuje na poprawę koniunktury w przetwórstwie ze względu na wzrost subindeksów produkcji i nowych zamówień. Wskaźnik mierzący czas dostaw obniżył się do najniższego poziomu od stycznia 2021.
- **USA:** ISM dla przetwórstwa w marcu spadł o 1,5 pkt. do 57,1 pkt. To najniższy poziom indeksu od września 2022. Względem lutego obniżyły się najważniejsze subindeksy – produkcji oraz nowych zamówień. Jednocześnie kontynuowana była poprawa sytuacji logistycznej – nieznacznie spadł indeks czasu dostaw oraz opóźnień produkcji. Znacząco natomiast wzrósł subindeks cen, a już ponad 75% menedżerów oczekuje wzrostu cen czynników produkcji.
- **POL:** Minister Rodziny i Polityki Społecznej, M. Maląg, powiedziała, że **pracę w Polsce znalazło już przynajmniej 25 tysięcy uchodźców z Ukrainy**. 75% z nich to kobiety.
- **POL:** Rzecznik rządu, P. Müller, powiedział w sobotę, że **nie jest optymistą w kwestii szybkiej akceptacji polskiego KPO przez Komisję Europejską**. Sugeruje to, że wizyta szefowej KE w Polsce zaplanowana na sobotę 9 kwietnia nie przyniesie pozytywnej decyzji.
- **ŚWIAT:** Sekretarz Stanu USA, A. Blinken, powiedział, że Waszyngton **rozważy zniesienie wprowadzonych przeciwko Rosji sankcji**, jeśli pomoże to w zakończeniu wojny i utrzymaniu suwerenności Ukrainy. Według nieoficjalnych informacji, do których dotarł PAP, pomimo zapowiadanego wprowadzenia nowych unijnych sankcji wobec Rosji, propozycja KE zaprezentowana w weekend ambasadorom państw UE jest kosmetyczna i de facto łagodzi dotychczasowe restrykcje.

Inflacja HICP w strefie euro w marcu



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 1 kwietnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (mar)	3:45	pkt.	50,4	50,0	--	48,1
POL: PMI w przetwórstwie (mar)	9:00	pkt.	54,7	53,0	53,7	52,7
GER: PMI w przetwórstwie (mar, rew.)	9:55	pkt.	58,4	57,6	--	56,9
EUR: PMI w przetwórstwie (mar, rew.)	10:00	pkt.	58,2	57,0	--	56,5
POL: Inflacja CPI (mar, wst.)	10:00	% r/r	8,5	9,8	10,1	10,9
EUR: Inflacja HICP (mar, wst.)	11:00	% r/r	5,9	6,5	--	7,5
EUR: Inflacja bazowa (mar, wst.)	11:00	% r/r	2,7	3,1	--	3,0
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (mar)	14:30	tys.	750	475	--	431
USA: Stopa bezrobocia (mar)	14:30	%	3,8	3,7	--	3,6
USA: Przeciętna płaca godzinowa (mar)	14:30	% r/r	5,1	5,5	--	5,6
USA: PMI w przetwórstwie (mar, rew.)	15:45	pkt.	57,3	58,5	--	58,8
USA: ISM w przetwórstwie (mar)	16:00	pkt.	58,6	58,4	--	57,1
Poniedziałek, 4 kwietnia						
GER: Bilans handlowy (lut)	8:00	mld EUR	9,4	6,1	--	--
GER: Eksport (lut)	8:00	% m/m	-2,8	--	--	--
GER: Import (lut)	8:00	% m/m	-4,2	--	--	--
TUR: Inflacja CPI	09:00	% r/r	54,4	61,6	--	--
EUR: Indeks Sentix (kwi)	10:30	pkt.	-7	-9,4	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (lut)	16:00	% m/m	1,4	-0,6	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lut, rew.)	16:00	% m/m	-2,2	-2,2	--	--
Wtorek, 5 kwietnia						
GER: PMI w usługach (mar, rew.)	9:55	pkt.	55,8	55,0	--	--
EUR: PMI w usługach (mar, rew.)	10:00	pkt.	55,5	54,8	--	--
USA: Bilans handlowy (lut)	14:30	mld USD	-89,7	-87,5	--	--
Środa, 6 kwietnia						
GER: Zamówienia fabryczne (lut)	8:00	% m/m	1,8	-0,4	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (lut)	8:00	% r/r	7,3	5,5	--	--
EUR: Inflacja PPI (lut)	11:00	% r/r	30,6	--	--	--
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	3,50	4,00	4,00	--
Czwartek, 7 kwietnia						
GER: Produkcja przemysłowa (lut)	8:00	% m/m	2,7	0,1	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (lut)	8:00	% r/r	1,8	4	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (lut)	11:00	% r/r	7,8	4,9	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (kwi)	14:30	tys.	--	--	--	--
Piątek, 8 kwietnia						
HUN: Inflacja CPI (mar)	9:00	% r/r	8,3	8,9	--	--
POL: Minutes RPP	14:00	--	--	--	--	--

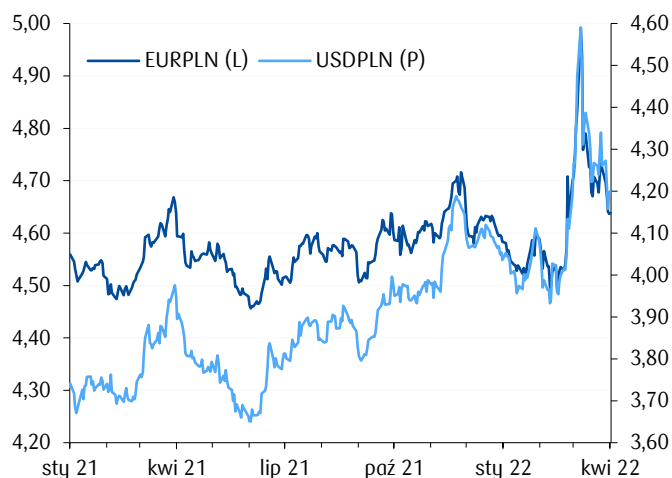
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2022-04-01	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6383	0,0	-1,8	-4,1	1,0	8,0
	USDPLN	4,2027	0,8	-2,2	-5,1	7,6	9,5
	CHFPLN	4,5378	0,2	-1,8	-5,9	9,6	18,0
	GBPPLN	5,5073	-0,1	-1,9	-6,9	2,2	9,3
	EURUSD	1,1037	-0,8	0,5	1,1	-6,2	-1,4
	EURCHF	1,0221	-0,2	0,0	1,9	-7,9	-8,5
	GBPUSD	1,3108	-0,4	-0,6	-0,8	-5,2	0,6
	USDJPY	122,86	1,2	0,7	7,0	11,1	10,4
	EURCZK	24,38	-0,2	-1,0	-5,1	-6,6	-5,3
	EURHUF	367,81	0,2	-1,7	-4,6	1,8	14,4
Obligacje	PL2Y	5,71	12	-5	138	558	402
	PL5Y	5,83	17	7	127	488	361
	PL10Y	5,39	14	-4	101	378	252
	DE2Y	-0,06	0	10	73	65	54
	DE5Y	0,39	1	7	80	105	87
	DE10Y	0,56	1	-1	67	89	61
	US2Y	2,43	15	13	94	227	12
	US5Y	2,55	13	-3	92	164	26
US10Y	2,38	5	-12	65	70	-10	
Akcje	WIG	65 716,2	1,3	2,0	12,6	12,3	7,6
	WIG20	2 164,8	1,5	2,3	12,8	10,8	-8,7
	S&P500	4 545,9	0,3	0,1	5,0	13,1	58,5
	NASDAQ100	14 861,2	0,2	0,7	7,4	11,5	98,2
	Shanghai Composite	3 282,7	0,9	2,2	-4,8	-5,3	3,3
	Nikkei**	27 695,4	0,1	-1,6	6,6	-5,8	28,8
	DAX	14 446,5	0,2	1,0	10,3	-4,4	22,9
	VIX	19,63	-4,5	-5,7	-38,6	13,3	46,9
Surowce	Ropa Brent	104,5	-2,7	-12,8	-11,6	60,9	50,3
	Ropa WTI	99,3	-1,0	-14,0	-14,2	67,8	58,6
	Złoto	1927,5	-0,7	-1,6	-1,7	11,4	49,3

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

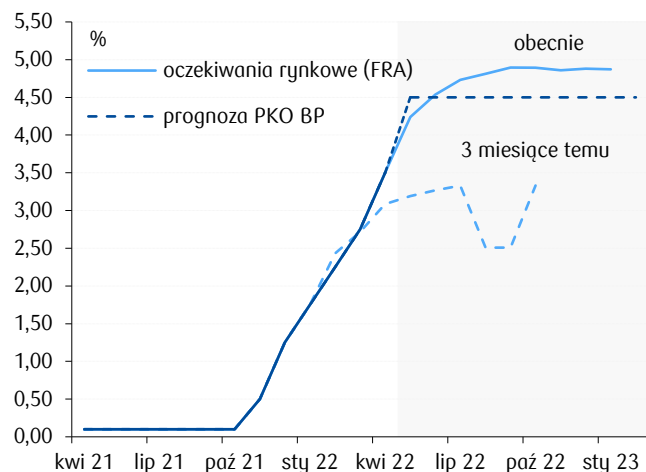
Notowania złotego wobec głównych walut



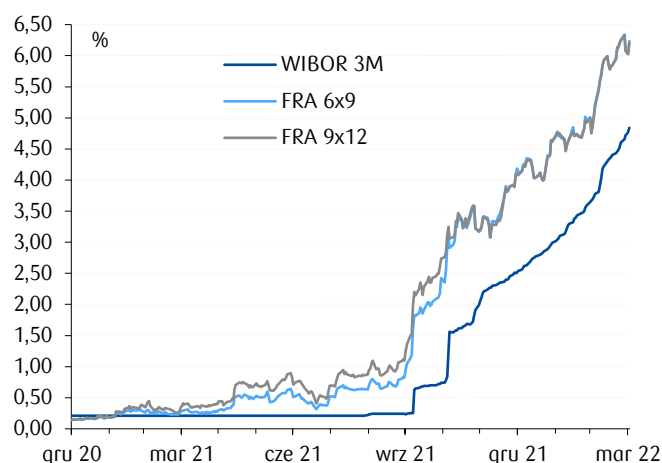
Rentowności polskich obligacji skarbowych



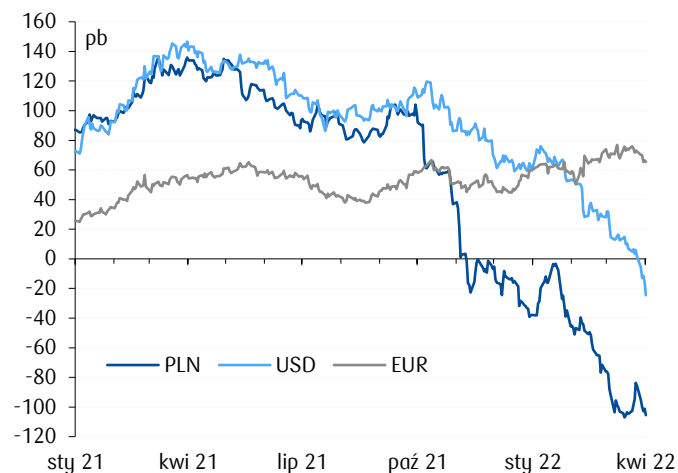
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



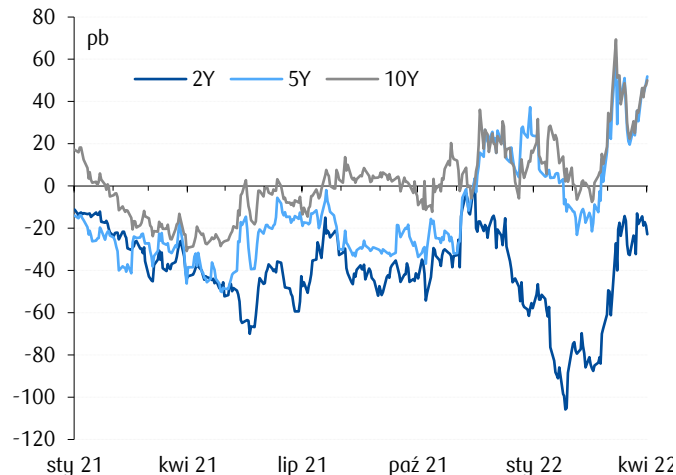
Krótkoterminowe stopy procentowe



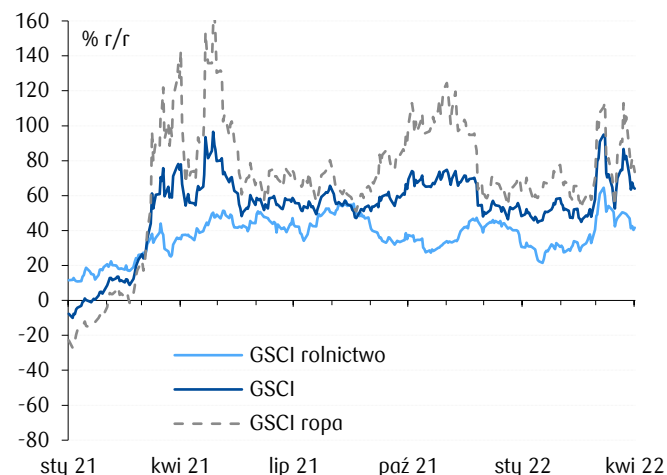
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



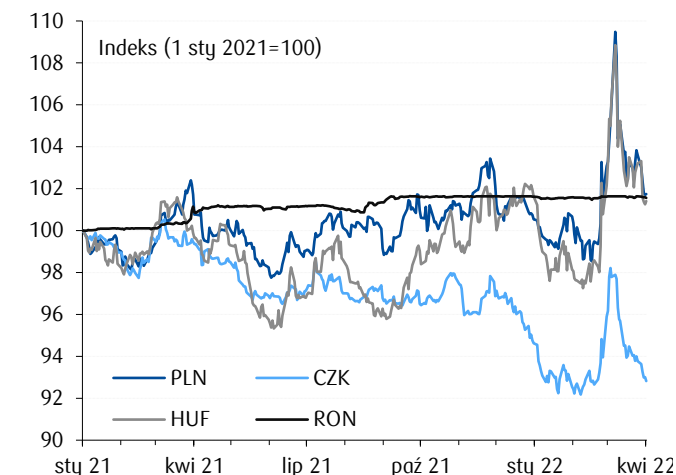
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

