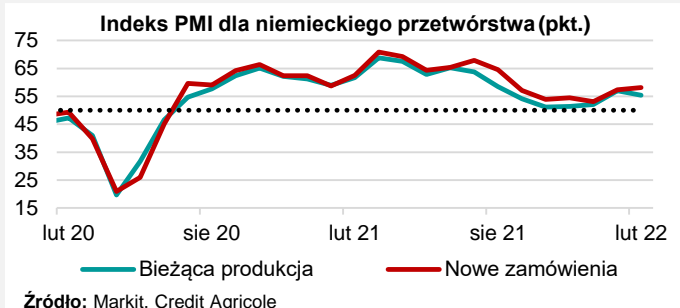


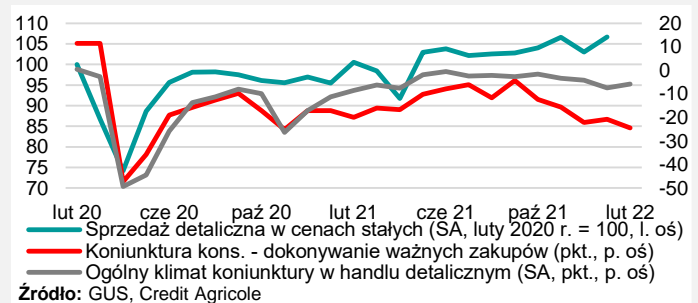
## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w marcu do 53,3 pkt. wobec 55,5 pkt. w lutym. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu aktywności oddziaływał wybuch wojny w Ukrainie. Sankcje nałożone na Rosję, jak również działania zbrojne w Ukrainie przyczyniły się do wzrostu niepewności, zakłóceń w łańcuchach dostaw i wolniejszego wzrostu nowych zamówień. Inwestorzy oczekują również lekkiego spadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 55,0 pkt. w marcu z 58,4 pkt. w lutym). W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Zgodnie z konsensusem wartość indeksu zmniejszyła się do 94,5 pkt. w marcu z 98,9 pkt. w lutym. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.



**W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA.** W piątek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które naszym zdaniem zmniejszyły się w lutym o 1,5% m/m wobec wzrostu o 1,6% w styczniu z uwagi na wyższe zamówienia w firmie Boeing. Uważamy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (795 tys. w lutym wobec 801 tys. w styczniu) wskażą na lekkie spowolnienie wzrostu aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (60,0 pkt. w marcu wobec pkt. 62,8 pkt. w lutym), wskaże na pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych z uwagi utrzymującą się wysoką inflację. Uważamy, że wpływ publikacji danych z amerykańskiej gospodarki będzie miał ograniczony wpływ na rynki finansowe.

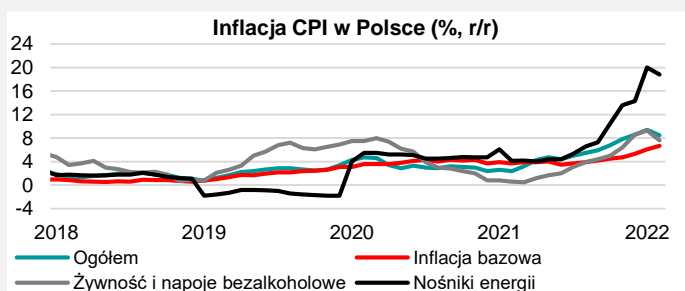
**Dzisiaj opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że sprzedaż detaliczna zwiększyła się w lutym o 17,4% r/r wobec wzrostu o 20,0% w styczniu. W kierunku spowolnienia tempa wzrostu nominalnej sprzedaży oddziaływały pogorszenie nastrojów konsumenckich, spowolnienie



wzrostu cen oraz efekty wysokiej bazy sprzed roku. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się powyżej konsensusu (16,7%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla złotej i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

**Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w lutym do 8,5% r/r wobec 9,4% w styczniu (rewizja w górę z 9,2%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (8,3%) oraz naszej prognozy (8,1%).** Tym samym inflacja obniżyła się po raz pierwszy od czerwca 2021 r. Mimo to od 11 miesięcy pozostaje ona znacząco powyżej górnej granicy



Źródło: GUS, Credit Agricole

odchyleń od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). Przyczyną obniżenia inflacji była niższa dynamika cen w kategoriach „paliwa” (11,1% r/r w lutym wobec 23,8% w styczniu), „żywność i napoje bezalkoholowe” (7,6% r/r wobec 9,3%) oraz „nośniki energii” (18,8% wobec 20,0%), czyli w kategoriach objętych Tarczą Antyinflacyjną. Przeciwny wpływ miał natomiast wzrost inflacji bazowej, która zwiększyła się w lutym do 6,7% r/r wobec 6,1% w styczniu, osiągając najwyższy poziom od grudnia 2020 r. Dalszy, silny wzrost inflacji bazowej odzwierciedla utrzymującą się szeroką presję inflacyjną w polskiej gospodarce. GUS opublikował również zrewidowane wagi w koszyku inflacyjnym CPI, które wskazują na wygasający wpływ pandemii na strukturę wydatków gospodarstw domowych (por. MAKROpuls z 15.03.2022). Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem inflacja w 2022 r. zwiększy się do 9,2% r/r wobec 5,1% w 2021 r., a w 2022 r. zmniejszy się do 5,6% (patrz poniżej).

**Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się w styczniu do -64 mln EUR wobec -3957 mln EUR w grudniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-573 mln EUR) i naszej prognozy (-886 mln EUR).** Tym samym jest to 9 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych, usług, dochodów pierwotnych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 1349 mln EUR, 352 mln EUR, 1486 mln EUR i 706 mln EUR wyższe niż w grudniu). Jednocześnie w styczniu zwiększyła się zarówno dynamika eksportu (22,8% r/r w styczniu wobec 19,4% w grudniu), jak i importu (37,5% wobec 35,9%), do czego przyczyniła się korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Zgodnie z komunikatem NBP, podobnie jak w poprzednich miesiącach, czynnikiem ograniczającym eksport pozostaje spadek sprzedaży samochodów i części samochodowych, podczas gdy wzrostowi importu sprzyjają rosnące ceny surowców, w szczególności surowców energetycznych. Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w I kw. do -1,3% wobec -0,9% w IV kw.

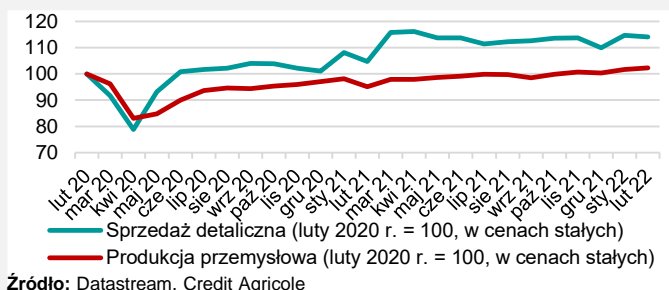
**Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w lutym o 17,6% r/r wobec wzrostu o 19,2% w styczniu, kształtując się na poziomie zbliżonym do naszej prognozy (17,4%) i wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (16,2%).** Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w lutym o 2,1% m/m wobec 4,2% w styczniu, co oznacza kontynuację szybkiego wzrostu aktywności w przemyśle. W lutym odnotowano przyspieszenie wzrostu produkcji w branżach powiązanych z budownictwem, podczas gdy dynamika produkcji w działach eksportowych nieznacznie się obniżyła (por. MAKROpuls z 18.03.2022). W kolejnych miesiącach spodziewamy się lekkiego spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej na skutek przejściowego nasilenia barier podażowych związanych z wojną w Ukrainie. Bariery te będą dotyczyć zarówno branż powiązanych z budownictwem (ograniczona dostępność niektórych surowców oraz spowolnienie wzrostu aktywności w budownictwie w związku z odpływem pracowników z Ukrainy), jak i branż eksportowych uzależnionych od importu komponentów z Ukrainy (m. in. branża motoryzacyjna). Dane o produkcji przemysłowej stanowią wsparcie dla

naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Polsce zwiększył się w I kw. o 6,1% r/r. wobec wzrostu 7,3% w IV kw.

**Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w lutym do 11,7% r/r (najwyższy poziom od czerwca 2008 r.) wobec 9,5% w styczniu, kształtując się powyżej naszej prognozy zgodnej z konsensusem rynkowym (9,9%).** Zgodnie z komunikatem GUS do zwiększenia wynagrodzeń w lutym przyczyniły się wypłaty premii dodatkowych, kwartalnych, półrocznych, nagród rocznych, podwyższanie wynagrodzeń, w tym także związane z tzw. pakietem mobilności, oraz rozliczenia wynagrodzeń za pracę w godzinach nadliczbowych. Wskazane przez GUS przyczyny wzrostu płac potwierdzają, że ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw pozostaje narastająca presja płacowa będąca efektem dobrej sytuacji na rynku pracy i podwyższonej inflacji (por. MAKROpuls z 18.03.2022). Wypadkową przyspieszenia wzrostu płac i lekkiego spowolnienia wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w lutym (spadek do 2,2% r/r z 2,3% w styczniu) był wzrost realnej dynamiki funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do 5,2% r/r (najwyżej od lipca 2021 r.) wobec 2,6% w styczniu. Dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji zmniejszy się w I kw. do 7,3% r/r wobec 7,9% w IV kw. 2021 r.

**Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed podniósł docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25pb do [0,25%; 0,50%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku.** Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell powiedział, że stopy procentowe zostały podniesione w warunkach napiętej sytuacji na rynku pracy i silnego wzrostu inflacji i stosowne będą ich dalsze podwyżki. Podkreślił, że członkowie FOMC są w pełni świadomi konieczności przywrócenia stabilności cen w gospodarce i są zdeterminowani by osiągnąć to poprzez zastosowanie odpowiednich narzędzi polityki pieniężnej. Fed opublikował również marcową projekcję ekonomiczną członków FOMC. W górę zrewidowane zostały oczekiwania dotyczące inflacji. Wynika z nich, że ani inflacja PCE ogółem, ani inflacja bazowa PCE nie powrócą do celu inflacyjnego w całym horyzoncie projekcji. Jednocześnie oczekiwane ścieżki PKB i stopy bezrobocia nie zmieniły się istotnie w porównaniu do grudniowej projekcji. W konsekwencji, w warunkach utrzymujących się dobrych perspektyw wzrostu gospodarczego i sytuacji na rynku pracy oraz wyraźnego nasilenia presji inflacyjnej w marcu doszło do silnego wzrostu mediany dla oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych. Wskazuje ona, że w 2022 r., poza ubiegłotygodniową podwyżką, oczekują oni podwyżek stóp procentowych o łącznej skali 150pb (we grudniu mediana wskazywała na podwyżki stóp procentowych o dodatkowe 50pb), w 2023 r. podwyżek o łącznej skali prawie 100pb (75pb grudniowej projekcji), a w 2024 r. stabilizacji stóp procentowych (50pb w grudniowej projekcji). Wyniki marcowej projekcji FOMC wskazują na istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Fed, poza marcową podwyżką, podniesie stopy procentowe w 2022 r. jeszcze o dodatkowe 75pb.

**W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w lutym do 0,5% wobec 1,4% w styczniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. W kierunku jej zmniejszenia oddziaływała niższa



Źródło: Datastream, Credit Agricole

dynamika produkcji w dostarczaniu mediów oraz górnictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w przetwórstwie. Warto przy tym zauważyć, że wyraźne obniżenie produkcji przemysłowej w dostarczaniu mediów wynikało z ustąpienia efektu wysokiej bazy sprzed roku związanego z utrzymującymi się w styczniu silnymi mrozami. Jednocześnie struktura

danych wskazuje, że mimo wzrostu dynamiki produkcji w przetwórstwie, nadal pozostaje ona pod silnym negatywnym wpływem barier podażowych oraz niedoboru siły roboczej. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w lutym do 77,6% wobec 77,3% w styczniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się w lutym do 0,3% wobec 4,9% w styczniu (rewizja w górę z 3,8% - bardzo silny wzrost sprzedaży w styczniu był efektem realizacji odłożonego popytu oraz wzrostu inflacji – por. MAKROmapa z 21.02.2022), co było nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (0,4%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży spadła w lutym do 0,2% wobec 4,4% w styczniu. Choć dane wskazują na utrzymujący się silny popyt konsumpcyjny w USA, to warto pamiętać, że wysoki poziom nominalnej sprzedaży detalicznej jest częściowo efektem silnego wzrostu inflacji. Wsparcie dla takiej oceny stanowi m.in. bardzo silny wzrost sprzedaży w kategorii „paliwa” (+5,3% r/r), co było jednocześnie najwyższą dynamiką spośród jej wszystkich kategorii. Dane o pozwoleniach na budowę (1859 tys. w lutym wobec 1895 tys. w styczniu), rozpoczętych budowach domów (1769 tys. wobec 1657 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,02 mln wobec 6,49 mln) wskazały na ogół na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także regionalne wyniki badań koniunktury: indeks NY Empire State (-11,8 pkt. w marcu wobec 3,1 pkt. w lutym) oraz Philadelphia Fed (27,4 pkt. wobec 16,0 pkt.), które dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa. Uwzględniając brak poparcia Senatu dla nowego pakietu wydatkowego Bidena oraz wojnę w Ukrainie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2022 r. i w 2023 r. amerykański PKB wzrośnie odpowiednio o 3,8% i 2,3%.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z Chin.** Dane o produkcji przemysłowej (7,5% r/r w okresie styczeń-luty wobec 4,3% w grudniu), sprzedaży detalicznej (6,7% wobec 1,7%) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (12,2% wobec 4,9%), które okazały się wyraźnie wyższe od oczekiwań (odpowiednio 4,0%, 3,0% i 5,1%), wskazały na dobry początek roku w chińskiej gospodarce. Wyższa dynamika produkcji przemysłowej była efektem szybszego tempa wzrostu produkcji w górnictwie i przetwórstwie. Jedną z przyczyn wyższej dynamiki sprzedaży detalicznej były mniej surowe, w ujęciu rocznym, restrykcje związane z pandemią podczas święta chińskiego Nowego Roku. Z kolei wzrost dynamiki inwestycji wynikał m.in. z wyższego tempa wzrostu inwestycji infrastrukturalnych oraz inwestycji prowadzonych w przetwórstwie, wspieranych przez silny popyt zewnętrzny oraz korzystne warunki ich kredytowania. Mimo dobrego początku roku wzrost gospodarczy w Chinach w najbliższych kwartałach pozostawać będzie pod negatywnym wpływem pogorszenia sytuacji epidemicznej, kryzysu na rynku nieruchomości oraz nadal słabego popytu wewnętrznego. W konsekwencji podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2022 r. o 4,9% r/r wobec wzrostu o 8,1% w 2021 r., w 2023 r. wzrośnie o 5,3%. Uważamy, że osiągnięcie celu dla wzrostu gospodarczego ustalonego na poziomie „ok. 5,5%” będzie coraz trudniejsze, jeśli Ludowy Bank Chin będzie nadal zwlekał z łagodzeniem polityki pieniężnej.

➤ **Zrewidowaliśmy naszą prognozę inflacji w Polsce i scenariusz krajowej polityki pieniężnej.** Podnieśliśmy oczekiwaną ścieżkę inflacji głównie ze względu na wyższy punkt startowy – tempo wzrostu cen w lutym (w szczególności inflacja bazowa) okazało się wyższe od naszych wcześniejszych oczekiwań (patrz poniżej). Ponadto, biorąc pod uwagę notowania paliw na stacjach benzynowych w ostatnich tygodniach, dynamika cen paliw w marcu ukształtuje się wyżej niż wcześniej zakładaliśmy. Tym samym oczekujemy, że inflacja wyniesie 9,2% r/r średniorocznie w br. i 5,6% w 2023 r. Nasza prognoza zakłada przedłużenie Tarczy Antyinflacyjnej do końca 2023 r. Uważamy, że w warunkach wyższej inflacji RPP zdecyduje się podnieść stopy procentowe do wyższego poziomu niż wcześniej zakładaliśmy. Taka ocena jest spójna z wypowiedziami prezesa NBP, który 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 (por. MAKROmapa z

14.03.2022). Tym samym oczekujemy, że RPP trzykrotnie podniesie stopy procentowe po 50 pb (w kwietniu, maju i czerwcu). W konsekwencji, stopa referencyjna osiągnie docelowy poziom równy 5,00%.

## Prognozy makroekonomiczne dla krajów EŚW-3

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Czechy	3,3	1,6	3,5	3,8	8,9	3,5
Węgry	7,1	2,0	3,5	5,1	7,0	3,9
Rumunia	5,6	3,9	4,5	5,0	7,8	4,0

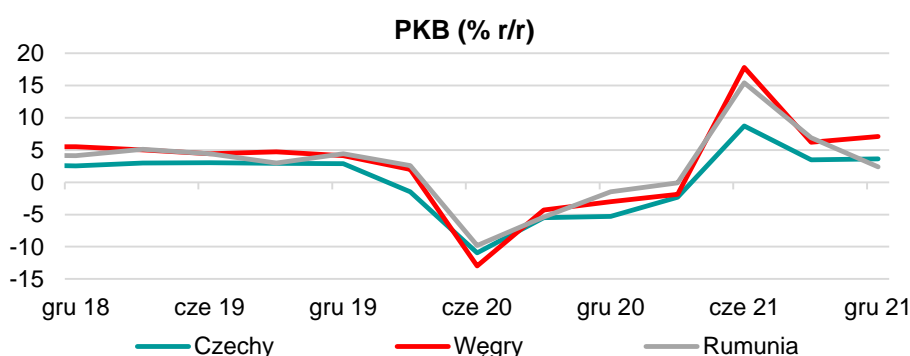
Źródło: Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2022-2023 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).

Po okresie szybkiego wzrostu PKB wspieranego przez efekty niskiej bazy związane z pandemią COVID-19, wzrost gospodarczy uległ normalizacji w II poł. 2022 r. Perspektywy makroekonomiczne w najbliższych kwartałach będą zdominowane przez efekt wojny w Ukrainie. Podobnie jak w przypadku Polski oczekujemy silnego spadku eksportu z krajów EŚW-3 do Rosji,

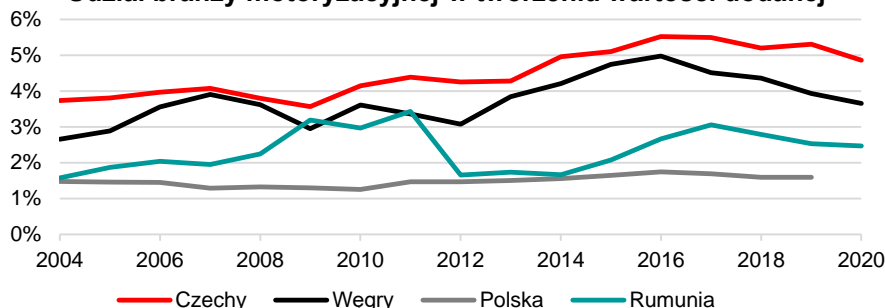
Białorusi i Ukrainy. Negatywny wpływ tego zjawiska na PKB będzie najsilniejszy w przypadku Czech i Węgier, w przypadku których eksport towarów do wspomnianych wyżej trzech krajów stanowi odpowiednio 2,4% i 3,1% PKB. Z kolei, ekspozycja Rumunii na te kierunki jest ograniczona – w jej wypadku eksport stanowi tylko 0,7% PKB. Negatywny wpływ zmniejszenia eksportu będzie częściowo ograniczany przez spowolnienie importu oraz reorientację geograficzną eksportu. Podwyższona niepewność dotycząca dalszego przebiegu wojny w Ukrainie będzie oddziaływała w kierunku spowolnienia wzrostu inwestycji.

Należy jednocześnie zauważyć, że negatywny wpływ wojny na Ukrainie nie ograniczy się tylko do efektów popytowych, ale będzie miał również poważne konsekwencje od strony podażowej. Ukraina i Rosja są kluczowymi ogniwami w łańcuchach dostaw w ramach branży motoryzacyjnej. Odpowiadają one za dużą część



Źródło: Datastream, Credit Agricole

### Udział branży motoryzacyjnej w tworzeniu wartości dodanej

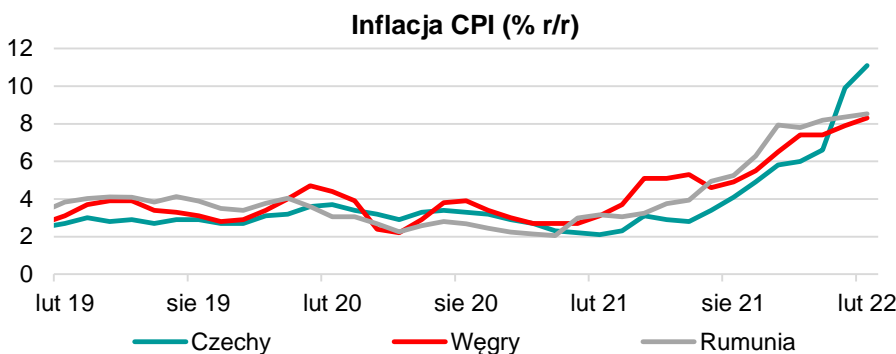


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

dostaw m.in. wiązek przewodów, ksenonu i neonu (gazów wykorzystywanych w produkcji półprzewodników), palladu (produkcja katalizatorów) oraz niklu (zabezpieczenie antykorozyjne karoserii i produkcja akumulatorów). Ponadto, wojna w Ukrainie utrudnia transport niektórych komponentów z Chin (dostarczanych kolejną) wykorzystywanych w fabrykach na Węgrzech. W rezultacie część koncernów już ograniczyła produkcję – np. Skoda w Czechach, Mercedes na Węgrzech. Uważamy, że wspomniane powyżej problemy będą narastać w kolejnych miesiącach. Jednocześnie znaczenie branży motoryzacyjnej

jest dużo większe w gospodarkach krajów EŚW-3 niż w Polsce. W Polsce sektor ten odpowiada za ok. 12% produkcji przetwórstwa, podczas gdy w krajach EŚW-3 udział ten wynosi ok. 25%. Podobnie w przypadku tworzenia wartości dodanej, udział branży motoryzacyjnej w Czechach i na Węgrzech stanowi ok. 4-5%, w Rumunii 2,5%, a w Polsce tylko 1,6%. Tym samym zakłócenia w łańcuchach dostaw będą oddziaływały w kierunku silniejszego spowolnienia wzrostu produkcji w krajach EŚW-3, niż w Polsce. Podsumowując, prognozujemy, że w średniorocznie dynamika PKB wyniesie w 2022 r.: 1,6% w Czechach, 3,9% w Rumunii i 2,0% na Węgrzech.

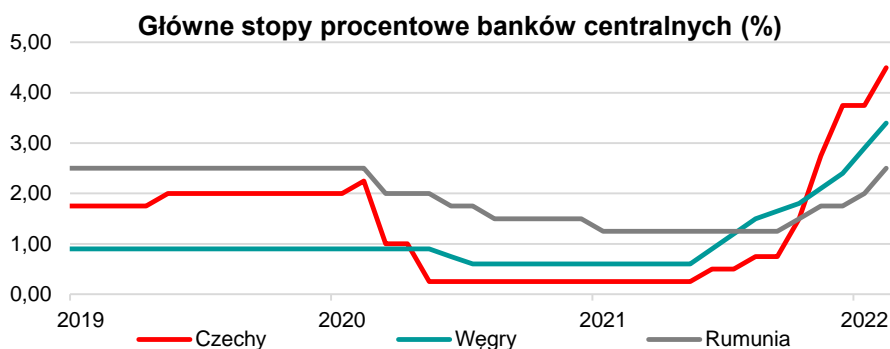
Wraz z oczekiwaną przez nas w II kw. deeskalacją sytuacji w Ukrainie, w II poł. br. negatywny wpływ podwyższonej niepewności na konsumpcję i inwestycje będzie wygaszał. Dodatkowo, dynamika PKB w 2023 r. będzie wspierana przez efekty niskiej bazy z 2022 r. Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w 2023 r. wyniesie 3,5% w Czechach i na Węgrzech oraz 4,5% w Rumunii.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

zakłócenia w łańcuchach dostaw oddziałują w kierunku wzrostu inflacji. Działania osłonowe rządu w Czechach i Rumunii są skoncentrowane głównie w obszarze rekompensat pieniężnych dla gospodarstw domowych. Z kolei na Węgrzech rząd zdecydował się m.in. na zamrożenie cen paliw i niektórych produktów żywnościowych. Z tego względu inflacja na Węgrzech jest obecnie niższa niż w Rumunii i Czechach. Podwyższona inflacja utrzyma się w krajach EŚW-3 na podwyższonym poziomie przez większość br., m.in. z uwagi na proinflacyjny wpływ wojny w Ukrainie. Tym samym oczekujemy, że średniorocznie inflacja wyniesie 8,9% w Czechach, 7,0% na Węgrzech i 3,8% w Rumunii. W 2023 r. wraz z wygasaniem wspomnianych wyżej efektów oraz antyinflacyjny wpływ zacieśniania polityki pieniężnej, inflacja obniży się do 3,5% r/r w Czechach, 3,9% na Węgrzech i 4,0% w Rumunii.

Perspektywy inflacyjne wyglądają podobnie we wszystkich krajach regionu. Obecnie inflacja w każdym z nich kształtuje się znacząco powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego banku centralnego. Nasilająca się presja kosztowo-płacowa, szybki wzrost cen paliw i nośników energii,



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Z uwagi na podobne perspektywy makroekonomiczne polityka pieniężna realizowana przez poszczególne banki centralne w regionie EŚW-3 jest do siebie zbliżona – każdy z nich stopniowo podnosi stopy procentowe. Bankiem wykazującym najmniejszą awersję do inflacji jest Narodowy Bank Rumunii (NBR), który podniósł stopy procentowe do 2,50%. Biorąc pod uwagę fakt, że prognozowana przez NBR inflacja przekroczy 11% na koniec II kw. 2022 r. uważamy, że zacieśnianie polityki pieniężnej w tym kraju będzie kontynuowane. Oczekujemy, że stopy procentowe zostaną podniesione o 50pb w II kw. 2022 r. do poziomu 3,00% i cykl zostanie zakończony. Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie relatywnie stabilny w przedziale 4,91-4,95 do końca 2023 r.

W obliczu wysokiej inflacji Narodowy Bank Węgier (MNB) utrzymuje dosyć jastrzębie nastawienie. MNB zwraca uwagę nie tylko na bieżący poziom inflacji, lecz również na ryzyko nadmiernego wzrostu cen w

kolejnych kwartałach (głównie inflacji bazowej) odwołując się do ryzyka wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Zgodnie z wypowiedziami B. Viraga, wiceprezesa MNB bank centralny będzie kontynuował cykl zacieśniania polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. MNB w horyzoncie kilku miesięcy chciałby zrównać poziom głównej stopy procentowej z oprocentowaniem 1-tygodniowego depozytu oferowanego przez bankom komercyjnym. Obecnie wynosi on 5,85%, ale zapewne zostanie on jeszcze podniesiony. Tym samym uważamy, że główna stopa bazowa zostanie podniesiona po 100pb na trzech najbliższych posiedzeniach do 6,40% na koniec II kw. br. Wraz z zacieśnianiem polityki pieniężnej oczekujemy stopniowego umocnienia forinta z zasięgiem 350 za euro na koniec 2022 r. i 340 na koniec 2023 r.

W ostatnich miesiącach Narodowy Bank Czech (CNB) realizował zaostrenie polityki pieniężnej. Inflacja w lutym ukształtowała się na poziomie 11,1% r/r, o 1,4 pkt. proc. wyżej niż oczekiwano w lutowej projekcji CNB. Uważamy, że inflacja będzie zaskakiwała CNB w górę (jak to już miało miejsce w lutym br.), a tym samym konieczne będą kolejne podwyżki stóp procentowych – w naszym scenariuszu bazowym łącznie o 100 pb. W rezultacie dwutygodniowa stopa repo ukształtuje się na poziomie 5,50% na koniec II kw. 2022 r. Oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej będzie sprzyjało umocnieniu korony względem euro. Prognozujemy, że kurs EURCZK wyniesie 24,8 na koniec 2022 r. i 24,7 na koniec 2023 r.

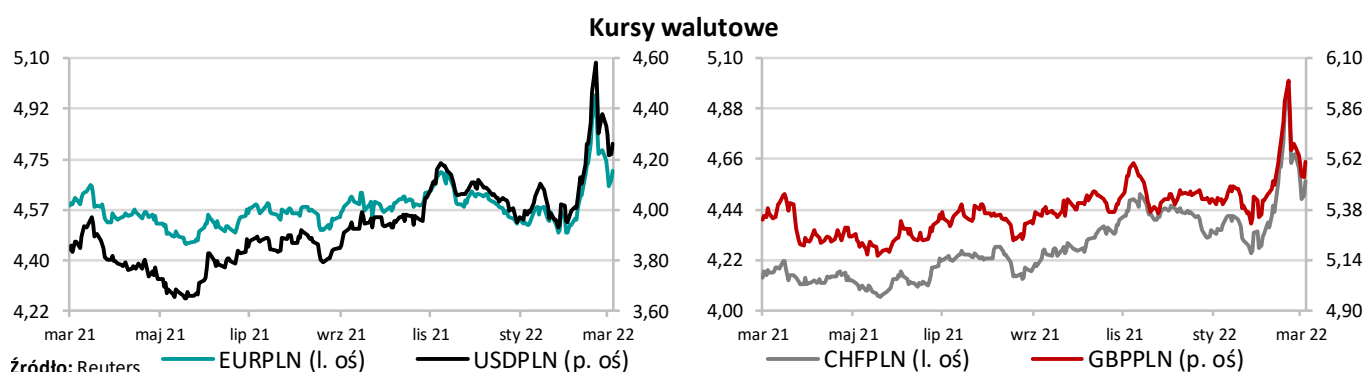
	Stopy referencyjne banków centralnych (%)								
	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23
Czechy	3,75	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00
Węgry	2,40	4,40	6,40	6,40	6,40	6,40	6,25	6,00	5,75
Rumunia	1,75	2,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50

	Kursy walutowe								
	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23
EURCZK	24,9	25,2	25,0	24,9	24,8	24,7	24,7	24,7	24,7
EURHUF	369	370	365	355	350	345	340	340	340
EURRON	4,95	4,95	4,95	4,94	4,94	4,94	4,93	4,92	4,91

Źródło: Credit Agricole

## Spadek awersji do ryzyka sprzyja umocnieniu złotego

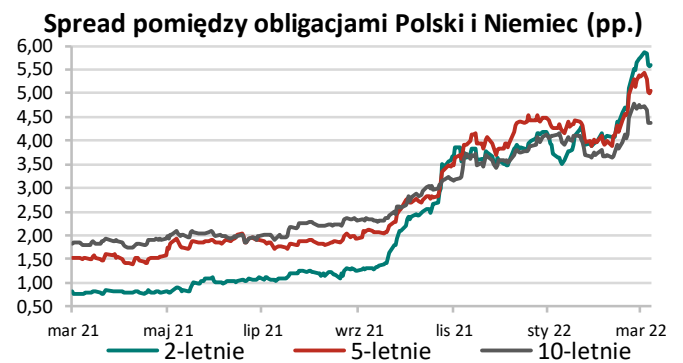
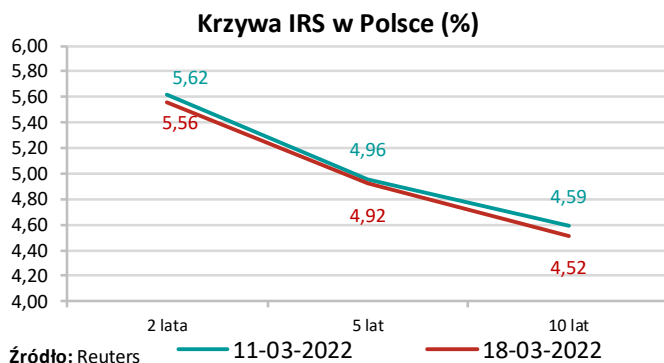


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,7080 (umocnienie złotego o 1,5%).** Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia z kontynuacją spadku kursu EURPLN zapoczątkowanego dwa tygodnie temu. Umocnieniu złotego sprzyja spadek awersji do ryzyka wynikający z uspokojenia sytuacji na rynkach finansowych po początkowym szoku związanym z wybuchem wojny w Ukrainie i serią sankcji nałożonych przez kraje Zachodu na Rosję. W piątek doszło do korekty i lekkiego osłabienia złotego.

Ze względu na wyższy popyt na ryzykowne aktywa w ubiegłym tygodniu mieliśmy również do czynienia z dalszym 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 sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą doprowadzić do lekkiego umocnienia złotego. Pozostałe dane z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.

## Krajowe dane o sprzedaży detalicznej w centrum uwagi rynku



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,56 (spadek o 6pb), 5-letnie do 4,92 (spadek o 4pb), a 10-letnie do 4,52 (spadek o 7pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do nieznacznej korekty stawek IRS i ich spadku na całej długości krzywej. Sprzyjało temu obniżenie światowej awersji do ryzyka wynikające z uspokojenia sytuacji na rynkach finansowych po początkowym szoku związanym z wybuchem wojny w Ukrainie i serią sankcji nałożonych przez kraje Zachodu na Rosję. Wsparcie dla takiej oceny stanowi obniżenie spreadów pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami.

W tym tygodniu stawki IRS pozostaną pod wpływem wojny w Ukrainie. Ważnym wydarzeniem z punktu widzenia stawek IRS będzie również publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej. W przypadku realizacji naszej wyższej od oczekiwań rynku prognozy mogą one przyczynić się do nieznacznego wzrostu stawek IRS na krótkim końcu krzywej. 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	<b>4,80</b>
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	<b>4,36</b>
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	<b>4,71</b>
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	9,4	8,5	
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	6,7	
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	17,6	
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	15,9	
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	<b>17,4</b>	
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	11,7	
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	<b>5,5</b>	
Saldo ROB (mIn EUR)	652	71	1582	-38	-494	-1362	-1530	-651	-856	-628	-3957	-3957		
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	19,4		
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	35,9		

\* 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	9,2	10,2	9,5	7,7	5,1	9,2	5,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	2,54	4,63	5,13	4,96	4,80	2,54	4,80	3,55	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	5,00	5,00	4,75	1,75	4,75	3,75	
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**
<b>Poniedziałek 21.03.2022 r.</b>						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	20,0	17,4	16,7
<b>Wtorek 22.03.2022 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Styczeń	22,6		
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	7,7	7,8	7,8
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	1,0		
<b>Środa 23.03.2022 r.</b>						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	5,5	5,5	5,5
15:00	USA	Sprzedż nowych domów (tys.)	Luty	801	795	810
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenciej (pkt.)	Marzec	-8,8		-12,5
<b>Czwartek 24.03.2022 r.</b>						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	I kw.	-0,75		
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	58,4		55,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	55,5		54,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	58,2		56,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	55,5		53,3
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	1,6	-1,5	-0,6
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	214		
14:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	57,3		
<b>Piątek 25.03.2022 r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Marzec	98,9		94,5
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	6,4		6,3
15:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	59,7	60,0	59,7

\* 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