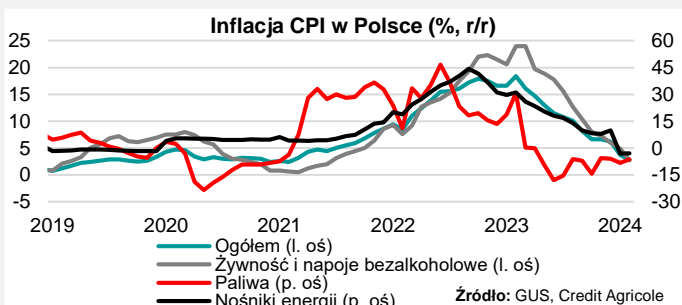
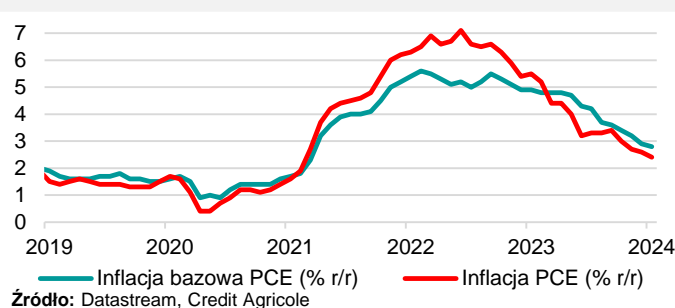


W tym tygodniu

W piątek opublikowane zostaną wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się w marcu do 2,3% r/r wobec 2,8% w lutym. Uważamy, że spadek inflacji w marcu był spowodowany głównie oddziaływaniem efektów wysokiej bazy dla cen żywności i inflacji bazowej. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (2,2%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



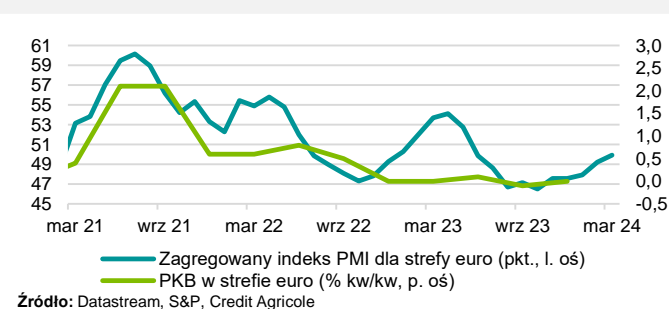
W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. Oczekujemy, że inflacja PCE ogółem zwiększyła się do 2,5% r/r w lutym z 2,4% w styczniu, przy jednoczesnej stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 2,8% r/r. Podobnie jak w przypadku lutowej inflacji CPI, głównym czynnikiem



oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji PCE była wyższa dynamika cen nośników energii. W czwartek poznamy z kolei finalny szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. Zakładamy, że będzie on zgodny z drugim szacunkiem, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 3,2% w IV kw. wobec 4,9% w III kw. We wtorek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które naszym zdaniem zwiększyły się w lutym o 0,5% m/m wobec spadku o 6,2% w styczniu z uwagi na wyższe zamówienia w przemyśle lotniczym. Uważamy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (664 tys. w lutym wobec 661 tys. w styczniu) wskażą na nieznaczny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że zarówno finalny indeks Uniwersytetu Michigan (76,5 pkt. w marcu wobec 76,9 pkt. w lutym) jak i indeks Conference Board (106,0 pkt. wobec 106,7 pkt. w lutym) wskażą na nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Uważamy, że wpływ publikacji danych z amerykańskiej gospodarki będzie miał ograniczony wpływ na rynki finansowe.

W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w marcu do 49,9 pkt. wobec 49,2 pkt. lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,7pkt.). Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu jego

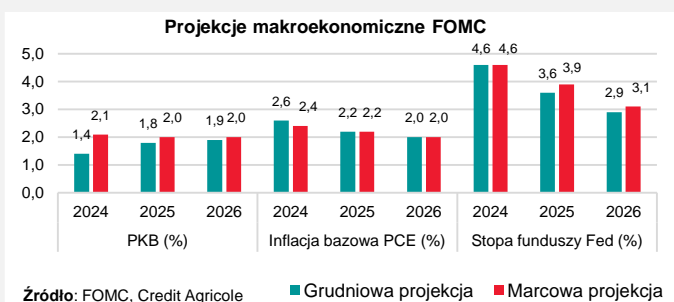


składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak również bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym pogorszenie koniunktury odnotowano we Francji,





podczas gdy w Niemczech i pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do jej poprawy. Kluczowa z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu koniunktura w niemieckim przetwórstwie pogorszyła się w marcu. Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa spadł do 41,6 pkt. w marcu wobec 42,5 pkt. w lutym, kształtując się na najniższym poziomie od października 2023 r. Głównym czynnikiem ograniczającym aktywność w Niemczech pozostaje słaby popyt znajdujący odzwierciedlenie w spadku nowych zamówień ogółem, w tym zamówień eksportowych. Czynnikiem stabilizującym aktywność gospodarczą pozostaje realizacja zaległości produkcyjnych. Marcowy raport PMI, podobnie jak ten przed miesiącem, sygnalizował, że zakłócenia w żegludze na Morzu Czerwonym miały ograniczony wpływ na ciągłość łańcuchów dostaw i bieżącą aktywność niemieckich przedsiębiorstw. Warto zwrócić uwagę, że w marcu doszło do znaczącego skrócenia czasu dostaw w niemieckim przetwórstwie, co w połączeniu ze spadkiem zakupów dóbr pośrednich i zapasów pozycji zakupionych świadczy o utrzymującej się słabości popytu. W ubiegłym tygodniu opublikowany został indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach. Zwiększył się on w marcu do 87,8 pkt. wobec 85,7 pkt. w lutym, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (86,0 pkt.). Zwiększenie indeksu wynikało ze wzrostu składowych zarówno dla oczekiwań, jak i dla oceny bieżącej sytuacji. Poprawę koniunktury odnotowano we wszystkich czterech analizowanych działach (przetwórstwie przemysłowym, handlu, budownictwie i usługach). Średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro w I kw. zwiększyła się do 49,0 pkt. wobec 47,2 pkt. w IV kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB zwiększy się w I kw. do 0,2% wobec 0,0% w IV kw.

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed pozostawił docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [5,25%; 5,50%], co było zgodne z naszą prognozą i konsensusem. Komunikat nie uległ istotnym zmianom w porównaniu z styczniowym posiedzeniem. Fed




podtrzymał deklarację, zgodnie z którą będzie monitorował napływające informacje z amerykańskiej gospodarki i ich implikacje dla perspektyw polityki pieniężnej. W komunikacie podtrzymany został również zapis, zgodnie z którym członkowie FOMC nie oczekują aby obniżka stóp była odpowiednia tak długo, jak nie nabiorą oni większego przekonania, że inflacja zbiega do celu inflacyjnego. Podczas konferencji prasowej szef Rezerwy Federalnej J. Powell powiedział, że członkowie Fed uważają za odpowiednie rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej „w którymś momencie tego roku”, jednak wstrzymał się od dyskusji na temat konkretnego terminu pierwszej obniżki stóp procentowych. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również najnowsze projekcje makroekonomiczne członków FOMC. Mediana oczekiwań dla stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2024 r. nie zmieniła się w porównaniu do grudniowej projekcji wskazując na trzy obniżki stóp procentowych o 25pb w tym roku. Zostało to odebrane przez rynki jako gołębi sygnał, gdyż część inwestorów spodziewała się zmniejszenia oczekiwanej skali łagodzenia polityki pieniężnej w br. do 50pb. O 25pb zwiększyła się natomiast mediana na koniec 2025 r., sygnalizując trzy obniżki w przyszłym roku zamiast czterech przewidywanych w grudniowej projekcji. Sygnalizowana w projekcji łączna skala łagodzenia polityki pieniężnej to w 2026 r. to nadal 75pb. Jednocześnie prognozy dynamiki PKB w latach 2024-2026 zostały zrewidowane w górę względem grudniowej projekcji (por. wykres) przy nieznacznych zmianach prognozowanych ścieżkach stopy bezrobocia i inflacji PCE. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi J. Powella w połączeniu z wynikami projekcji makroekonomicznej nie zmieniają naszego scenariusza stóp procentowych, zgodnie z którym Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o 25pb w lipcu i o 25pb w IV kw. br. Uważamy jednak, że napływ danych wskazujących na dalszy



spadek inflacji może przyspieszyć termin pierwszej obniżki stóp, która może nastąpić już w czerwcu br., a łączna skala obniżek stóp w br. wyniesie 75pb.

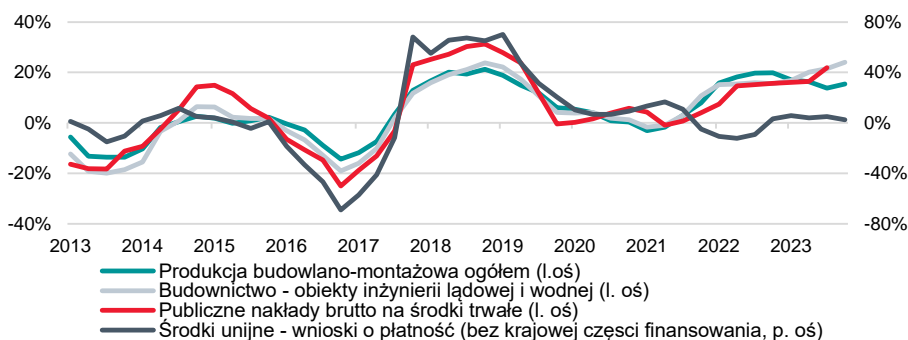
-  **W zeszłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB podjął decyzję o obniżeniu głównej stopy procentowej o 25pb do poziomu 1,50%, podczas gdy rynek oczekiwał jej stabilizacji. Decyzja została uzasadniona stwierdzeniem, że w ciągu ostatnich kilku miesięcy inflacja znajdowała się poniżej 2%, a więc kształtowała się ona zgodnie z celem inflacyjnym SNB. Dodatkowo, zgodnie z najnowszą prognozą SNB inflacja pozostanie w celu SNB również w średnim okresie. Powtórzona została również zapowiedź, zgodnie z którą SNB w kolejnych miesiącach będzie uważnie monitorował kształtowanie się inflacji, niemniej jednak odnotowano zmniejszenie się presji inflacyjnej w ostatnim czasie. SNB ponownie zakomunikował również swoją gotowość do interwencji walutowych w razie potrzeby. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także najnowsze projekcje makroekonomiczne SNB. Prognoza dynamiki PKB na 2024 r. została utrzymana na niezmiennym poziomie (ok. 1% r/r). Z kolei prognoza inflacji została wyraźnie zrewidowana w dół do 1,4% r/r w 2024 r. (poprzednio 1,9%) i 1,2% w 2025 r. Ubiegłotygodniowa decyzja SNB jest spójna z naszą prognozą kursów EURCHF (0,93 na koniec 2024 r. i 0,97 na koniec 2025 r.) oraz CHFPLN (4,56 na koniec 2024 r. i 4,33 na koniec 2025 r.).
-  **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w lutym o 3,3% r/r wobec wzrostu o 2,9 % r/r w styczniu (rewizja z 1,6%), kształtując się powyżej konsensusu (2,6%) i poniżej naszej prognozy (4,0%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy grudniem a styczniem był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w lutym o 0,1% m/m, co jest jej drugim spadkiem z rzędu. Na uwagę zasługuje dalszy wzrost produkcji w ujęciu rocznym w branżach eksportowych, jednak trzeba zwrócić uwagę, że ma on dosyć nierówny charakter w ujęciu sektorowym (por. MAKROpuls z 20.03.2024). Głównym silnikiem wzrostu pozostaje branża motoryzacyjna, podczas gdy w innych branżach eksportowych obserwujemy utrzymujący się spadek produkcji w ujęciu rocznym. Dane o produkcji stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w I kw. br. tempo wzrostu PKB w Polsce zwiększy się do 1,5% r/r wobec 1,0% w IV kw.
-  **Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w Polsce nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła -0,2%, kształtując się zgodnie z konsensem i naszą prognozą.** W porównaniu ze styczniem zatrudnienie zmniejszyło się w lutym o 4,8 tys. osób. Za zmniejszenie zatrudnienia ogółem odpowiadała bowiem głównie kategoria „administrowanie i działalność wspierająca”. Z kolei zatrudnienie w przetwórstwie przemysłowym wzrosło w lutym o 100 osób. Był to pierwszy wzrost zatrudnienia w ujęciu m/m w tej kategorii od września 2023 r., co może sygnalizować stopniowe wygasanie procesów restrukturyzacyjnych obserwowanych w tej branży w ostatnich miesiącach (por. MAKROpuls z 20.03.2024). Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w lutym do 12,9% r/r wobec 12,8% w styczniu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (11,5%) i naszej prognozy (11,2%). Kilkunastoprocentowy wzrost nominalnych wynagrodzeń miał szeroki zakres i został odnotowany w większości raportowanych przez GUS kategorii. W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w lutym o 9,9% r/r wobec wzrostu 8,6% w styczniu, co jest ich najwyższą dynamiką od co najmniej 1999 r. W lutym odnotowano zwiększenie realnej dynamiki funduszu płac z 8,6% r/r w styczniu do 9,6% w lutym, co jest jej najwyższym poziomem od stycznia 2019 r. Dane o funduszu płac są spójne z naszym scenariuszem ożywienia konsumpcji w najbliższych kwartałach.
-  **Dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się w lutym do 6,7% r/r wobec 4,6% w styczniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (6,8%) i naszej prognozy (7,2%).** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zwiększyła się w lutym do 6,1% r/r wobec 3,2% w styczniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (5,1%) i powyżej naszej prognozy (5,8%). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych

zwiększyła się w lutym o 2,9% m/m. Po wyłączeniu okresów, w których sprzedaż detaliczna znajdowała się pod silnym wpływem restrykcji związanych z pandemią, odnotowany w lutym br. wzrost sprzedaży w ujęciu miesięcznym był najsilniejszy w historii szeregu, którymi dysponujemy (od 2018 r.). Dane te sygnalizują szeroki zakres ożywienia popytu konsumpcyjnego, wspieranego przez szybki spadek inflacji, utrzymujący się silny wzrost płać w przedsiębiorstwach, waloryzację programu 500+ na 800+ oraz oczekiwane podwyżki wynagrodzeń w sferze budżetowej i towarzyszące im wygładzanie przez gospodarstwa domowe konsumpcji w czasie (por. MAKROpuls z 21.03.2024). Ubiegłotygodniowe dane o sprzedaży detalicznej w lutym wskazują na ryzyko w górę dla naszej prognozy znaczącego wzrostu dynamiki konsumpcji w I kw. br. (3,0% r/r wobec -0,1% w IV kw.). Dane te są jednocześnie zgodne z naszym scenariuszem, w którym ożywienie popytu konsumpcyjnego będzie głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w I kw. i w całym 2024 r.

-  **Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce zwiększyła się w lutym do -4,9% r/r wobec -6,1% w styczniu, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (-2,0%) i naszej prognozy (-3,0%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy styczniem a lutym były korzystne efekty kalendarzowe. Struktura wzrostu produkcji wskazywała, że popyt w branży budowlanej jest obecnie silnie ograniczany przez obniżoną absorpcję środków unijnych (por. MAKROmapa z 18.03.2024). Z kolei czynnikiem dynamizującym produkcję jest ożywienie w budownictwie mieszkaniowym, wspierane przez efekty programu Bezpieczny Kredyt 2%. Wypadkową tych tendencji był odnotowany w lutym wyraźny wzrost produkcji budowlano-montażowej po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych (2,0% w porównaniu ze styczniem), dodatkowo wsparty przez efekt niskiej bazy związany z niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi w styczniu br. (niskimi temperaturami połączonymi z intensywnymi opadami śniegu). W kolejnych miesiącach spodziewamy się kontynuacji stopniowego ożywienia w budownictwie, wspieranego przez wzrost aktywności w budownictwie mieszkaniowym, zbliżające się wybory samorządowe i realizację projektów w ramach KPO (por. MAKROpuls z 21.03.2024).
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Dane o nowych pozwoleniach na budowę (1518 tys. w lutym wobec 1489 tys. w lipcu – powyżej konsensusu rynkowego na poziomie 1500 tys.), liczbie rozpoczętych budów (1521 tys. wobec 1374 tys. w lipcu - wyraźnie powyżej konsensusu na poziomie 1435 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,38 mln wobec 4,00 mln, znacząco powyżej oczekiwań równych 3,94 mln) wskazały na wyraźny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Podtrzymujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w I kw. do 1,3% wobec 3,2% w IV kw., głównie z uwagi na spowolnienie wzrostu konsumpcji.
-  **Agencja Moody's podtrzymała długookresowy rating Polski na poziomie A2 z perspektywą stabilną.** W uzasadnieniu do decyzji agencja zwróciła uwagę na solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki oraz zmniejszenie napięć na linii UE-Polska, w wyniku czego odblokowane zostały środki unijne. Agencja zwróciła jednak uwagę, że niekorzystne relacje pomiędzy rządem i Prezydentem będą utrudniały przeprowadzenie znaczących reform, w szczególności w zakresie praworządności. Zdaniem Moody's poprawa tych relacji byłaby pozytywna dla ratingu Polski. Z kolei w przypadku pogorszenia sytuacji w finansach publicznych lub ponownych problemów z praworządnością mogłoby dojść do pogorszenia wiarygodności kredytowej Polski. Agencja powtórzyła swoją ocenę z kwietnia 2022 r., zaznaczając, że w przypadku jakiegokolwiek ataku militarnego na Polskę doszłoby do natychmiastowego obniżenia ratingu (prawdopodobnie o kilka stopni). Scenariusz zbrojnej agresji na Polskę agencja uważa obecnie za mało prawdopodobny, jednak mający istotnie negatywny wpływ na rating. Moody's jednocześnie zwrócił uwagę, że Polska jest o wiele bardziej narażona na niekonwencjonalne rodzaje zagrożeń ze strony innych państw (np. cyberataki), jednak ich materializacja miałyby dużo mniejszy negatywny wpływ na ocenę wiarygodności Polski niż ewentualny konflikt zbrojny. Stabilizacja ratingu jest neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Nadchodzi boom inwestycyjny

Opisując nasze najnowsze prognozy średnioterminowe (por. MAKROmapa z 11.03.2024) zwracaliśmy uwagę, że cykl absorpcji środków unijnych będzie ważną determinantą inwestycji w latach 2024-2026, a w konsekwencji również tempa wzrostu gospodarczego. Poniżej przedstawiamy precyzyjniej oczekiwane przez nas tendencje w tym zakresie.

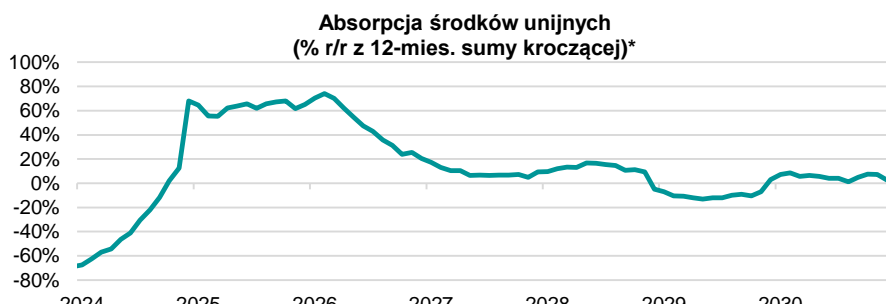


* wszystkie linie przedstawiają roczne dynamiki z 12-mies. sum kroczących danych nominalnych
Źródło: Portal Funduszy Europejskich, GUS, Credit Agricole

Jedną z głównych determinant dynamiki publicznych nakładów brutto na środki trwałe jest tempo absorpcji środków unijnych. Środki te stanowią bowiem dużą część finansowania inwestycji publicznych. W trakcie poprzednich unijnych perspektyw finansowych, w latach 2013-2019, dynamika wartości wniosków o wypłatę środków unijnych w ramach

Funduszu Spójności wykazywała wysoką korelację z nominalnym tempem wzrostu publicznych inwestycji (0,90). Ze względu na charakter realizowanych projektów (w dużej mierze inwestycje infrastrukturalne), dynamika wniosków o płatność wykazywała również wysoką korelację z produkcją budowlano-montażową w segmencie obiektów inżynierii lądowej i wodnej (0,86) i produkcją budowlano-montażową ogółem (0,89). Po 2019 r. siła tych zależności wyraźnie osłabiła się. Po części wynikało to z zaburzeń związanych z pandemią COVID-19. Ważniejszy był jednak silny wzrost kosztów realizacji projektów budowlanych. W rezultacie realizacja inwestycji publicznych wymagała zwiększenia krajowej części finansowania przy niezmienionej, zakontraktowanej wcześniej unijnej części finansowania, co prowadziło do zmniejszenia wspomnianej wyżej korelacji.

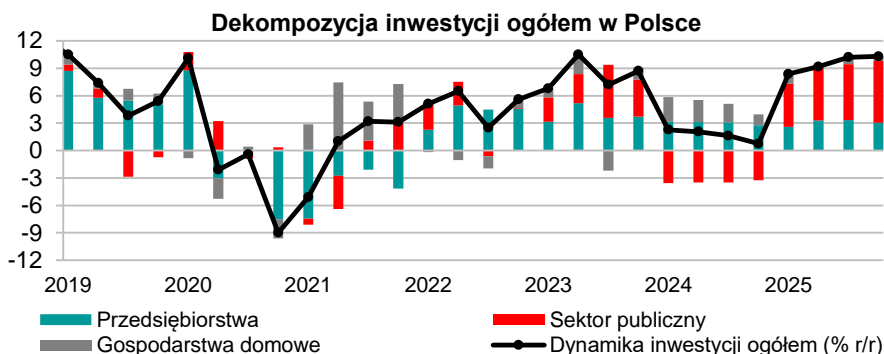
Warto zwrócić uwagę, że w 2016 r. mieliśmy do czynienia z dołkiem w absorpcji środków unijnych, który przyczynił się do wyraźnego spadku produkcji budowlano-montażowej i inwestycji publicznych (por. wykres). Z finansowania w ramach perspektywy 2007-2013 można było korzystać do 2015 r. włącznie, podczas gdy realizacja projektów z perspektywy 2014-2020 była w 2016 r. jeszcze mocno ograniczona. Uważamy, że z podobną sytuacją (znaczącego zmniejszenia absorpcji środków unijnych i silnego spowolnienia produkcji budowlano-montażowej) będziemy mieli do czynienia w 2024 r. Możliwość rozliczenia środków w ramach perspektywy 2014-2020 skończyła się bowiem w 2023 r., a absorpcja środków w ramach perspektywy 2021-2027 będzie w 2024 r. jeszcze ograniczona.



* wnioski o płatność w ramach Funduszy Spójności 2007-2013 i 2014-2020, bez krajowej części finansowania, tylko środki unijne; oś pozioma została przesunięta o 7 lat
Źródło: Portal Funduszy Europejskich, GUS, Credit Agricole

Na podstawie profilu czasowego absorpcji środków unijnych w ramach perspektyw 2007-2013 i 2014-2020 oczekujemy, że wykorzystanie funduszy UE wyraźnie przyspieszy w 2025 r. i utrzyma się na wysokim poziomie 2026 r. (por. wykres). Zakładamy, że ożywienie inwestycji publicznych w latach 2025 r. będzie dodatkowo wspierane przez kumulację

projektów realizowanych w ramach KPO (w związku z koniecznością ich rozliczenia w 2026 r.). W rezultacie oczekujemy, że inwestycje publiczne wzrosną w ujęciu realnym o ponad 25% r/r w 2025 r.

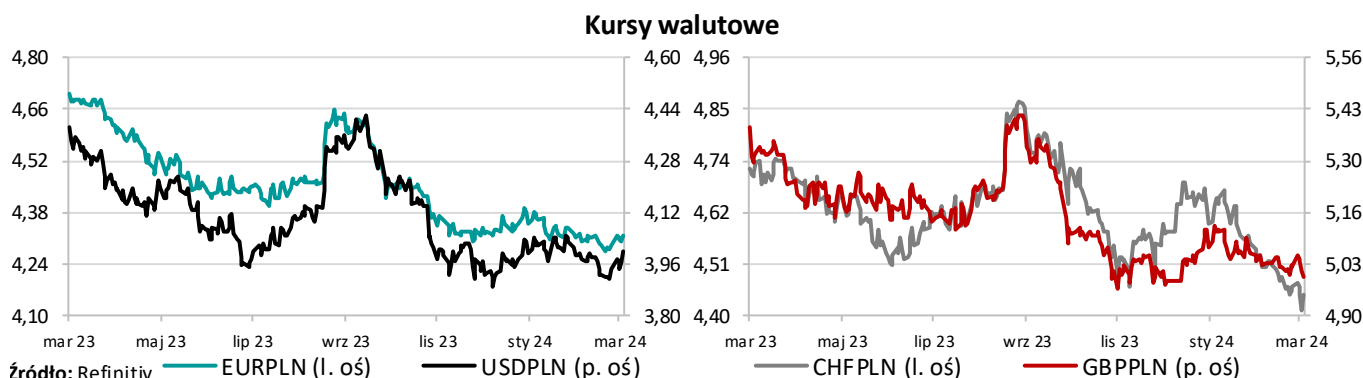


Źródło: Eurostat, GUS, Credit Agricole

strony sektora publicznego przyczynia się do wzrostu nakładów inwestycyjnych firm w celu zwiększenia możliwości produkcyjnych. Zgodnie z wynikami naszej analizy (por. MAKROmapa z 13.02.2017), wspomniana zależność (tzw. efekt popytowy) w największym stopniu materializuje się w przypadku branż przemysłu powiązanych pośrednio lub bezpośrednio z obsługą projektów budowlanych. Przyspieszenie inwestycji firm obserwowane jest zazwyczaj z opóźnieniem kilku kwartałów w stosunku do zmian dynamiki publicznych nakładów na środki trwałe. Przedstawione powyżej zależności oznaczają zatem, że oczekiwane przez nas w horyzoncie kilku kwartałów ożywienie inwestycji w sektorze publicznym będzie stanowiło wsparcie dla aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Podsumowując, ożywienie inwestycji w 2025 r. będzie miało szeroki zakres, choć będzie ono głównie efektem boomu w inwestycjach publicznych. Prognozujemy, że nakłady brutto na środki trwałe ogółem zwiększą się o 9,7% r/r w 2025 r. wobec wzrostu o 1,5% w 2024 r.

Warto zwrócić uwagę, że napędzana przez zwiększoną absorpcję środków unijnych aktywność inwestycyjna sektora publicznego oddziaływała również w kierunku szybszego tempa wzrostu nakładów na środki trwałe w przedsiębiorstwach. W warunkach utrzymującego się wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych, zwiększony popyt ze

Publikacja danych o inflacji w Polsce może umocnić złotego



Źródło: Refinitiv

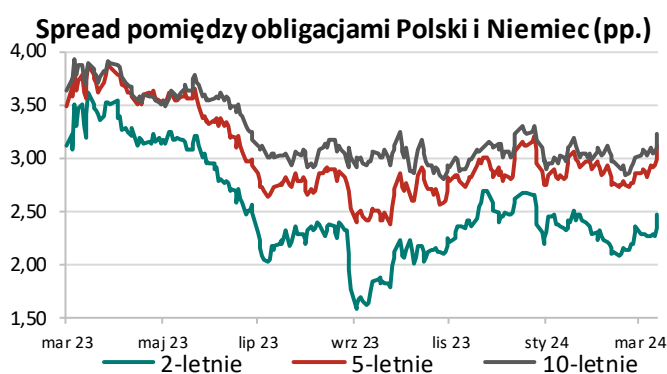
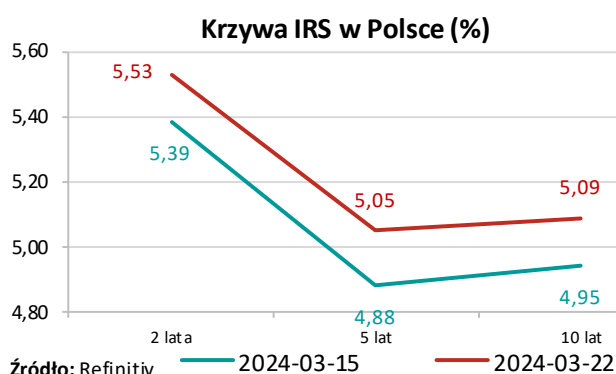
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3188 (osłabienie złotego o 0,7%). W poniedziałek doszło do wyraźnego zwiększenia kursu EURPLN, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu. Lekką deprecjację obserwowano również we wtorek, nie tylko w przypadku złotego, ale również innych walut regionu, co było powiązane ze zbliżającym się posiedzeniem FOMC. Pod koniec wtorkowej sesji obserwowaliśmy lekką korektę. W środę i czwartek kurs EURPLN kształtował się w lekkim trendzie spadkowym, czemu sprzyjała publikacja dobrych danych z polskiej gospodarki oraz osłabienie dolara względem euro. W piątek doszło do korekty, co można tłumaczyć realizacją zysków przez część inwestorów przy braku istotnych publikacji makroekonomicznych.

Z punktu widzenia kształtowania się kursu EURUSD najważniejszym wydarzeniem było środowe posiedzenie FOMC. Konferencja po posiedzeniu i wyniki projekcji makroekonomicznych miały zdaniem

rynków lekko gołębi wydzwięk, co doprowadziło do osłabienia kursu dolara względem euro. W czwartek obserwowaliśmy odwrócenie tych tendencji z uwagi na publikacje lepszych od oczekiwań danych z USA. Przez cały ubiegły tydzień kurs EURCHF utrzymywał się w trendzie wzrostowym. W czwartek, po zaskakującej obniżce stóp procentowych przez SNB, doszło do skokowego osłabienia franka szwajcarskiego względem euro.

Piątkowa decyzja agencji Moody's w sprawie ratingu Polski jest neutralna dla złotego. W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce, która może przyczynić się do umocnienia złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu polskiej waluty.

Slabną oczekiwanie na obniżki stóp procentowych w Polsce



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,53% (wzrost o 14p), 5-letnie do 5,05 (wzrost o 17pb), a 10-letnie do 5,09 (wzrost o 14pb). Pomimo spadków na rynkach bazowych, stawki IRS w Polsce kształtowały się w lekkim trendzie wzrostowym. W kierunku ich wzrostu oddziały głównie osłabiające się oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce. Obecnie kontrakty FRA wyceniają jedną obniżkę stóp procentowych w Polsce do końca 2024 r. Publikacje licznych danych makroekonomicznych z kraju i zza granicy, jak również posiedzenia banków centralnych, miały ograniczony wpływ na kształtowanie się stawek IRS w ubiegłym tygodniu.

Piątkowa decyzja agencji Moody's w sprawie ratingu Polski jest neutralna dla krzywej. W tym tygodniu do nieznacznego wzrostu stawek IRS może przyczynić się publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,30
Kurs USDPLN*	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97
Kurs CHFPLN*	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,41
Inflacja CPI (r/r, %)	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,5	-3,7	-6,5	-3,3	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	2,9	3,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	
Saldo ROB (mln EUR)	1467	1372	-230	589	1272	157	556	1176	2119	1203	-24	1179		
Eksport (r/r, % EUR)	14,8	16,1	1,8	4,3	4,0	0,0	-2,3	-4,2	2,3	-1,9	-6,0	-4,3		
Import (r/r, % EUR)	-1,6	3,3	-9,6	-5,0	-5,8	-7,4	-11,9	-14,7	-7,7	-7,8	-11,3	-3,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	1,5	2,7	3,5	3,5	5,0	4,7	4,2	4,5	0,2	2,8	4,6	
Konsumpcja (% r/r)	3,0	4,0	2,8	2,7	2,9	1,6	2,5	1,9	-1,0	3,1	2,2	
Inwestycje (% r/r)	2,3	2,1	1,6	0,7	8,4	9,2	10,2	10,3	8,4	1,5	9,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,8	0,6	4,9	7,8	7,9	5,7	4,3	7,1	-1,9	4,0	6,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,4	2,3	8,8	8,7	8,4	6,8	4,9	6,8	-8,3	4,8	6,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,8	2,3	1,7	1,3	1,8	0,9	1,5	0,9	-0,6	1,8	1,2
	Inwestycje (pp.)	0,3	0,3	0,3	0,2	1,1	1,5	1,7	2,3	1,4	0,3	1,7
	Eksport netto (pp.)	2,0	-0,9	-1,7	0,0	0,4	-0,2	-0,2	0,4	3,9	-0,2	0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,8	2,1	1,7	1,6	1,3	1,1	1,0	1,1	1,6	1,6	1,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,8	4,9	5,2	4,8	4,7	4,8	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	0,1	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,5	13,0	12,3	12,5	10,7	6,9	6,6	6,0	12,8	12,1	7,5	
Inflacja CPI (%)*	2,9	2,9	4,1	4,1	5,0	4,1	3,3	3,6	11,6	3,5	4,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	5,63	5,51	5,38	5,88	5,88	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,30	4,28	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,99	4,00	4,02	4,04	3,95	3,87	3,83	3,75	3,93	4,04	3,75	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 25.03.2024 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	5,4	5,4	5,4
15:00	USA	Sprzedż nowych domów (tys.)	Luty	661	664	675
Wtorek 26.03.2024 r.						
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	-6,2	0,5	1,3
14:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Styczeń	0,2		0,2
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	-5,0		
15:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	106,7	106,0	106,7
Środa 27.03.2024 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Marzec	-0,42		
Czwartek 28.03.2024 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	0,1		0,3
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	202		
13:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	3,2	3,2	3,2
14:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Marzec	44,0		46,4
15:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	76,5	76,5	76,5
Piątek 29.03.2024 r.						
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Marzec	2,8	2,3	2,2
13:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Luty	2,4	2,5	2,5
13:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Luty	2,8	2,8	2,8
13:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Luty	-0,1		

* 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