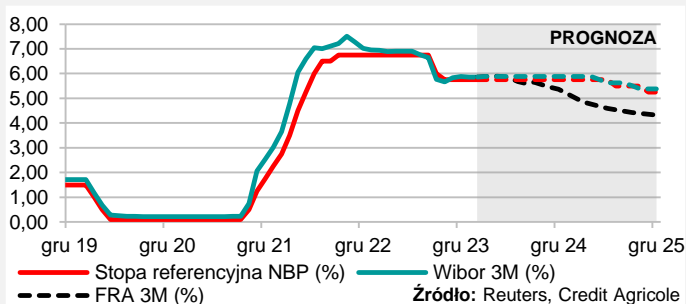


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75 %). Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej są wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej po lutymowym posiedzeniu, który stwierdził, że jeśli nie wydarzy się nic nieoczekiwanego to jego zdaniem wśród członków RPP nie będzie większości, która mogłaby przegłosować obniżkę stóp procentowych w tym roku. Przedstawił również swój osobisty pogląd, zgodnie z którym do końca br. stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie. Oczekujemy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w lutym. W tym tygodniu zostaną zaprezentowane wyniki najnowszej projekcji inflacji NBP. Ważnym elementem projekcji, który jednocześnie charakteryzuje się podwyższoną niepewnością będzie założenie dotyczące okresu obowiązywania zerowej stawki VAT na żywność. Naszym zdaniem NBP założy, że standardowa stawka VAT zostanie przywrócona w kwietniu lub lipcu br. Uważamy, że inflacja zostanie zrewidowana w dół w I poł. br. z uwagi na niższy punkt startowy. Projekcja zapewne wskaże, że inflacja spadnie przejściowo w okolice celu inflacyjnego (2,5%) w II kw. br. Po jej ponownym wzroście w III kw., powiązaniem z wygaszeniem działań osłonowych przez rząd, inflacja znajdzie się w poniżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego (tj. 3,5% r/r) dopiero pod koniec 2025 r. Z kolei średnioterminowa ścieżka tempa wzrostu gospodarczego nie ulegnie znaczącym zmianom względem prognozy z listopada 2023 r. (niższy punkt startowy i mniej korzystne perspektywy w otoczeniu zewnętrznym Polski zostaną skompensowane przez bardziej ekspansywną politykę fiskalną). Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W czwartek odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że A. Glapiński będzie starał się studiować oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych w Polsce, co będzie oddziaływało w kierunku lekkiego umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.



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 planów łagodzenia polityki pieniężnej. Choć uważamy, że J. Powell nie poda nowych informacji w kontekście perspektyw stóp procentowych, to w trakcie jego wystąpień możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że EBC pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Tym samym główna stopa procentowa wyniesie 4,50%, a stopa depozytowa 4,00%. W trakcie konferencji zapewne poruszona zostanie kwestia łagodzenia polityki pieniężnej – momentu pierwszej obniżki stóp procentowych, a także tempa ich dalszej redukcji. W tym kontekście ważnych informacji dostarczy publikacja wyników najnowszej projekcji makroekonomicznej EBC. Naszym zdaniem, prognozowana w niej ścieżka inflacji zostanie

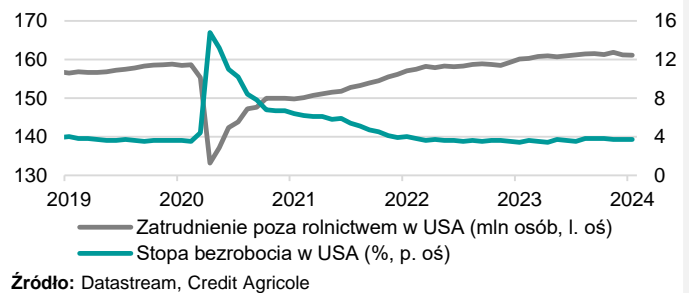
zrewidowana w dół, w szczególności w 2024 r. Prognozujemy, że cykl obniżek stóp w strefie euro rozpocznie się we wrześniu br., a ich łączna skala w 2024 r. wyniesie 75pb. Dostrzegamy jednak ryzyko wcześniejszego rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej z uwagi na bardziej korzystne perspektywy inflacyjne. Oczekujemy, że w trakcie konferencji prasowej EBC będziemy mieli do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach.

W piątek poznamy ważne dane z amerykańskiego rynku pracy.

Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 205 tys. osób w lutym wobec wzrostu o 353 tys. w styczniu, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,7%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy

raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. w lutym wobec wzrostu 110 tys. w styczniu). Uważamy, że publikacja danych z rynku pracy będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

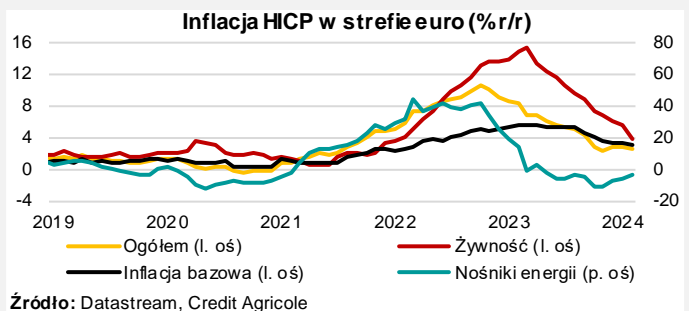
W czwartek opublikowane zostaną dane nt. handlu zagranicznego w Chinach. Zgodnie z konsensusem saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w okresie styczeń-luty do 107,0 mld USD wobec 75,3 mld USD w grudniu. Rynek oczekuje, że dynamika eksportu zwiększyła się nieznacznie do 2,5% r/r w okresie styczeń-luty wobec 2,3% w grudniu, podczas gdy dynamika importu wzrosła do 1,9% wobec 0,2%. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.



W zeszłym tygodniu

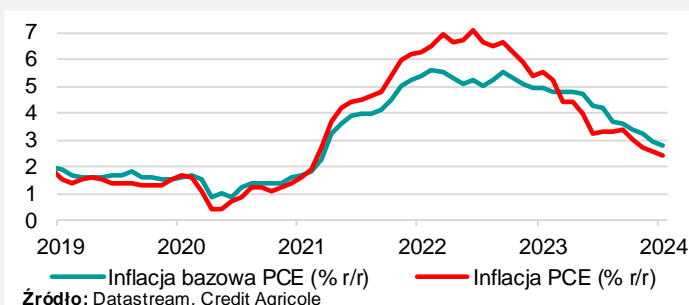
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zmniejszyła się do 2,6% r/r w lutym wobec 2,8% w styczniu, kształtując się nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (2,5%).

W kierunku spadku inflacji oddziaływały niższa dynamika cen żywności (4,0% r/r w lutym wobec 5,6% w styczniu) i obniżenie inflacji bazowej (3,1% wobec 3,3%). Przeciwny wpływ miał natomiast wzrost dynamiki cen nośników energii (-3,7% wobec -6,1%) związany z wygaśnięciem efektów wysokiej bazy sprzed roku. Oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą dalszy stopniowy spadek inflacji bazowej. Spadek ten będzie jednak bardzo powolny i obniży się ona do poziomu ok. 2% dopiero w II kw. 2025 r.



W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.

Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzona do wymiaru rocznego dynamika PKB w USA została zrewidowana w dół do 3,2% wobec 3,3% w pierwszym szacunku. Na rewizję złożyły się obniżone wkłady zapasów i eksportu netto i zwiększone wkłady wydatków



rządowych, inwestycji i konsumpcji prywatnej. Drugi

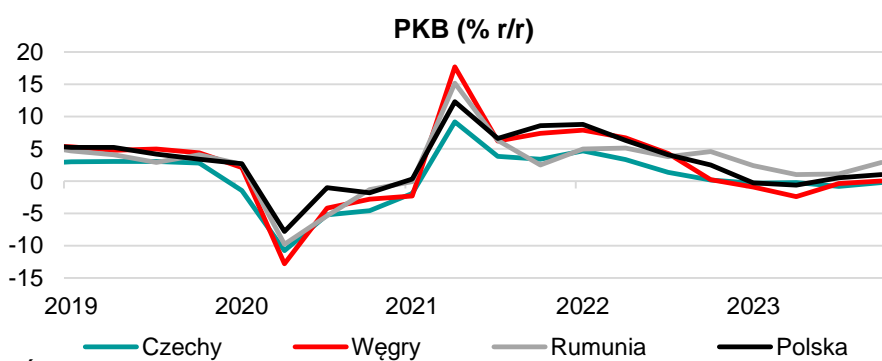
szacunek potwierdził, że w IV kw., podobnie jak w III kw., głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która obniżyła się w styczniu do 2,4% wobec 2,6% w grudniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie inflacja bazowa PCE spadła do 2,8% r/r w styczniu wobec 2,9% w grudniu, co również było zgodne z konsensusem. Warto jednak zauważyć, że odsezonowana miesięczna dynamika inflacji bazowej wzrosła w styczniu do 0,4% wobec 0,1% w grudniu, co wskazuje, że presja inflacyjna wciąż utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe, które zmniejszyły się w styczniu o 6,1% m/m wobec spadku o 0,3% w grudniu i ukształtowały się poniżej oczekiwań rynku (-4,5%). Ich spadek wynikał przede wszystkim z niższych zamówień na samoloty. Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w styczniu do -0,3% wobec -0,1% w grudniu. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe spadła w styczniu do 0,1% r/r wobec 0,9% w grudniu. Jej trzymiesięczna średnia ruchoma nie zmieniła się jednak w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 1,0%, co wskazuje na umiarkowany wzrost inwestycji. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również dane o sprzedaży nowych domów, która wzrosła w styczniu do 661 tys. wobec 651 tys. w grudniu. Uwzględniając jednak opublikowane dwa tygodnie temu dane o nowych pozwoleniach na budowę i rozpoczętych budowach domów (por. MAKROmapa z 19.02.2024) styczeń przyniósł na ogół obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zmniejszył się w lutym do 47,8 pkt. wobec 49,1 pkt. w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,5 pkt.). W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Tym samym odnotowane w styczniu wzrosty nowych zamówień i bieżącej produkcji okazały się przejściowe (por. MAKROmapa z 05.02.2024). Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się w lutym do 106,7 pkt. wobec 110,9 pkt. w styczniu, przy oczekiwaniach równych 114,9 pkt. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w lutym do 79,9 pkt. wobec 79,0 pkt. w styczniu i 79,6 pkt. we wstępnym szacunku. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA obniży się do 1,3% w I kw. wobec 3,2% w IV kw. Jednocześnie, zgodnie z naszym scenariuszem w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 1,6% wobec wzrostu o 2,5% w 2023 r.

Zgodnie z finalnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zwiększyła się do 1,0% r/r w IV kw. ub. r. wobec 0,5% r/r w III kw., kształtując się zgodnie z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych PKB w IV kw. nie zmienił się w porównaniu z III kw., podczas gdy w III kw. odnotowano jego wzrost względem II kw. o 1,1%. Oznacza to, że mimo odnotowanej w 2023 r. łagodnej tendencji wzrostowej, PKB w IV kw. ub. r. był wyższy jedynie o 2,8% niż w IV kw. 2021 r. (a więc w okresie poprzedzającym wybuch wojny w Ukrainie). Stanowi to dobrą ilustrację negatywnego wpływu wojny w Ukrainie na aktywność gospodarczą w Polsce, która była w latach 2022-2023 ograniczana głównie przez wysoką inflację, pogorszenie klimatu inwestycyjnego, zaostrzenie polityki pieniężnej i osłabienie popytu zewnętrznego (por. MAKROpuls z 29.02.2024). W kierunku zwiększenia dynamiki PKB w IV kw. oddziaływały wyższe wkłady zapasów, inwestycji oraz spożycia publicznego, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady eksportu netto oraz spożycia prywatnego. Oczekujemy, że w I kw. nastąpi powrót ożywienia gospodarczego w Polsce, wspieranego głównie przez wzrost konsumpcji i towarzyszące mu zwiększenie wartości dodanej w usługach. Znajdzie to odzwierciedlenie we wzroście PKB kw/kw po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych oraz zwiększeniu rocznej

dynamiki PKB z 1,0% w IV kw. do 1,5%. Podtrzymujemy prognozę, zgodnie z którą w 2024 r. PKB wzrośnie o 2,8%.

- ▾ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w lutym do 47,9 pkt. wobec 47,1 pkt. w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (47,1 pkt.) oraz naszej prognozy (46,7 pkt.).** Tym samym indeks już od 22 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie indeksu wynikało z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i zapasów. Ankietowane firmy zwracają uwagę, że źródłem ich spadku są niższe zamówienia z Europy, w szczególności z Niemiec. W warunkach utrzymującego się osłabionego popytu firmy starają się zwiększyć swoją konkurencyjność poprzez obniżanie marż. Wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowane w lutym przyspieszenie spadku cen dóbr finalnych mimo jednoczesnego wzrostu cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji (por. MAKROpuls z 01.03.2024). Odnotowana w lutym poprawa koniunktury w polskim przetwórstwie jest spójna z naszą oceną, zgodnie z którą w I kw. nastąpi powrót ożywienia gospodarczego w Polsce
- ▾ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie.** Indeks Caixin PMI zwiększył się w lutym do 50,9 pkt. wobec 50,8 pkt. w styczniu, co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (50,7 pkt.). Tym samym od 4 miesięcy pozostaje powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. Z kolei indeks NBS PMI obniżył się z lutym do 49,1 pkt. wobec 49,2 pkt. Z uwagi na zakłócenia związane z obchodami święta Chińskiego Nowego Roku, indeksy PMI za styczeń i luty mają ograniczoną wartość informacyjną. Prognozujemy, że PKB w Chinach zwiększy się w 2024 r. o 4,4% r/r wobec 5,2% w 2023 r.

▾ Kurs złotego będzie mocniejszy



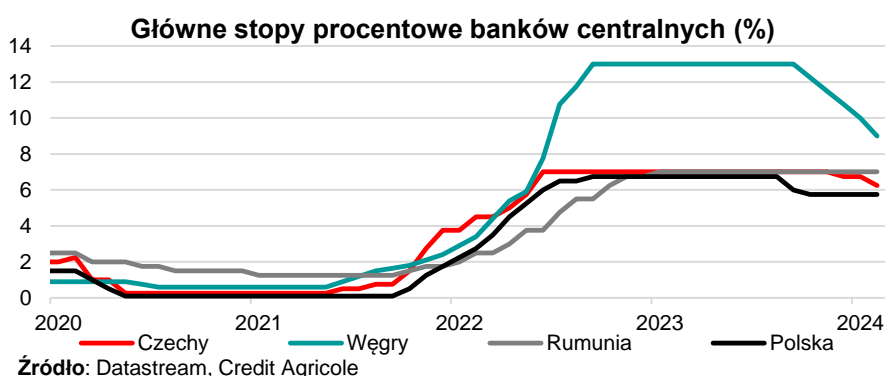
Tendencje w zakresie kształtowania się tempa wzrostu gospodarczego w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Polski, Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-4) wyglądały podobnie pod koniec 2023 r. W IV kw. ub. r. odnotowano wzrost rocznych dynamik PKB w porównaniu do III kw. w tych krajach. Uważamy, że wzrost PKB

we wszystkich krajach regionu dalej umiarkowanie przyspieszy w kolejnych kwartałach. Głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy będzie spadająca inflacja, zwiększająca realną siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych i ich konsumpcję. Oczekujemy bowiem kontynuacji tendencji dezinfłacyjnych głównie wskutek oddziaływania efektów wysokiej bazy, a także wygasania zakłóceń w łańcuchach dostaw i spadku presji kosztowej. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w 2024 r. będzie oczekiwane przez nas (opóźnione) ożywienie w strefie euro i światowym handlu, oraz efekty niskiej bazy z 2023 r. Czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia w 2024 r. będą natomiast tendencje w inwestycjach publicznych. Biorąc pod uwagę cykl absorpcji środków unijnych (pauza pomiędzy dwiema siedmioletnimi perspektywami finansowymi) dynamika publicznych nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie obniży się w 2024 r. Czynnikiem ten będzie częściowo łagodzony przez

realizację projektów w ramach tzw. Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności (odpowiednik polskiego KPO). Zarysowane powyżej perspektywy makroekonomiczne będą ważne z punktu widzenia decyzji podejmowanych przez banki centralne i kształtowania się kursów walutowych w krajach regionu.

Ważnym czynnikiem oddziałującym na kursy walutowe krajów regionu EŚW-4 będą tendencje w zakresie kształtowania się danych o bilansie płatniczym. Nasilająca się w br. absorbcja środków unijnych w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności i perspektywy finansowej 2021-2027 będzie oddziaływała w kierunku poprawy łącznego salda obrotów bieżących i salda obrotów kapitałowych. Pozytywna dla bilansu płatniczego, poprzez wzrost eksportu, będzie również oczekiwana przez nas poprawa sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych państw EŚW-4. W przeciwieństwie do pozostałych trzech krajów, w przypadku Węgry odblokowanie środków unijnych i tempo ich absorpcji charakteryzuje się podwyższoną niepewnością. Pod koniec ub. r. napięcia na linii Węgry-UE uległy nasileniu w związku z blokadą wypłaty pakietu pomocowego dla Ukrainy przez premiera V. Orbana. Ostatecznie Węgry poparły inicjatywę UE, a Komisja Europejska odblokowała środki unijne w ramach Funduszu Spójności w wysokości 10,2 mld EUR dla Węgry. Pula ta pozwoli Węgom na realizację projektów inwestycyjnych w krótkim okresie, jednak dominująca większość środków unijnych nadal pozostaje zablokowana w związku z niespełnieniem wymogów UE w ramach praworządności i tzw. kamieni milowych. Niepewność w zakresie dostępu Węgry do kolejnej puli środków unijnych będzie czynnikiem ograniczającym skalę aprecjacji forinta w kolejnych kwartałach.

Informacja o odblokowaniu środków unijnych w ramach KPO dla Polski została pozytywnie odebrana przez inwestorów, co znalazło odzwierciedlenie w umocnieniu kursu złotego dwa tygodnie temu. Oddziałuje to w kierunku obniżenia punktu startowego naszej prognozy kursu EURPLN i obniżenia jego ścieżki w kolejnych kwartałach. Ponadto, zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą stóp procentowych (por. MAKROmapa z 26.01.2024) oczekujemy, że NBP będzie charakteryzował się bardziej jastrzębim nastawieniem niż wcześniej zakładaliśmy. Uważamy, że stopy procentowe nie ulegną zmianie w br. Pierwszych obniżek stóp procentowych (łącznie o 50pb) spodziewamy się dopiero w II połowie 2025 r. Wyższa ścieżka stóp procentowych w połączeniu z odblokowaniem środków w ramach KPO skłoniła nas do rewizji w górę naszej prognozy kursu złotego. Uważamy, że aprecjacja złotego będzie kontynuowana w kolejnych kwartałach, w efekcie czego kurs EURPLN obniży się do 4,24 na koniec br. i 4,20 na koniec 2025 r.



W ostatnich miesiącach Narodowy Bank Węgry (MNB) kontynuował cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Bazowa stopa procentowa została obniżona o łącznie 400pb od września 2023 r. do 9,00%. Głównym argumentem na rzecz łagodzenia polityki pieniężnej był silny spadek inflacji. W styczniu wyniosła ona 3,8% r/r i ukształtowała się w dopuszczalnym

zakresie odchylenia od celu inflacyjnego MNB $3\pm 1\%$. Realne stopy procentowe na Węgrzech pozostają jednak stosunkowo wysokie i naszym zdaniem MNB będzie działał w kierunku ich dalszego obniżenia, co byłoby spójne z ubiegłotygodniowymi wypowiedziami wiceprezesa MNB B. Viraga po lutym posiedzeniu banku centralnego. Biorąc pod uwagę osłabienie popytu zewnętrznego i prawdopodobny powrót inflacji ogółem do celu MNB w 2025 r., w dalszym ciągu widzimy duże pole do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach. Dlatego uważamy, że w marcu stopa bazowa zostanie obniżona o 100 pb do 8,00%, a następnie tempo łagodzenia polityki pieniężnej wyhamuje i w czerwcu

2024 r. stopa bazowa osiągnie poziom 6,00%. Ta prognoza jest spójna z wypowiedziami B. Viraga, który zaznaczył, że oczekiwania rynkowe zakładające obniżkę stopy bazowej do około 6% do 7% do połowy 2024 r. wydają się „realistyczne”. W krótkiej perspektywie kontynuacja łagodzenia polityki przez MNB będzie nieco negatywna dla HUF, ponieważ obniżający się dysparytet stóp procentowych pomiędzy MNB i EBC zmniejszy atrakcyjność aktywów nominowanych w HUF. Tym samym oczekujemy, że kurs EURHUF wyniesie 371 na koniec czerwca. Następnie będziemy obserwowali lekką aprecjację forinta z zasięgiem 368 i 360 względem euro odpowiednio na koniec 2024 r. i 2025 r.

Cykl łagodzenia polityki pieniężnej rozpoczął się również w Czechach. Stopy procentowe zostały obniżone o 25pb w grudniu i 50pb w lutym. W rezultacie 2-tygodniowa stopa repo wynosi obecnie 6,25%. Uważamy, że na kolejnych posiedzeniach CNB obniżki w wysokości 50pb będą kontynuowane z uwagi na wyraźne procesy dezinflacyjne. Zgodnie z lutową projekcją Narodowego Banku Czech (CNB) stopa procentowa zostanie obniżona do ok. 3,00% pod koniec br. i 2,50% pod koniec 2025 r. Niemniej jednak większość członków Zarządu CNB opowiada się za mniejszą skalą łagodzenia polityki pieniężnej niż przewiduje projekcja. W rezultacie zakładamy, że stopy procentowe zostaną obniżone do 3,75% na koniec 2024 r. i 3,00% na koniec 2025 r. Zawężający się dysparytet stóp procentowych pomiędzy Czechami i strefą euro będzie czynnikiem negatywnym dla kształtowania się kursu korony w kolejnych kwartałach. Niemniej jednak, z uwagi na oczekiwaną przez nas poprawę koniunktury w Niemczech, oddziałującą w kierunku ożywienia czeskiego eksportu, oczekujemy umiarkowanej aprecjacji korony czeskiej względem euro w horyzoncie naszej prognozy. Prognozujemy, że kurs EURCZK wyniesie 25,0 na koniec 2024 r. i 24,5 na koniec 2025 r.

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)								
	gru 23	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25
Czechy	6,75	5,75	4,75	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
Węgry	10,75	8,00	6,00	5,50	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75
Rumunia	7,00	7,00	6,75	6,50	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00
Polska	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25

	Kursy walutowe								
	gru 23	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25
EURCZK	24,7	25,3	25,2	25,1	25,0	24,9	24,8	24,7	24,5
EURHUF	381	390	388	387	385	384	382	380	377
EURRON	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,96	4,96	4,96	4,96
EURPLN	4,33	4,30	4,28	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20

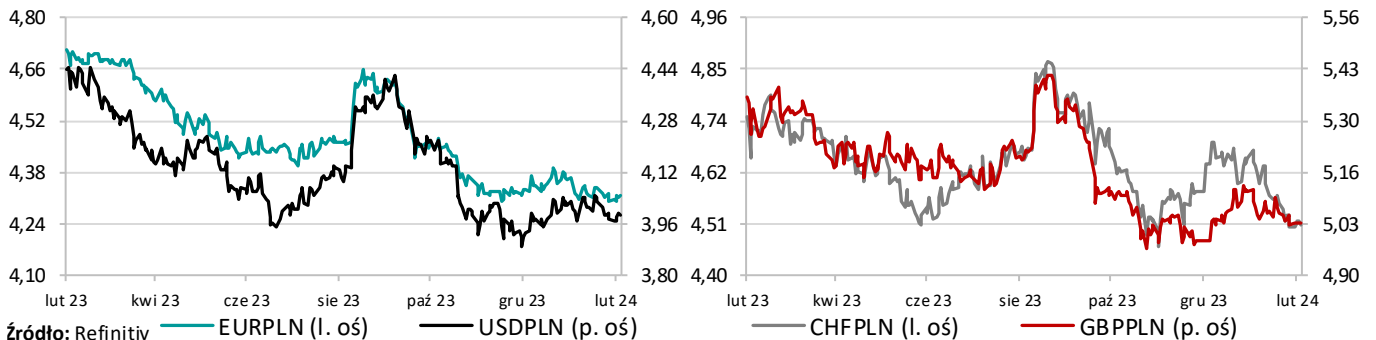
Źródło: Datastream, Credit Agricole

Oczekujemy, że inflacja w Rumunii znajdzie się w dopuszczalnym przedziale odchyień od celu inflacyjnego dopiero na przełomie lat 2025 i 2025, co będzie uzasadniało ostrożność w zakresie podejmowania decyzji w polityce pieniężnej. Narodowy Bank Rumunii (NBR) w ostatnich miesiącach wielokrotnie podkreślał utrzymującą się niepewność dotyczącą perspektyw makroekonomicznych i utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie (7,00%). Ważnym czynnikiem zwiększającym niepewność w zakresie perspektyw inflacyjnych w Rumunii jest kształt polityki fiskalnej w warunkach trzech wyborów (parlamentarnych, prezydenckich i europejskich) zaplanowanych na 2024 r. Bank centralny zaznaczał, że podczas podejmowania swoich decyzji kieruje się zamiarem trwałego doprowadzenia rocznej stopy inflacji do celu między innymi poprzez zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w średnim okresie, w sposób prowadzący do osiągnięcia trwałego wzrostu gospodarczego. Biorąc pod uwagę fakt, że prognozowana przez NBR inflacja znajdzie się w dopuszczalnym zakresie odchyień od celu inflacyjnego (2,5±1%) dopiero w IV kw. 2025 r. uważamy, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej w Rumunii zostanie rozpoczęty dopiero w II kw. br. i stopy zostaną obniżone łącznie o 100pb w br. Nasza prognoza jest spójna z informacjami

zawartymi w *Minutes* po lutowym posiedzeniu NBR. Przedstawiciele banku centralnego wyrazili wówczas gotowość do ostrożnego łagodzenia polityki pieniężnej, jeśli napływające w horyzoncie kilku miesięcy dane zasygnalizują spadek inflacji i wysokie prawdopodobieństwo ukształtowania się jej zgodnie ze ścieżką przewidzianą w lutowej projekcji. Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie relatywnie stabilny w okolicach poziomu 4,96-4,97 do końca 2025 r.

Wypowiedzi prezesa NBP mogą umocnić złotego

Kursy walutowe



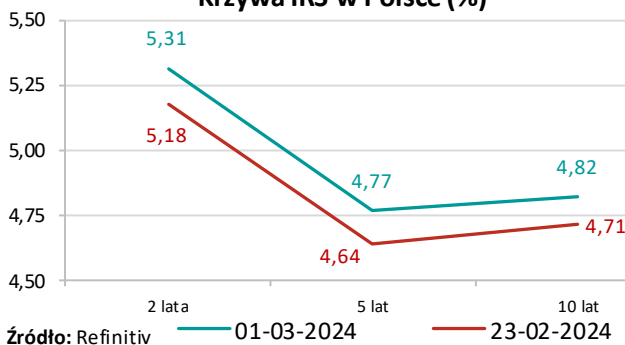
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3162 (osłabienie złotego o 0,4%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN charakteryzował się relatywnie niską zmiennością i kształtował się lekko powyżej poziomu 4,30. Jego zmiany wynikały z wahań popytu i podaży na rynku walutowym, podczas gdy wpływ opublikowanych w ubiegłym tygodniu danych makroekonomicznych na kurs złotego był ograniczony.

W lekkim trendzie spadkowym kształtował się natomiast kurs EURUSD, czemu sprzyjała seria ubiegłotygodniowych relatywnie jastrzębich wypowiedzi członków FOMC (m.in. L. Mester, J. Williama, R. Bostica i T. Barkina).

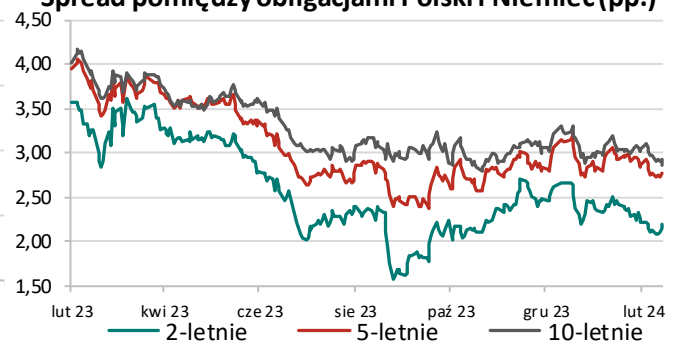
W tym tygodniu istotna dla złotego będzie zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Uważamy, że może ona sprzyjać umocnieniu złotego. Z kolei w kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty mogą oddziaływać posiedzenie EBC oraz wystąpienie szefa Rezerwy Federalnej J. Powella przed Kongresem. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Konferencja prezesa NBP w centrum uwagi

Krzywa IRS w Polsce (%)



Spread pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec (pp.)



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,31 (wzrost o 13pb), 5-letnie do 4,77 (wzrost o 13pb), a 10-letnie do 4,82 (wzrost o 11pb). W pierwszej części tygodnia doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Zwiększeniu rentowności na rynkach bazowych sprzyjało zmniejszenie

oczekiwań na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne. W czwartek doszło do korekty i spadku stawek IRS, które jednak nie powróciły do poziomów z początku tygodnia.

W tym tygodniu kluczowa dla stawek będzie zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego, które może oddziaływać w kierunku ich wzrostu. Z kolei podwyższonej zmienności stawek IRS mogą sprzyjać przewidziane na ten tydzień posiedzenie EBC oraz wystąpienie szefa Fed J. Powella przed Kongresem. Naszym zdaniem przewidziane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,30
Kurs USDPLN*	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,98
Kurs CHFPLN*	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,43
Inflacja CPI (r/r, %)	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,9	3,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,4	5,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,5	-3,7	-6,5	-3,3	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	1,6	4,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-9,0	-8,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	7,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	11,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,5	
Saldo ROB (mln EUR)	1467	1372	-230	589	1272	157	556	1176	2119	1203	-24	3084		
Eksport (r/r, % EUR)	14,8	16,1	1,8	4,3	4,0	0,0	-2,3	-4,2	2,3	-1,9	-6,0	1,9		
Import (r/r, % EUR)	-1,6	3,3	-9,6	-5,0	-5,8	-7,4	-11,9	-14,7	-7,7	-7,8	-11,3	-0,2		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2023				2024				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,0	1,5	2,8	3,1	3,5	0,2	2,8	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	-2,0	-2,8	0,8	-0,1	2,0	4,0	4,3	4,5	-1,0	3,7	3,5	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	7,2	8,7	3,0	2,2	2,4	1,2	8,4	2,0	8,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	-11,0	2,7	1,0	3,8	5,3	6,0	-1,9	4,0	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	-20,3	-2,8	4,6	6,5	7,1	8,2	-8,3	6,6	7,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,5	0,0	1,2	2,3	2,5	2,2	-0,6	2,1	2,0
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,2	2,0	0,4	0,3	0,4	0,3	1,4	0,4	1,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	5,9	3,3	-2,0	-1,2	-0,6	-0,7	3,9	-1,1	-0,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)**	-0,7	0,0	1,0	1,6	1,0	0,5	-0,3	-1,0	1,6	-1,0	-0,5	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,1	5,0	5,1	5,2	4,9	4,8	5,0	5,1	5,0	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,3	0,6	0,7	0,7	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	0,8	-0,5	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,3	13,8	11,0	12,0	10,5	13,0	12,3	12,5	12,8	12,1	7,5	
Inflacja CPI (%)*	17,0	13,1	9,7	6,5	3,2	2,3	4,2	4,2	11,6	3,5	4,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	6,89	6,90	5,77	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,33	4,30	4,28	4,26	4,24	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	3,93	3,98	4,00	4,02	4,04	3,93	4,04	3,75	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
Poniedziałek 04.03.2024 r.					
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Marzec	-12,9	-11,0
Wtorek 05.03.2024 r.					
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Luty	50,0	50,0 50,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Luty	48,9	48,9 48,9
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	-10,6	
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	0,2	-2,7 -3,0
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Luty	53,4	53,0 52,5
Środa 06.03.2024 r.					
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Marzec	5,75	5,75 5,75
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Styczeń	22,2	21,5
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	-1,1	0,1
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Luty	107	140
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Styczeń	-0,1	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Styczeń	0,7	
Czwartek 07.03.2024 r.					
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Luty	75,3	107,0
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	8,9	-6,0
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Marzec	4,50	4,50 4,50
Piątek 08.03.2024 r.					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-1,6	0,7
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	IV kw.	1,3	
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,0	0,0 0,0
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	IV kw.	0,1	0,1 0,1
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Luty	3,7	3,7 3,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Luty	353	205 190

* 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 Refinitiv