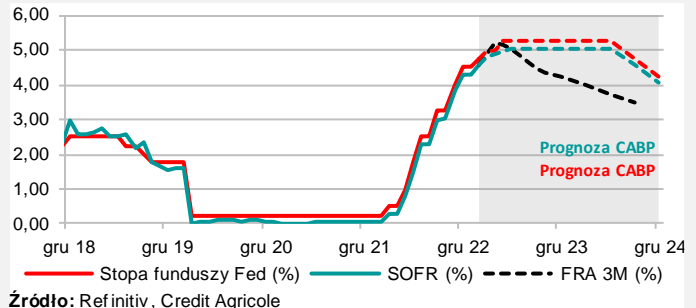


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.

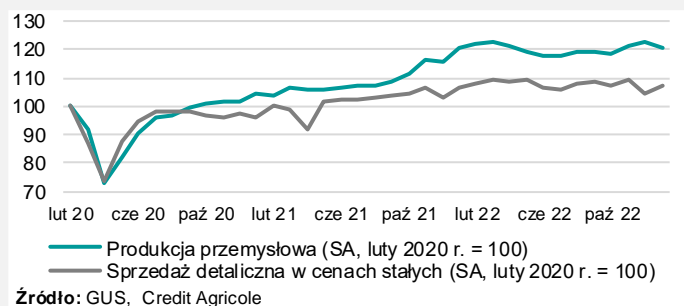
Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych o 25pb, a tym samym docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [4,75%, 5,00%]. Komunikat po

posiedzeniu wskaże na konieczność ograniczania inflacji jako uzasadnienie dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Jednocześnie niekorzystna sytuacja w sektorze bankowym USA (por. MAKROmapa z 13.03.2023) i wzrost ryzyka dla stabilności systemu finansowego będą ważnymi argumentami przeciwko większej podwyżce stóp w tym tygodniu. Warto przypomnieć, że jeszcze tydzień temu kontrakty terminowe wyceniały prawdopodobieństwo podwyżki stóp o 50pb na posiedzeniu w marcu na 40%. Dużo ważniejsze od samej decyzji Fed będą informacje zawarte w komunikacie dotyczące oczekiwanego tempa zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach i docelowego poziomu stóp procentowych. Więcej informacji w tym zakresie dostarczy również najnowsza projekcja makroekonomiczna członków FOMC. Oczekujemy, że docelowy poziom stóp procentowych pozostanie niezmienny względem grudniowej projekcji i wyniesie [5,00%, 5,25%]. Jednocześnie uważamy, że prognozy inflacji i stopy bezrobocia nie zostaną istotnie zrewidowane. Podwyżka stóp o 25pb w tym tygodniu byłaby spójna z konsensusem rynkowym. Biorąc jednak pod uwagę, że kontrakty terminowe wyceniają prawdopodobieństwo utrzymania niezmiennego poziomu stóp procentowych w tym tygodniu na ponad 30% uważamy, że konferencja po posiedzeniu FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.



Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie dzisiejsza publikacja danych o lutowej produkcji przemysłowej w Polsce.

Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do -0,9% r/r wobec 2,6% w styczniu. W kierunku spowolnienia wzrostu produkcji oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się poniżej konsensusu (1,0%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



We wtorek poznamy dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.

Oczekujemy, że tempo wzrostu sprzedaży w cenach bieżących zmniejszyło się do 14,2% r/r w lutym wobec 15,1% w styczniu. W kierunku spowolnienia wzrostu sprzedaży oddziaływało pogorszenie nastrojów konsumenckich i koniunktury w handlu detalicznym. Nasza prognoza nominalnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu (15,0%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

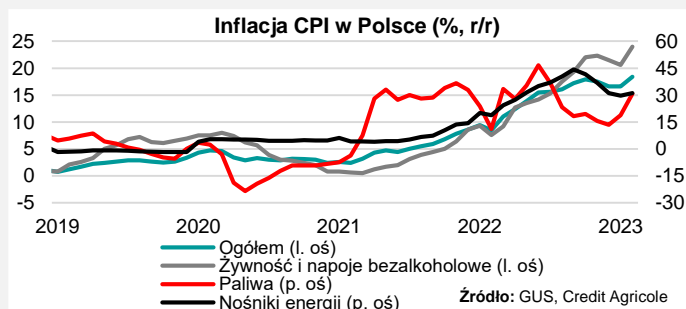
W piątek opublikowane zostaną wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.

Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro nie zmienił się w marcu w porównaniu do lutego i wyniósł 52,0 pkt. Tym samym byłby to już trzeci miesiąc z rzędu, w którym indeks PMI ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku

- aktywności w strefie euro. Inwestorzy oczekują wzrostu indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 47,0 pkt. w marcu z 46,3 pkt. w lutym). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.
- ▬ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Prognozujemy, że zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w lutym o 1,0% m/m wobec spadku o 4,5% w styczniu. Uważamy, że w kierunku utrzymującego się spadku zamówień oddziaływał niższy popyt na dobra trwałego użytku. Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (660 tys. w lutym wobec 670 tys. w styczniu) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,16 mln wobec 4,00 mln). W przypadku realizacji naszych prognoz byłyby to kolejne (po pozwoleniach na budowę i rozpoczętych budowach, patrz poniżej) relatywnie dobre dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Naszym zdaniem publikacje danych z USA pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i będą neutralne dla rynków finansowych.
 - ▬ **W poniedziałek opublikowane zostaną lutowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 0,9% r/r z 1,1% w styczniu. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się w lutym do 11,7% r/r wobec 13,5% w styczniu z uwagi na efekt wysokiej bazy sprzed roku. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
 - ▬ **Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's.** W ub. r. agencja utrzymała rating Polski na poziomie A2 z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji agencja zwróciła uwagę, że bieżący rating jest wypadkową trzech czynników. Pierwszym z nich są starania kraju o zwiększenie bezpieczeństwa energetycznego oraz posiadane gwarancje bezpieczeństwa NATO i obecność wojsk, co ogranicza zagrożenie geopolityczne wynikające z inwazji Rosji na Ukrainę. Drugim czynnikiem są silne fundamenty polskiej gospodarki i wciąż silne ramy instytucjonalne, pomimo wyzwań związanych ze stopniowym pogarszaniem się sytuacji w zakresie praworządności. Trzecim czynnikiem jest korzystna struktura zadłużenia Polski i relatywnie niski koszt jego obsługi. Agencja zwróciła wówczas uwagę, że znaczące pogorszenie sytuacji w zakresie praworządności, które miałyby negatywny wpływ na klimat biznesowy w Polsce i prowadziłyby do dalszej eskalacji sporu z UE, oddziaływałyby w kierunku pogorszenia wiarygodności kredytowej Polski. Oczekujemy, że agencja Moody's nie zmieni ratingu Polski ani jego perspektywy w tym tygodniu, jednak w komunikacie znajdą się fragmenty akcentujące utrzymujący się spór na linii Polska-UE, prowadzący do zablokowania wypłaty środków w ramach unijnej perspektywy finansowej 2021-2027 i Krajowego Planu Odbudowy. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na tę decyzję nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.

W zeszłym tygodniu

- ▬ **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w lutym do 18,4% r/r wobec 16,6% w styczniu (rewizja w dół z 17,2%), kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (18,7%) i naszej prognozy (18,8%).** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały wyższe dynamiki cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „paliwa” oraz „nośniki energii”, co w znacznym stopniu wynikało z efektów niskiej bazy związanych z wprowadzeniem Tarczy Antyinflacyjnej. Do wzrostu inflacji przyczyniła się również



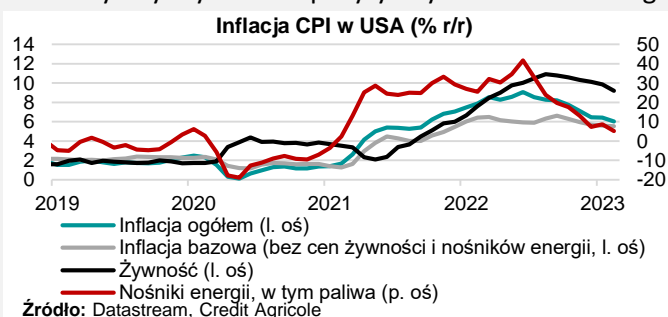
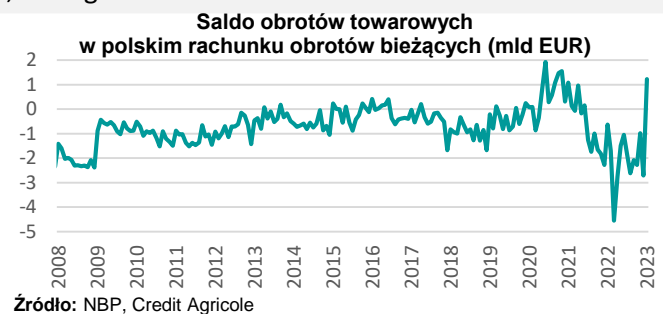
wyższa inflacja bazowa, która zwiększyła się w lutym do 12,0% r/r wobec 11,7% w styczniu. Dane o inflacji bazowej wskazują w naszej ocenie na utrzymującą się szeroką presję inflacyjną w polskiej gospodarce. GUS opublikował również zrewidowane wagi w koszyku konsumenckim, będące odzwierciedleniem struktury wydatków z budżetów gospodarstw domowych w 2022 r. Na szczególną uwagę zasługuje wzrost udziału wydatków na kategorie szczególnie silnie dotknięte wzrostem cen, m.in. „żywność i napoje bezalkoholowe”, „użytkowanie mieszkania lub domu i nośniki energii” oraz „transport”. Dane wskazują, że z uwagi na podstawowy charakter tych dóbr gospodarstwa domowe starały utrzymywać ich konsumpcję na niezmiennym poziomie, co odbywało się kosztem wydatków na inne kategorie, m.in. „napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe”, „odzież i obuwie”, czy też „wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego” (por. MAKROpuls z 15.03.2023). Podtrzymujemy naszą ocenę, że w lutym inflacja osiągnęła swoje maksimum lokalne. Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem (patrz niżej) prognozujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie się stopniowo obniżać i osiągnie poziom 7,0% w grudniu br.

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się w styczniu do 1429 mln EUR wobec -2526 mln EUR w grudniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-1000 mln EUR) i naszej prognozy (224 mln EUR).

Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych oraz usług (odpowiednio o 3941 mln EUR i 646 mln EUR wyższe niż w grudniu), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe salda dochodów pierwotnych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 122 mln EUR i 510 mln EUR niższe niż w grudniu). Jednocześnie w styczniu odnotowano spadek dynamiki eksportu (10,8% r/r w styczniu wobec 11,5% w grudniu) oraz importu (3,1% wobec 12,1%). W danych na szczególną uwagę zasługuje saldo obrotów towarowych, które osiągnęło dodatnią wartość po raz pierwszy od kwietnia 2021 r. W naszej ocenie złożyły się na to wyraźne osłabienie importu (efekt spadających cen nośników energii oraz osłabienia popytu wewnętrznego w Polsce) oraz ożywienie eksportu (widoczne m.in. w wyższej sprzedaży zagranicznej w branży motoryzacyjnej). Dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w I kw. do -3,3% wobec -3,1% w IV kw. Poprawa relacji salda na rachunku obrotów bieżących do PKB byłaby czynnikiem pozytywnym dla kursu złotego.

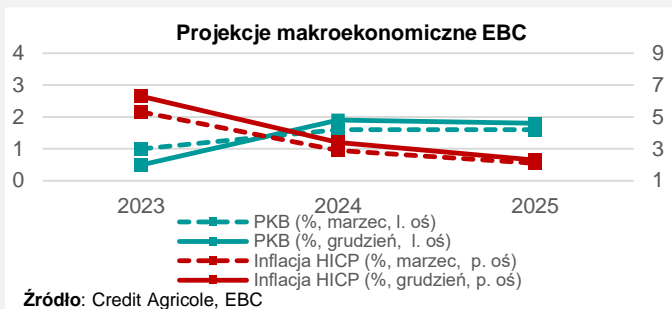
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI w USA zmniejszyła się w lutym do 6,0% r/r wobec 6,4% w styczniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Spadek inflacji wynikał z niższego tempa wzrostu cen nośników energii oraz żywności, a także obniżenia inflacji bazowej, która zmniejszyła się

w lutym do 5,5% r/r wobec 5,6% w styczniu i także ukształtowała się zgodnie z konsensusem. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o miesięcznej dynamice produkcji przemysłowej, która zmniejszyła się w lutym do 0,0% m/m wobec 0,3% w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,2%). Spadek dynamiki produkcji przemysłowej wynikał z niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie i górnictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała jej silny wzrost w dostarczaniu mediów. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych nie zmieniło się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosło 78,0%. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o



sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się w lutym do -0,4% m/m wobec 3,2% w styczniu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (-0,3%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży spadła w lutym do -0,1% wobec 0,3% w styczniu. Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej wynikał w znacznym stopniu z efektu wysokiej bazy sprzed miesiąca w kategorii „galerie handlowe” (por. MAKROmapa z 20.02.2023). Na wyraźny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w lutym w porównaniu do stycznia wskazały dane o pozwoleniach na budowę (1524 tys. w lutym wobec 1339 tys. w styczniu) oraz rozpoczętych budowlach (1450 tys. wobec 1321 tys.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Regionalne indeksy NY Empire State (-24,6 pkt. w marcu wobec -5,8 pkt. w lutym) oraz Philadelphia Fed (-23,2 pkt. wobec -24,3 pkt.) wskazały na utrzymujące się słabe nastroje w amerykańskim przetwórstwie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w marcu do 63,4 pkt. wobec 67,0 pkt. w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (67,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Zgodnie z komunikatem ankieta została w 85% zrealizowana przed pojawieniem się informacji o problemach z płynnością banku SVB, stąd odnotowanego w marcu spadku nie należy łączyć z obawami gospodarstw domowych o stabilność systemu bankowego. Zmniejszyła się również podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku (3,8% r/r w marcu wobec 4,1% w lutym – najniższy poziom od kwietnia 2021 r.), co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych w USA stopniowo się obniżają. Dane o inflacji w USA oraz pozostałe wskaźniki dotyczące koniunktury w amerykańskiej gospodarce nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym Fed dokona jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych po 25pb (w marcu i w maju) i zakończy cykl podwyżek z docelowym przedziałem wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wynoszącym [5,00%, 5,25%]. Czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza pozostają natomiast obawy o stabilność amerykańskiego sektora bankowego, które nasiliły się dwa tygodnie temu w związku z problemami z płynnością banku SVB (por. MAKROmapa z 13.03.2023).

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który zdecydował się na podwyżkę swoich stóp procentowych o 50pb. Decyzja EBC była zgodna z naszymi oczekiwaniami oraz oczekiwaniami rynku (por. MAKROmapa z 13.03.2023). W konsekwencji główna stopa



procentowa EBC wynosi obecnie 3,50%, a depozytowa 3,00%. Zgodnie z komunikatem Rady Prezesów kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Ponadto w komunikacie pojawił się zapis nawiązujący do ostatnich problemów płynnościowych m.in. banków SVB i Credit Suisse. Wynika z niego, że Rada Prezesów uważnie monitoruje obecne napięcia na rynkach i jest gotowa podejmować działania konieczne do utrzymania stabilności cen i stabilności finansowej w strefie euro. Podkreślone zostało jednak, że sektor bankowy w strefie euro charakteryzuje się wysokim poziomem odporności, a jego sytuacja kapitałowa i płynnościowa jest dobra. EBC zaznaczył jednak, że w razie konieczności jest w stanie zapewnić systemowi finansowemu strefy euro wsparcie płynnościowe i utrzymać niezakłóconą transmisję polityki pieniężnej. Jednocześnie podczas konferencji prasowej szefowa EBC CH. Lagarde nawiązując do ostatnich napięć na rynkach finansowych dała do zrozumienia, że nie ma zamiaru iść na kompromis jeśli chodzi o zapewnienie stabilności cen. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały najnowsze projekcje ekonomiczne EBC. Nieznaczenie w dół zrewidowana została ścieżka inflacji, choć nadal zakłada

ona powrót w okolice celu inflacyjnego dopiero w 2025 r. Z kolei w przypadku PKB podniesiono ścieżkę jego wzrostu PKB w 2023 r., podczas gdy prognoza na lata 2024-2025 obniżyła się. Uwzględniając napięcia w systemie finansowym oraz relatywnie gołębi komunikat EBC dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC podniesie stopy procentowe jeszcze o 50pb w marcu i maju oraz o 25pb w czerwcu. Wówczas główna stopa procentowa osiągnie docelowy poziom 4,25%, a stopa depozytowa 3,75%.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin. Lepsze od oczekiwań rynku okazały się dane o inwestycjach w aglomeracjach miejskich (5,5% w okresie styczeń-luty br. r/r wobec 5,1% w grudniu, przy oczekiwaniach równych 4,3%) oraz sprzedaży detalicznej (3,5% wobec -1,8%, przy oczekiwaniach równych 3,4%). Z kolei poniżej konsensusu rynkowego ukształtowały się dane o produkcji przemysłowej (2,4% wobec 1,3%, przy oczekiwaniach równych 2,7%). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane wskazują na stopniowe ożywienie aktywności w chińskiej gospodarce wraz z poprawą sytuacji epidemicznej w tym kraju. Jest ono szczególnie widoczne w przypadku danych o sprzedaży detalicznej, które jest wspierana przez realizację odłożonego popytu. Z ożywieniem mamy do czynienia również w przypadku inwestycji w aglomeracjach miejskich, czemu sprzyjają pierwsze oznaki poprawy sytuacji na chińskim rynku nieruchomości. Wolniej rośnie produkcja przemysłowa, co wynika przede wszystkim z osłabionego popytu, zarówno wewnętrznego jak i zewnętrznego (por. MAKROmapa z 13.03.2023). Uwzględniając jednak ostatnie wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie można oczekiwać, że kolejne miesiące przyniosą silniejsze ożywienie aktywności również i w tym sektorze (por. MAKROmapa z 06.03.2023). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w Chinach zwiększy się w 2023 r. do 5,0% r/r wobec 3,0% w 2022 r., co będzie spójne z ustalonym przez chiński rząd celem dla tempa wzrostu PKB na poziomie „ok. 5%” (por. MAKROmapa z 06.03.2023).

Jaki będzie profil dezinflacji w 2023 r.?

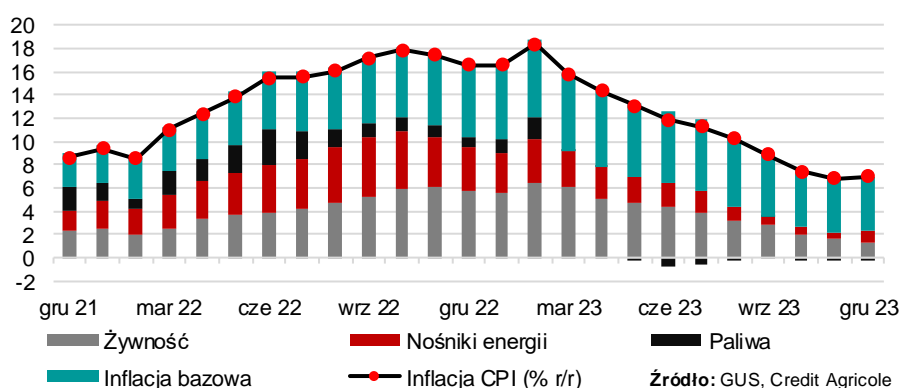
Zgodnie z danymi GUS inflacja CPI zwiększyła się w lutym do 18,4% r/r wobec 16,6% w styczniu kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (18,7%) i naszej prognozy (18,8%). GUS opublikował również zrewidowane wagi w koszyku konsumenckim, będące odzwierciedleniem struktury wydatków z budżetów gospodarstw domowych w 2022 r. Poniżej prezentujemy nasz zrewidowany scenariusz inflacyjny uwzględniający zaktualizowane wagi w koszyku inflacyjnym oraz finalne dane inflacyjne za styczeń i luty.

Rewizja wag koszyka przyczyniła się do silnej rewizji w dół (o 0,6 pkt. proc.) inflacji w styczniu z 17,2% do 16,6%. Uważamy, że gospodarstwa domowe silnie ograniczyły udział wydatków na produkty i usługi charakteryzujące się wyjątkowo silnym wzrostem cen zastępując je innymi, o ile było to możliwe. W 2022 r. zmniejszył się również udział wydatków na dobra luksusowe (np. w ramach kategorii „sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny” lub „inny sprzęt trwałego użytku związany z rekreacją i kulturą”). Zmiana struktury wydatków miała istotny wpływ nie tylko na rewizję styczniowej inflacji ogółem, ale również jej głównych podkategorii. Z największą rewizją mieliśmy do czynienia w przypadku cen nośników energii, gdzie tempo wzrostu cen ostatecznie obniżyło się do 29,7% r/r wobec 31,1% w grudniu (wcześniej GUS oszacował, że dynamika cen w tej kategorii zwiększyła się w styczniu do 34,0%). Wynikało to ze wzrostu udziału opału w koszyku inflacyjnym, który w styczniu 2023 r. był jedynym nośnikiem energii taniejącym w ujęciu m/m. Większa waga tej taniejącej kategorii w ujęciu m/m przyczyniła się jednocześnie do rewizji w dół dynamiki opału również w przeliczeniu na ujęcie r/r, jak również całego tempa wzrostu cen nośników energii. Sama rewizja wag poszczególnych podkategorii w ramach kategorii „nośniki energii” oddziaływała w kierunku rewizji inflacji ogółem w dół o ok. 0,5 pkt. proc., a tym samym odpowiadała za gros całej skali rewizji styczniowych danych.

Wyraźnie niższa od naszych wcześniejszych oczekiwań inflacja ogółem w styczniu i lutym – poprzez niższy punkt startowy – oddziałuje w kierunku obniżenia całej ścieżki prognozowanego tempa wzrostu cen w 2023 r. Ponadto z uwagi na kształtowanie się cen ropy na światowym rynku znacząco poniżej naszych oczekiwań zrewidowaliśmy w dół prognozowana przez nas dynamikę cen paliw. Uważamy, że poziom detalicznych cen paliw nie ulegnie znaczącym zmianom w najbliższych miesiącach w porównaniu do cen obserwowanych obecnie.

Antyinflacyjny wpływ niższego punktu startowego będzie częściowo rekompensowany przez kształtowanie się inflacji bazowej na wyższym poziomie niż wcześniej zakładaliśmy. Dane za styczeń i luty zasygnalizowały dalsze przyspieszenie inflacji bazowej w ujęciu rocznym (do odpowiednio 11,7% i 12,0% r/r wobec 11,5% w grudniu). Ponadto dynamiki m/m były w pierwszych dwóch miesiącach 2023 r. znacząco wyższe w porównaniu do historycznego wzorca sezonowego. Dane o inflacji bazowej wskazują w naszej ocenie na utrzymującą się szeroką i silną presję inflacyjną w polskiej gospodarce. Uważamy, że będzie ona stopniowo wygasać, jednak inflacja bazowa pod koniec br. pozostanie na relatywnie wysokim poziomie (8,5% r/r w grudniu).

Ponadto z uwagi na wyższy punkt startowy, związany w znacznym stopniu z silnym wzrostem cen warzyw (m.in. efekt fali chłódów w Europie Południowej i Afryce Północnej) oraz jaj (efekt ptasiej grypy) zrewidowaliśmy w górę naszą ścieżkę cen żywności. Obecnie prognozujemy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych zmniejszy się z 15,4% w 2022 r. do 14,6% r/r w 2023 r., a w 2024 r. obniży się do 5,6% (odpowiednio 13,6% i 5,6% przed rewizją). Jednocześnie podtrzymujemy naszą ocenę, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych osiągnęła w lutym swoje maksimum lokalne i w kolejnych miesiącach będzie się stopniowo obniżać osiągając 6,2% w IV kw. 2023 r. Nasza prognoza dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych zakłada utrzymanie zerowej stawki VAT na żywność do końca 2023 r. i jej stopniowe podnoszenie do pierwotnego poziomu w 2024 r.

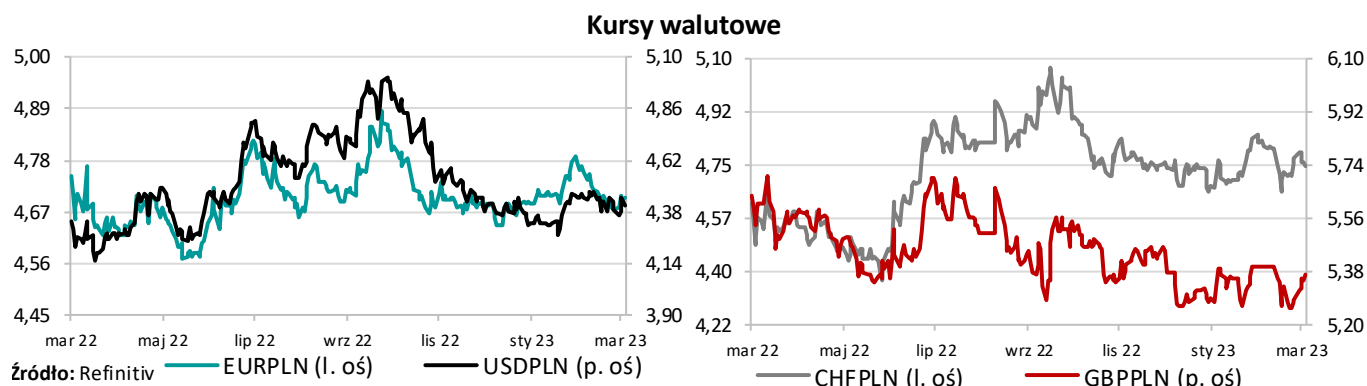


Podtrzymujemy nasz scenariusz, że szczyt inflacji CPI został osiągnięty w lutym i w kolejnych miesiącach będzie się ona stopniowo obniżać. Wypadkową niższego punktu startowego, obniżonej dynamiki cen paliw oraz zrewidowanych w górę ścieżek cen żywności i inflacji bazowej będzie nieznacznie niższa niż wcześniej prognozowana inflacja ogółem w br. (11,8% r/r wobec

12,1%). Oczekujemy, że inflacja ogółem wyniesie 7,0% r/r w grudniu 2023 r. Nasz scenariusz inflacyjny na 2024 r. nie uległ istotnym zmianom. Oczekujemy kontynuowania tendencji dezinflacyjnych, chociaż istotnym czynnikiem ryzyka pozostaje kształtowanie się taryf na nośniki energii z początkiem przyszłego roku. Prognozujemy, że inflacja ogółem obniży się do 4,9% r/r średniorocznie w 2024 r. wobec 4,8% przed rewizją.

Zgodnie z naszą prognozą, w okresie II-III kw. br. inflacja bazowa będzie kształtowała się o około 0,5 pkt. proc. wyżej w porównaniu do ścieżki przedstawionej w marcowej projekcji NBP. Kombinacja wysokiej inflacji oraz napływających danych, wskazujących na spadek PKB w I kw. zarówno w ujęciu r/r, jak i kw./kw., będzie dla Rady argumentem na rzecz utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Tym samym podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym stopy procentowe zostaną obniżone dopiero w 2024 r.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej mogą osłabić złotego

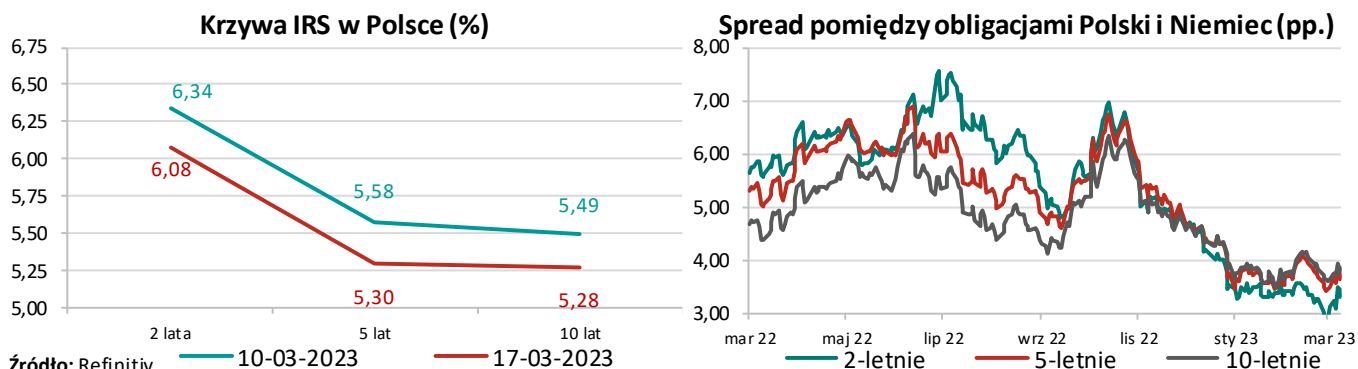


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,7020 (osłabienie złotego o 0,6%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym, co było efektem podwyższonej awersji do ryzyka związanej z obawami części inwestorów o stabilność światowego systemu finansowego w warunkach problemów z płynnością niektórych banków. Posiedzenie EBC miało ograniczony wpływ na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu doszło do umocnienia dolara względem euro, co było korektą po wzroście kursu EURUSD dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 13.03.2023). W znacznym stopniu wynikało to oczekiwania części inwestorów na to, że mimo problemów płynnościowych części amerykańskich banków, które ujawniły się dwa tygodnie temu, Fed będzie kontynuował cykl podwyżek stóp procentowych. Wsparcie dla takiej oceny stanowi korekta na amerykańskich kontraktach FRA, które wcześniej silnie spadły w reakcji z uwagi na wspomniane wyżej napięcia w amerykańskim sektorze bankowym.

Ogłoszona w weekend decyzja o przejęciu zmagającego się z problemami płynnościowymi banku Credit Suisse przez bank UBS będzie sprzyjać obniżeniu obaw części inwestorów o stabilność światowego systemu finansowego, a tym samym jest ona lekko pozytywna dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie przewidziane na środę posiedzenie FOMC. W naszej ocenie może ono sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. W kierunku osłabienia złotego mogą oddziaływać z kolei publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu. Istotnym czynnikiem determinującym kurs polskiej waluty pozostaną informacje dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi



Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 6,08 (spadek o 26pb), 5-letnie do 5,30 (spadek o 28pb), a 10-letnie do 5,28 (spadek o 21pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu. Zmniejszeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych sprzyjało obniżenie oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne z uwagi na obawy części inwestorów o ich wpływ na stabilność sektora bankowego. Pod koniec tygodnia spadek stawek IRS wyhamował, czemu sprzyjała m.in. wypowiedź szefowej EBC Ch. Lagarde, która dała do zrozumienia, że nie zamierza iść na kompromis w walce z inflacją (patrz powyżej)

Ogłoszona w weekend decyzja o przejęciu zmagającego się z problemami płynnościowymi banku Credit Suisse przez bank UBS będzie sprzyjać obniżeniu obaw części inwestorów o stabilność światowego systemu finansowego i zwiększeniu oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne. Tym samym może ona oddziaływać w kierunku wzrostu stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi będzie posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. W kierunku spadku stawek IRS mogą oddziaływać natomiast krajowe publikacje danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu. Ważnym czynnikiem wpływającym na krzywą dochodowości pozostaną informacje dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Kurs EURPLN*	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,71
Kurs USDPLN*	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,44
Kurs CHFPLN*	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,76
Inflacja CPI (r/r, %)	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,4	0,9	2,6	-0,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	18,5	17,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	14,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	11,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	
Saldo ROB (mIn EUR)	-2032	-4206	-2834	-1078	-499	-1206	-2743	-1839	-597	313	-2526	-2526		
Eksport (r/r, % EUR)	20,3	11,9	17,6	26,8	21,5	20,3	27,6	26,5	24,4	25,2	11,5	11,5		
Import (r/r, % EUR)	29,7	31,4	36,0	32,7	27,1	21,8	29,4	30,1	25,3	20,3	12,1	12,1		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,6	2,0	-0,8	0,2	2,4	2,9	4,9	1,2	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	6,7	6,4	0,9	-1,5	-2,0	-1,0	0,5	2,0	3,0	-0,2	3,0	
Inwestycje (% r/r)	4,7	6,6	2,0	4,9	-0,5	0,2	1,4	2,6	4,5	1,2	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	4,2	5,2	6,9	2,0	2,5	3,0	3,5	4,8	4,5	3,4	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,4	6,9	6,0	0,2	-0,5	0,1	2,5	4,0	5,5	1,5	4,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,6	0,5	-0,7	-1,2	-0,6	0,3	1,0	1,7	-0,1	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,0	0,3	1,0	-0,1	0,0	0,2	0,6	0,8	0,2	0,7
	Eksport netto (pp.)	-2,7	-0,7	0,6	0,9	0,9	1,3	0,6	0,5	-0,4	1,2	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,7	-3,5	-3,5	-3,1	-3,3	-3,2	-3,5	-3,6	-3,1	-3,6	-3,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,2	5,6	5,4	5,3	5,5	5,2	5,5	5,4	
Zatrudnienie poza rolnictw. (% r/r)	2,3	0,6	-0,9	0,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	0,6	-0,5	-1,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	14,0	12,8	11,4	9,9	12,1	12,0	7,5	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	17,3	16,9	13,1	10,1	7,1	14,3	11,8	4,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,02	6,88	6,88	6,88	6,88	7,02	6,88	5,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	5,75	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,69	4,71	4,73	4,70	4,65	4,69	4,65	4,50	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,44	4,42	4,31	4,23	4,38	4,23	4,29	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 20.03.2023 r.						
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	13,5	11,7	12,0
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	1,1	0,9	1,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	2,6	-0,9	1,0
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	18,5	17,7	17,7
Wtorek 21.03.2023 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	15,1	14,2	15,0
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Marzec	28,1		16,4
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Luty	4,00	4,16	4,18
Środa 22.03.2023 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Styczeń	15,9		
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	6,9	7,1	6,5
19:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Marzec	4,75	5,00	5,00
Czwartek 23.03.2023 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	I kw.	1,00		
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	5,5	5,5	5,5
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Marzec	4,00		4,25
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Luty	670	660	640
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	-19,0		-18,2
Piątek 24.03.2023 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	46,3		47,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	52,7		52,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	48,5		49,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	52,0		52,0
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	-4,5	-1,0	0,9
14:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	47,3		47,6

* 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