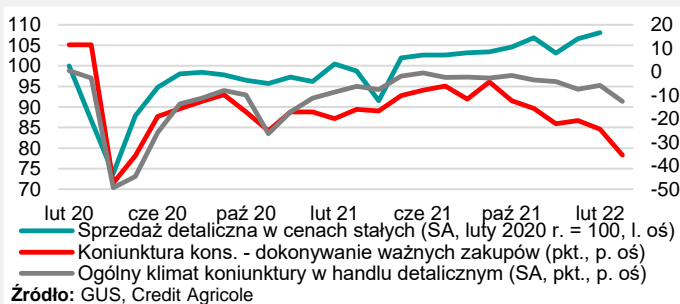


W tym tygodniu

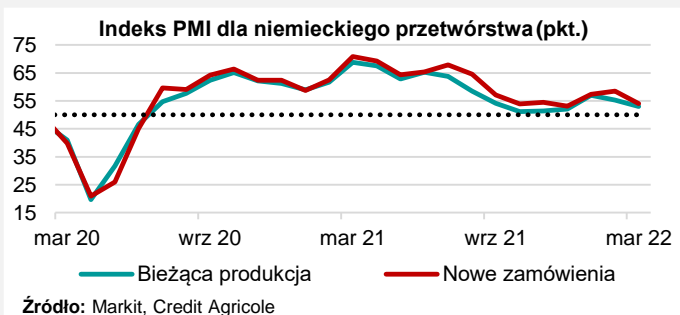
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja lutowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do 13,0% r/r wobec 17,6% w lutym. Spowolnienie produkcji było efektem pogorszenia koniunktury w przemyśle oraz dwutygodniowej przerwy produkcyjnej w fabrykach Volkswagena. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej konsensusu (11,8%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce. Oczekujemy, że sprzedaż detaliczna zwiększyła się w marcu o 21,4% r/r wobec wzrostu o 16,5% w lutym. Czynnikiem pozytywnym dla sprzedaży był napływ uchodźców z



Ukrainy, który stanowił silne wsparcie dla popytu konsumpcyjnego znajdującego odzwierciedlenie w danych o transakcjach kartowych klientów naszego banku. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się powyżej konsensusu (19,5%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

W piątek opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w kwietniu do 54,0 pkt. wobec 54,9 pkt. w marcu. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu



aktywności oddziaływała kontynuacja 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 dalszego spadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 54,4 pkt. w kwietniu z 56,9 pkt. w marcu). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.

W tym tygodniu poznamy dane z rynku nieruchomości w USA. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1734 tys. w marcu wobec 1769 tys. w lutym) i pozwoleń na budowę (1818 tys. wobec 1865 tys.) wskażą na lekkie spowolnienie wzrostu aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że wpływ danych z amerykańskiego rynku nieruchomości na złotego i rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.

Wczoraj opublikowane zostały istotne dane z Chin. PKB zwiększył się w I kw. o 4,8% r/r wobec wzrostu o 4,0% w IV kw. (1,3% kw/kw w I kw. wobec 1,6% w IV kw.), kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 4,4% r/r i 0,6% kw/kw). Znacząco wyższe od konsensusu rynkowego dane stanowią duże zaskoczenie szczególnie w świetle istotnego pogorszenia sytuacji epidemicznej w Chinach i związanego z tym obniżenia aktywności ekonomicznej. Na efekt pogorszenia sytuacji epidemicznej wskazują natomiast opublikowane wczoraj dane o produkcji przemysłowej (5,0% r/r w marcu wobec 7,5% w okresie styczeń-luty), sprzedaży detalicznej (-3,5% wobec 6,7%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (9,3% wobec 12,2%). Dane o sprzedaży detalicznej ukształtowały się wyraźnie poniżej konsensusu (-1,5%) podczas

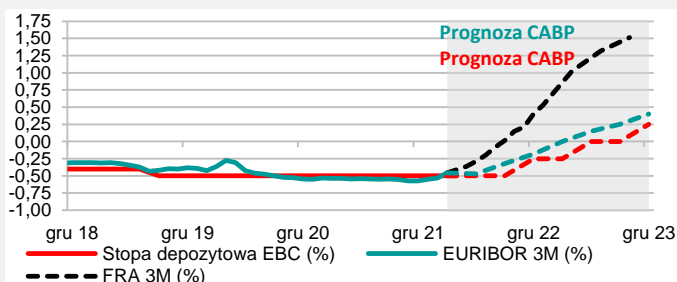
gdy dane o produkcji przemysłowej i inwestycjach w aglomeracjach miejskich okazały się nieco lepsze od oczekiwań, co wskazuje, że pogorszenie sytuacji epidemicznej, jak dotąd, ma największy wpływ na handel detaliczny. Dane z Chin są w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

- **W czwartek opublikowane zostaną marcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 2,1% r/r wobec 2,2% w lutym z uwagi na odpływ Ukraińców zatrudnionych dotychczas w Polsce do swojego kraju. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymała się w marcu na wysokim poziomie (10,7% r/r wobec 11,7% w lutym). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w marcu do 11,0% r/r wobec 8,5% w lutym, kształtując się powyżej wstępnego szacunku GUS (10,9%).** Jednocześnie jest to najwyższy poziom inflacji od lipca 2000 r. Tym samym inflacja od 12 miesięcy pozostaje znacząco powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki cen paliw (33,5% r/r w marcu wobec 11,1% w lutym), nośników energii (24,3% wobec 18,8%), żywności i napojów bezalkoholowych (9,2% wobec 7,6%), a także wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się do 6,9% r/r w marcu wobec 6,7% w lutym. Struktura danych o inflacji odzwierciedla silny proinflacyjny wpływ wojny w Ukrainie (por. MAKROpuls z 15.04.2022). Podtrzymujemy prognozę, że inflacja ogółem wyniesie 10,8% r/r w br. i 6,2% w 2023 r. przy założeniu, że Tarcza Antyinflacyjna zostanie przedłużona do końca 2023 r. Jednocześnie w świetle wyższej od naszych oczekiwań kwietniowej podwyżki stóp procentowych oraz jastrzębich wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP zakończy obecny cykl podwyżek stóp procentowych w lipcu br. ze stopą referencyjną na poziomie 5,50%.
- **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w lutym do -2 871 mln EUR wobec -638 mln EUR w styczniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-1 900 mln EUR) i naszej prognozy (-1 186 mln EUR).** Tym samym jest to 10 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, usług oraz dochodów pierwotnych (odpowiednio o 72 mln EUR, 101 mln EUR, 2 141 mln EUR niższe niż w styczniu), podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe saldo dochodów wtórnych (o 81 mln EUR wyższe niż w styczniu). Taka struktura danych wskazuje, że obniżenie salda na rachunku obrotów bieżących w lutym wynikało przede wszystkim z mniejszego napływu środków unijnych. Jednocześnie w lutym zmniejszyła się zarówno dynamika eksportu (10,4% r/r w lutym wobec 20,0% w styczniu), jak i importu (21,6% wobec 37,4%). 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. Dostrzegamy znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w I kw. do -1,3% wobec -0,6% w IV kw.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa wynosi -0,50%). EBC podtrzymał także swoją deklarację, że w najbliższych miesiącach będzie stopniowo ograniczać skalę prowadzonego przez siebie programu skupu

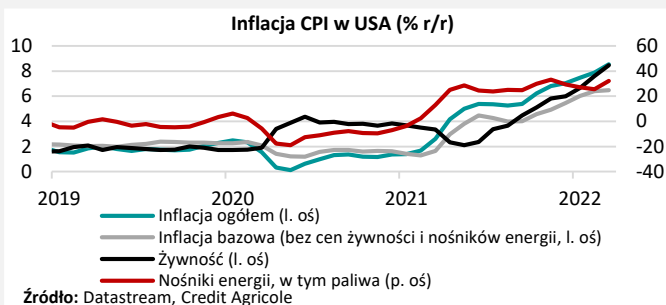
aktywów APP (Asset Purchase Programme) i najprawdopodobniej zakończy go w III kw. 2022 r. EBC jednocześnie powtórzył, że zamierza reinwestować w całości spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak zaczną



Źródło: Reuters. Credit Agricole

podnosić stopy procentowe. EBC powtórzył również, że zamierza reinwestować środki z zapadających aktywów skupionych w ramach programu PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) przynajmniej do końca 2024 r. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szefowa EBC Ch. Lagarde zwróciła uwagę, że wojna w Ukrainie stanowi istotne ryzyko dla perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, jak również nasila presję inflacyjną w obszarze wspólnej waluty. Podkreśliła jednocześnie, że EBC będzie podejmował swoje decyzje na podstawie napływających danych. Brak konkretnych zapowiedzi EBC dotyczących perspektyw podwyżek stóp procentowych rozczarował inwestorów oczekujących bardziej jastrzębiego komunikatu, co doprowadziło do osłabienia euro względem dolara. Uważamy, że w sierpniu br. EBC zakończy program skupu aktywów APP (Asset Purchase Programme). Stworzy to przestrzeń do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych. Stąd prognozujemy, że w grudniu br. podniesie stopę depozytową o 25pb do poziomu -0,25%. Kolejnych podwyżek stóp procentowych (po 25pb każda) oczekujemy w czerwcu 2023 r., grudniu 2023 r. oraz czerwcu 2024 r. W konsekwencji stopa depozytowa EBC wyniesie 0,25% na koniec 2023 r. oraz 0,50% na koniec 2024 r. (por. MAKROmapa z 04.04.2022).

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja CPI zwiększyła się w marcu do 8,5% r/r wobec 7,9% w lutym, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jest to jednocześnie najwyższy poziom inflacji w USA od grudnia 1981 r. Wzrost inflacji wynikał z wyższej inflacji bazowej (6,5% r/r w marcu wobec 6,4% w lutym – najwyższy poziom od sierpnia 1982 r.), a także wzrostu dynamiki cen żywności oraz nośników energii. Warto odnotować, że choć początkowo wzrost inflacji był obserwowany głównie w kategoriach, w których mieliśmy do czynienia z realizacją odłożonego popytu, to obecnie ma on bardzo szeroki zakres produktowy. Wskazuje to na narastającą presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. Uważamy, że dynamika inflacji znajduje się już blisko swojego szczytu i w II poł. br. będzie kształtowała się ona w łagodnym trendzie spadkowym obniżając się poniżej poziomu 6% w grudniu. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 0,9%, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,4%). Na jej stabilizację złożyły się wyższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów oraz górnictwie oraz niższa dynamika produkcji w przetwórstwie. Obniżenie tempa wzrostu produkcji w przetwórstwie wskazuje, że aktywność w tym sektorze pozostaje nadal pod silnym negatywnym wpływem barier podażowych oraz niedoboru siły roboczej. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w lutym do 78,3% wobec 77,7% w styczniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się w marcu do 0,5% wobec 0,8% w lutym (rewizja w górę z 0,3%), co było nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (0,6%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży wzrosła w marcu do 1,1% wobec 0,6% w lutym. Choć dane wskazują na utrzymujący się silny popyt konsumpcyjny w USA, to warto pamiętać, że



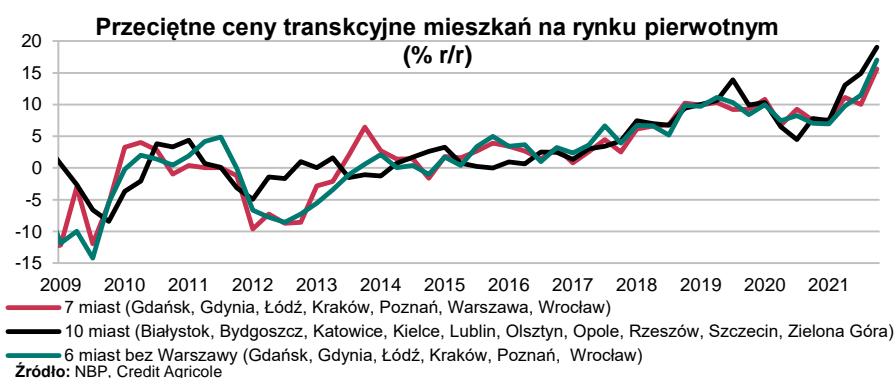
Źródło: Datastream, Credit Agricole

wysoki poziom nominalnej sprzedaży detalicznej jest częściowo efektem silnego wzrostu inflacji. Wsparcie dla takiej oceny stanowi m.in. utrzymujący się bardzo silny wzrost sprzedaży w kategorii „paliwa” (+8,9% m/m), co było jednocześnie najwyższą dynamiką spośród jej wszystkich kategorii. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w kwietniu do 65,7 pkt. wobec 59,4 pkt. w marcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (58,9 pkt.). Mimo odnotowanego w kwietniu wzrostu indeks pozostaje na niskim na tle historycznym poziomie, co wskazuje, że nastroje amerykańskich konsumentów pozostają pod silnym wpływem obaw o dalszy wzrost inflacji, dodatkowo nasilonych przez wybuch wojny w Ukrainie. Ubiegłotygodniowe dane o inflacji stanowią ryzyko w górę dla naszej ścieżki stóp procentowych w USA (podwyżki stóp procentowych w 2022 r. w łącznej skali 100pb, w tym pierwsza dokonana już podwyżka stóp procentowych o 25pb w marcu). Oczekujemy, że w maju Fed podniesie stopy procentowe o 50pb. Uważamy, że w czerwcu Fed podniesie stopy o kolejne 25pb, a następnie tempo zacieśniania polityki pieniężnej spowolni wraz z oczekiwanym przez nas zmniejszaniem się presji inflacyjnej (oczekujemy po jednej podwyżce stóp procentowych w III kw. i w IV kw. - por. MAKROmapa z 04.04.2022).

W ubiegłym tygodniu opublikowano dane nt. handlu zagranicznego w Chinach. Saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w marcu do 47,4 mld USD wobec 116,0 mld USD w okresie styczeń-luty, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (22,5 mld USD). Jednocześnie odnotowano spadek zarówno dynamiki importu (-0,1% r/r w marcu wobec 15,5% w okresie styczeń-luty) oraz eksportu (14,7% wobec 16,3%). Choć dynamika chińskiego eksportu pozostaje na relatywnie wysokim poziomie, w najbliższych miesiącach oczekujemy jej obniżenia ze względu na zakłócenia logistyczne związane z pogorszeniem sytuacji epidemicznej w Chinach i wprowadzenie przez chiński rząd restrykcji administracyjnych. Mimo lepszych od oczekiwań danych o PKB w Chinach w I kw. uważamy, że w kolejnych kwartałach aktywność ekonomiczna w tym kraju ograniczana będzie przez kryzys na chińskim rynku nieruchomości oraz pogorszenie perspektyw chińskiego eksportu związane z wojną w Ukrainie. Stąd podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym PKB w Chinach zwiększy się w 2022 r. o 4,9% r/r wobec wzrostu o 8,1% w 2021 r., a w 2023 r. wzrośnie o 5,3%.

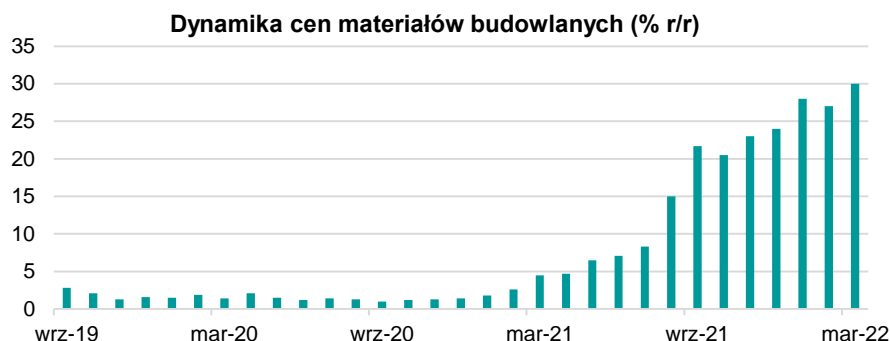
Ceny mieszkań wzrosną w 2023 r.

W MAKROmapie z 12.07.2021 przedstawiliśmy naszą prognozę kształtowania się cen mieszkań w perspektywie średniookresowej. Zarysowaliśmy wówczas scenariusz utrzymującego się wzrostu cen na rynku mieszkań, którego tempo będzie się jednak stopniowo obniżać. Korzystając z danych, które zostały opublikowane od tamtego czasu, poniżej weryfikujemy nasze oczekiwania oraz przedstawiamy nasz zaktualizowany scenariusz.



Zgodnie z danymi NBP, dynamika przeciętnych cen transakcyjnych na rynku pierwotnym dla 7 największych miast w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław) wyniosła 15,6% r/r w IV kw. ub. r., co było najszybszym tempem wzrostu od I kw. 2018 r. Tym samym cena transakcyjna przekroczyła 10 tys. zł za m². Nasz

model nie doszacował skali wzrostu cen w 2021 r. Nasza prognoza zakładała średnioroczny wzrost cen zbliżony do 8,5% r/r wobec realizacji równej 11,1% r/r.



Źródło: PBS, Credit Agricole

budownictwa oraz domu i ogrodu, przeciętne ceny materiałów budowlanych w okresie I-XII 2021 r. zwiększyły się o 12% r/r w porównaniu z analogicznym okresem 2020 r. Ponadto tendencja do wzrostu cen materiałów szybko przybierała na sile w ostatnich kwartałach. W 2019 r. wzrosły one tylko o 3,6% r/r, podczas gdy w IV kw. 2021 r. ich dynamika wynosiła już ponad 20% r/r. Zgodnie z danymi z bazy PONT Info (por. MAKROmapa z 13.12.2021), relacja kosztów materiałów do przychodów przedsiębiorstw budowlanych wynosiła 24% w 2021 r. W uproszczeniu można zatem powiedzieć, że wzrost materiałów budowlanych o 10% wymaga – przy innych warunkach niezmiennych – podniesienia cen mieszkań o 2,4% w celu utrzymania niezmiennych zysków firm budowlanych. Na potrzeby analizy zbudowaliśmy również odrębny, uproszczony model ekonometryczny, który uzależnia dynamikę cen mieszkań wyłącznie od tempa wzrostu cen materiałów budowlanych. Tłumaczy on ponad 60% zmienności cen mieszkań w latach 2019-2021, co potwierdza, że koszty materiałów są obecnie ważną determinantą cen nieruchomości.

Po drugie, jedną ze zmiennych objaśniających w modelu użytym do przygotowania naszej poprzedniej prognozy były oczekiwania gospodarstw domowych na wzrost cen mieszkań. Miernikiem takich oczekiwań były wyniki badania ankietowego „Finansowy Barometr ING”. W latach 2018-2019 około połowa ankietowanych zgadzała się ze stwierdzeniem, że „ceny domów nigdy nie spadają”. W 2020 r. odsetek odpowiedzi twierdzących obniżył się do 46% i w naszej prognozie zakładaliśmy, że ten odsetek zmniejszy się do 45% w horyzoncie 2023 r., pozostając jednak wyraźnie powyżej średniej z lat 2014-2017 (36%). Wyniki badania za 2021 r. nie zostały opublikowane, jednak biorąc pod uwagę obserwowany silny wzrost cen mieszkań w 2021 r., można oczekiwać, że gospodarstwa domowe w większym, a nie mniejszym stopniu oczekiwały dalszych podwyżek w przyszłości. Z uwagi na prawdopodobną zmianę percepcji trendów cenowych przez gospodarstwa domowe prognozowana cena była mniejsza od realizacji.

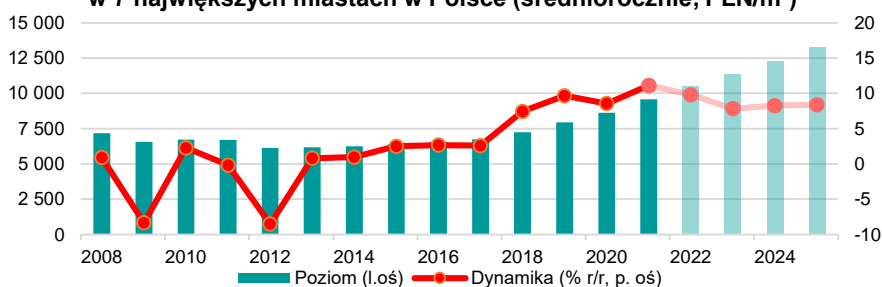
Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej kwestie zmodyfikowaliśmy specyfikację naszego modelu. Nadal w naszej analizie korzystamy z danych NBP dotyczących cen transakcyjnych mieszkań na rynku pierwotnym uśrednionych dla 7 największych miast w Polsce. W celu przygotowania nowej prognozy posłużyliśmy się modelem ekonometrycznym, w którym roczna dynamika cen mieszkań uzależniona jest od trzech zmiennych:

- **Opóźnionej dynamiki cen mieszkań**, która reprezentuje inercję rynku mieszkaniowego. Wzrost cen w poprzednim kwartale z dużym prawdopodobieństwem będzie kontynuowany w bieżącym, z kolei spadek cen również nie byłby zjawiskiem jednorazowym tylko elementem dłuższej tendencji.
- **Stopy bezrobocia BAEL**, która reprezentuje w modelu wpływ zmian popytu mieszkaniowego ze strony gospodarstw domowych na kształtowanie się cen mieszkań. Stopa bezrobocia pozwala na uchwycenie jednocześnie wielu czynników determinujących popyt mieszkaniowy z punktu widzenia sytuacji na rynku pracy (zmiany wynagrodzeń, zdolności kredytowej, obaw o utratę pracy, etc.).

Ceny materiałów budowlanych, które obrazują stronę podażową rynku mieszkaniowego, w tym koszty budowy mieszkań znajdujące odzwierciedlenie w finalnej cenie nieruchomości. Spójny szereg czasowy dotyczący średniej ceny materiałów jest publikowany przez Grupę PSB Handel S.A. dopiero od III kw. 2019 r. (10 obserwacji w częstotliwości kwartalnej). Aby skonstruować model zgodny z wymaganiami ekonometrycznymi, wydłużyliśmy ten szereg dodając obserwacje przed III kw. 2019 r. spójne z dynamiką wskaźnika cen produkcji budowlano-montażowej w kategorii „roboty budowlane specjalistyczne”. W latach 2019-2021 tempa wzrostu obu wskaźników przyjmowały zbliżone do siebie wartości (ok. 2-3% r/r), co pozwoliło na ich płynne połączenie.

W celu przygotowania aktualizacji prognozy cen mieszkań musieliśmy przyjąć kilka założeń dotyczących kształtowania się zmiennych objaśniających w najbliższych latach. Zakładamy, że w horyzoncie prognozy (2025 r.) stopa bezrobocia BAEL będzie kształtowała się w okolicach 3%. Taka tendencja będzie wynikała m.in. z oczekiwanego przez nas przyspieszenia wzrostu gospodarczego powiązanego z cyklem w absorpcji środków unijnych, w tym uruchomienia KPO. W naszej prognozie zakładamy, że tempo wzrostu cen materiałów budowlanych przyspieszy w II kw. br. do ok. 40% r/r wobec 28,3% w I kw. W II poł. br. ceny materiałów będą rosły coraz wolniej z uwagi na oczekiwane przez nas zakończenie wojny w Ukrainie i złagodzenie barier podażowych. Zakładamy, że w 2023 r. roczna dynamika cen towarów ustabilizuje się blisko zera ze względu na efekty wysokiej bazy z 2022 r. i osłabienie popytu na zakupy mieszkań związane z wysokim poziomem stóp procentowych. W latach 2024-2025 powrócimy do długoterminowej tendencji do lekkiego wzrostu cen materiałów (o ok. 2% rocznie).

Ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym w 7 największych miastach w Polsce (średniorocznie, PLN/m²)*



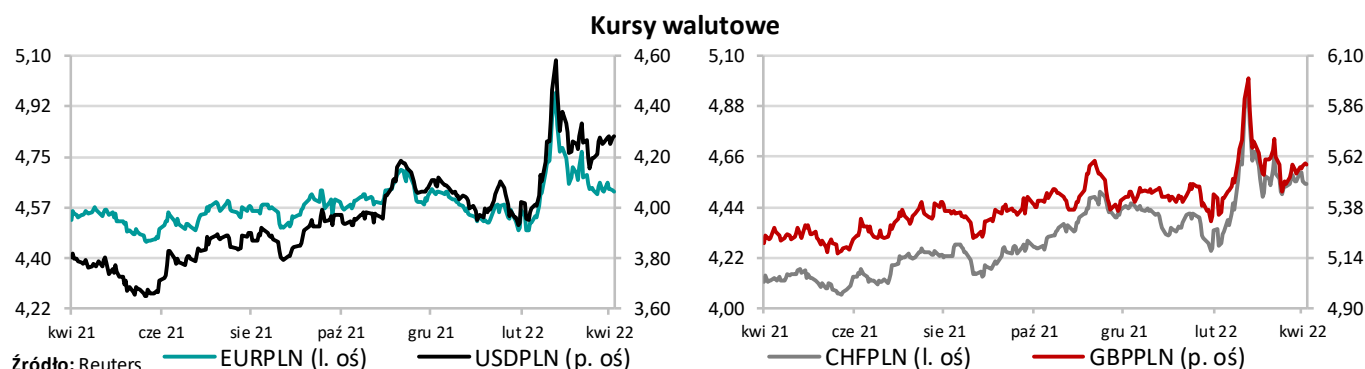
Źródło: NBP, Credit Agricole

*od 2022 r. prognoza

Uwzględniając wyniki modelowania skorygowane ekspercko w dół prognozujemy, że tempo wzrostu cen mieszkań na rynku pierwotnym zmniejszyłoby się do 9,8% r/r średniorocznie w br. wobec 11,1% w 2021 r. Korekta ekspercka uwzględnia czynniki nieuwzględnione w specyfikacji modelu. Wśród nich można wymienić spadek popytu

gotówkowego, wyhamowanie akcji kredytowej w związku z rekomendacją KNF (wyliczenie zdolności kredytowej przy założeniu wzrostu stóp procentowych o 5 pkt. proc.), prawdopodobne obniżenie relatywnie wysokich marż przez deweloperów w celu pobudzenia sprzedaży oraz wyprzedaż tańszych mieszkań). W 2023 r. przewidujemy spowolnienie wzrostu cen mieszkań do 7,8% r/r, a w latach 2024-2025 stabilizację dynamiki cen na poziomie 8,3%. Oznacza to, że przeciętna cena transakcyjna we wspomnianych siedmiu miastach zwiększy się z 9,6 tys. zł średniorocznie w 2021 r. do 10,5 tys. zł średniorocznie w 2022 r., 11,3 tys. zł w 2023 r. a następnie wzrośnie o kolejny tysiąc zł w 2024 r. i 2025 r. (por. wykres). W porównaniu do naszej poprzedniej prognozy ścieżka dynamiki cen mieszkań została zrewidowana w górę o ok. 1,2 pkt. proc. w latach 2022-2023, co jest efektem znacząco wyższego punktu startowego prognozy i uwzględnienia strony podażowej (kosztów budowy mieszkania) w specyfikacji modelu. Należy zwrócić uwagę, że jest to prognoza warunkowa, uzależniona od materializacji zarysowanego powyżej scenariusza dla zmiennych objaśniających. Czynnikiem niepewności dla naszej prognozy jest siła oddziaływania wyższych stóp procentowych na popyt na mieszkania i ich ceny przy prawdopodobnym jednoczesnym ograniczeniu podaży mieszkań przez deweloperów. Skala wpływu wojny w Ukrainie na sytuację na rynku mieszkaniowym jest trudna do precyzyjnego oszacowania. Odpływ Ukraińców zatrudnionych dotychczas w Polsce (często w branży budowlanej) będzie oddziaływał w kierunku wzrostu cen budowy mieszkań, a jednocześnie napływ nowych uchodźców będzie zwiększał popyt na mieszkania.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej mogą umocnić złotego

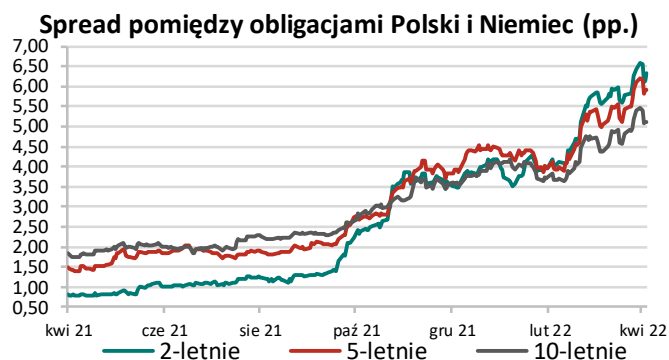
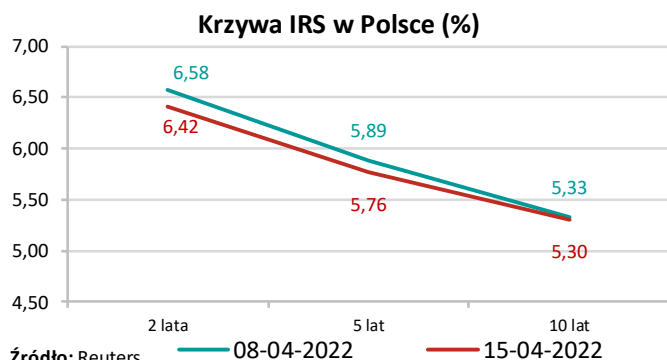


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,6291 (stabilizacja względem poziomu sprzed dwóch tygodni). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN był stabilny i kształtował się wokół poziomu 4,64. Najważniejszym wydarzeniem dla kursu EURPLN było czwartkowe posiedzenie EBC, które zgodnie z naszymi oczekiwaniami (por. MAKROMapa z 11.04.2022), przyczyniło się do jego podwyższonej zmienności.

Z nieco wyższą zmiennością mieliśmy natomiast do czynienia w przypadku kursu EURUSD. Przez cały tydzień dolar umacniał się względem euro, a spadek kursu EURUSD został dodatkowo pogłębiony przez zbyt mało jastrzębi, w ocenie części inwestorów, wydzwięk posiedzenia EBC. Umocnieniu dolara względem euro sprzyja perspektywa silniejszego zacieśniania polityki pieniężnej w USA niż w strefie euro.

Opublikowane wczoraj dane z Chin są w naszej ocenie neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej (czwartek) oraz sprzedaży detalicznej (piątek). W obu przypadkach nasze prognozy kształtują się powyżej oczekiwań rynku, stąd ich realizacja byłaby pozytywna dla kursu złotego. Pozostałe dane z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Jednocześnie istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostanie wojna w Ukrainie i związana z nią podwyższona awersja do ryzyka w regionie.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 6,42 (spadek o 16pb), 5-letnie do 5,76 (spadek o 13pb), a 10-letnie do 5,30 (spadek o 3pb). W ubiegłym tygodniu doszło do korekty i nieznacznego spadku stawek IRS na krótkim końcu krzywej. W naszej ocenie czynnikiem sprzyjającym obniżeniu stawek IRS były rosnące obawy części inwestorów o perspektywę wzrostu gospodarczego na świecie, których pogorszenie ogranicza możliwą skalę podwyżek stóp procentowych przez główne banki centralne. Posiedzenie EBC nie miało istotnego wpływu na krzywą.

Opublikowane wczoraj dane z Chin są neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej (czwartek) i sprzedaży detalicznej (piątek). Uważamy, że mogą one oddziaływać w kierunku wzrostu stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Pozostałe dane z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Stawki IRS pozostaną jednocześnie pod wpływem utrzymującej się podwyższonej awersji do ryzyka w regionie związanej z wojną w Ukrainie.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	kwi 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	4,50
Kurs EURPLN*	4,63	4,56	4,48	4,52	4,56	4,52	4,60	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,65
Kurs USDPLN*	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,15
Kurs CHFPLN*	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,53
Inflacja CPI (r/r, %)	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	18,6	44,2	29,6	18,1	9,6	13,1	8,7	7,6	14,9	16,3	18,0	17,6	13,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	15,9	16,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	17,1	25,7	19,1	13,0	8,9	10,7	11,1	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	21,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	10,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,3	
Saldo ROB (mln EUR)	124	1282	491	-464	-1017	-527	-1817	-1166	-1077	-2491	-2491	-2491		
Eksport (r/r, %, EUR)	14,9	78,9	38,3	15,8	9,2	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	26,6	26,6		
Import (r/r, %, EUR)	11,5	69,6	46,4	29,2	16,3	33,6	22,4	24,2	24,3	35,5	35,5	35,5		

* 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	5,0	4,2	3,8	6,2	5,0	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	2,8	2,5	1,9	3,4	2,8	2,6
	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)***	2,8	2,0	0,9	-0,6	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-0,6	-1,7	-1,9	
Stopa bezrobocia (%)**	6,4	6,0	5,6	5,4	5,3	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	9,6	12,1	11,6	9,8	5,1	10,8	6,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	2,54	4,77	5,63	5,63	5,63	2,54	5,63	5,63	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	5,25	5,50	5,50	1,75	5,50	5,50	
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,58	4,64	4,75	4,55	4,50	4,58	4,50	4,40	
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	4,03	4,19	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**
Poniedziałek 18.04.2022 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	I kw.	4,0	4,3	4,4
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Marzec	7,5	3,8	4,5
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Marzec	6,7	4,0	-1,6
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Marzec	12,2	8,1	8,5
Wtorek 19.04.2022 r.						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Marzec	6,7	6,9	6,9
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Marzec	1769	1734	1750
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Marzec	1865	1818	1830
Środa 20.04.2022 r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	0,0		0,8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Marzec	6,02	5,81	5,80
Czwartek 21.04.2022 r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Marzec	2,2	2,1	2,4
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Marzec	11,7	10,7	10,6
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	15,9	16,3	18,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Marzec	17,6	13,0	11,8
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Marzec	7,5	7,5	7,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	185		
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Kwiecień	27,4		20,0
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Kwiecień	-18,7	-2,5	-20,0
Piątek 22.04.2022 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Kwiecień	56,9		54,4
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Marzec	16,5	21,4	19,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Kwiecień	55,6		55,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Kwiecień	56,5		54,5
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Kwiecień	54,9		54,0
11:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Luty	22,6		
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	58,8		58,2

* 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