

## Tygodnik ekonomiczny

### Efekt bazy obniży marcową inflację

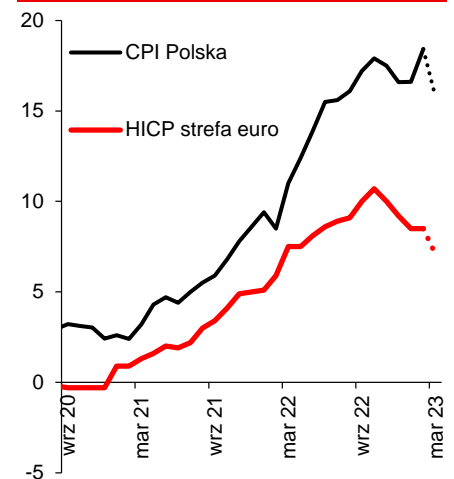
#### Co w gospodarce:

- Za nami mnóstwo **danych z polskiej gospodarki, które ułożyły się w stagflacyjny wzór**. Dziś dołożył się do tego niemiecki przemysłowy PMI, spadający m.in. przez słabość nowych zamówień (co może się też odbijać na polskim przemyśle). W temacie stagnacji warto zwrócić uwagę, że nowa projekcja FOMC pokazała słabszy przewidywany w tym i przyszłym roku wzrost PKB niż grudniowa choć dane sugerowały raczej rewizję w górę – Fed zrobił poprawkę na potencjalne osłabienie akcji kredytowej w USA. Może to nie być obojętne również dla koniunktury w Europie.
- W temacie inflacji w nadchodzącym tygodniu czeka nas **wstępny odczyt CPI za marzec**. Dobra wiadomość jest taka, że ta inflacja musi spaść w ujęciu r/r względem lutego, naszym zdaniem w okolice 15,8% (mediana wg serwisu Bloomberg to 16,1%) a zła wiadomość jest taka, że stanie się to zasadniczo z powodów czysto statystycznych (przy jej wyliczaniu okresem bazowym będzie marzec 2022 r. kiedy to m.in. przez wojnę doszło do niesamowicie szybkiego wzrostu cen, 3,3% w skali miesiąca – to tempo kojarzone z hiperinflacją lat 90-tych). Z tego względu w ocenie uporczywości procesów inflacyjnych nadal lepiej analizować zmiany cen m/m niż r/r. Wg nas marzec nie przyniesie pod tym względem istotnej poprawy: przewidujemy 1,1% m/m w marcu po 2,5% w styczniu i 1,2% w lutym, co będzie jednym z najwyższych odczytów marcowych z ostatnich 20 lat, wskazującym na duży rozpęd cen. Jeśli ten proces szybko nie wyhamuje, już w maju skumulowany wzrost cen od początku roku przekroczy 6%, co przekreśli szanse na osiągnięcie na koniec roku poziomu inflacji CPI zapowiadanego przez prezesa NBP (6-7% r/r).
- Wstępne szacunki marcowej inflacji pokażą też Niemcy i strefa euro, i tu też powinno dojść do spadku. EBC nie będzie jednak zapewne aż tak bardzo skoncentrowany na tych danych jak kilka tygodni temu, bo teraz drugim okiem musi też śledzić stabilność europejskiego sektora bankowego. Do tego w piątek ukaże się w USA inflacja PCE za luty.
- W kraju przyjrzymy się też kwartalnym danym o bilansie płatniczym i wskaźnikom koniunktury ESI.
- Jeszcze dziś **Moody's** może opublikować wynik przeglądu ratingu Polski, ale oceniając po wypowiedzi przedstawiciela agencji na początku marca nic tu się nie wydarzy.

#### Co na rynkach:

- Ostatni tydzień rozpoczął się od stopniowego uspokajania się sytuacji na rynkach finansowych po tym jak ustalono, że dojdzie do przejęcia w szwajcarskim sektorze bankowym. Skutkiem tego spready asset swap zaczęły się zawężać, a oczekiwania na stopy procentowe lekko rosnąć w kierunku poziomów bardziej odpowiadających fundamentom realnej gospodarki. Na rynkach CE3 przeżyto się to na wyraźne umocnienie CZK i HUF, które wcześniej jako relatywnie niewielkie rynki, silnie traciły na pogorszeniu globalnego nastroju inwestycyjnego. Pozytywne trendy na rynkach zostały jednak przytłumione w połowie tygodnia przez Fed, który w przeciwieństwie do EBC, zaprezentował dużo bardziej ostrożną retorykę. Zasygnalizował rychły koniec cyklu podwyżek stóp oraz wskazał na potencjalnie znaczące zaostrzenie rynkowych warunków finansowych w kolejnych okresach, co poprzez przełożenie na mniejszą podaż kredytu może doprowadzić do szybszego spowalniania gospodarki. W rezultacie, w końcówce tygodnia rentowności zaczęły ponownie spadać zarówno w Polsce jak i na rynkach bazowych, a złoty, który dotąd dobrze znosił zawirowania ostatnich tygodni, zaczął się lekko osłabiać.
- W nadchodzącym tygodniu oczekujemy dalszego stopniowego osłabienia złotego wobec euro. Naszym zdaniem kurs **EURPLN będzie próbował powrócić powyżej poziomu 4,70** pod wpływem rosnących obaw o szybsze tempo spowalniania gospodarki światowej. Sprzyjać temu powinny dane napływające ze strefy euro i USA. Skala umocnienia krajowego długu w ostatnich tygodniach była naszym zdaniem zbyt silna i nieadekwatna do stanu fundamentów krajowej gospodarki, w tym przede wszystkim widocznej i ciągle utrzymującej się uporczywości procesów inflacyjnych. Z tego względu, o ile procesy wyptaszczania się krajowej krzywej rentowności uważamy za uzasadnione, to w tym momencie nie widzimy zbyt wiele miejsca dla dalszego spadku rentowności polskich obligacji skarbowych. W rezultacie za najbardziej prawdopodobny scenariusz uważamy teraz **dalsze oscylowanie krajowych rentowności w przedziale 5,85 – 6%**. Trwałemu przekroczeniu poziomu 6% przez krajową krzywą rentowności nie sprzyja wysoki poziom niepewności na globalnych rynkach odnośnie kondycji innych dużych banków. Jeżeli ta sytuacja będzie się utrzymywała w kolejnych tygodniach to krajowe rentowności będą pozostawać bliżej dolnego poziomu wskazanego przedziału.

#### Inflacja w Polsce i strefie euro, % r/r

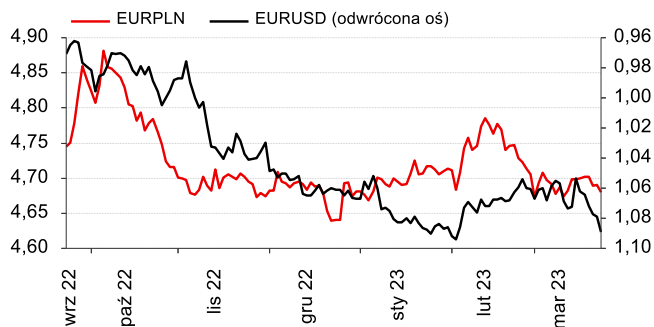


Źródło: GUS, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

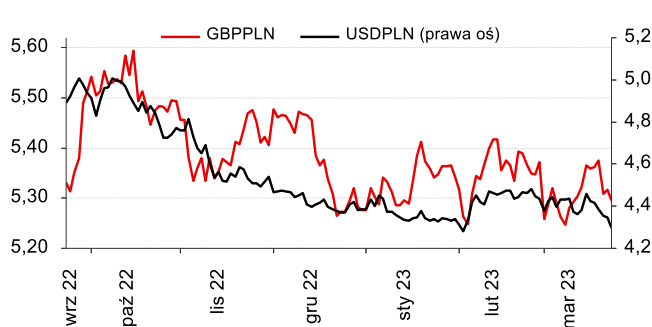
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
**Piotr Bielski** 691 393 119  
**Jarosław Kosaty** 887 842 480  
**Marcin Luzziński** 510 027 662  
**Grzegorz Ogonek** 609 224 857

### EURPLN i EURUSD



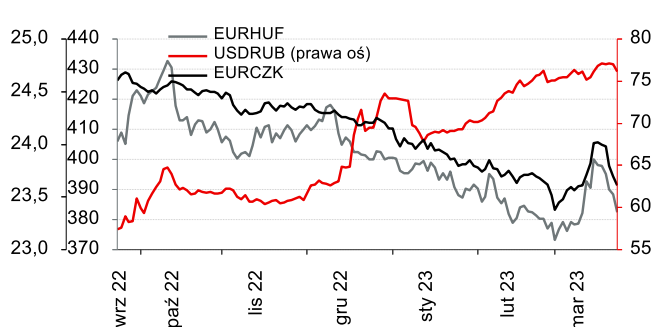
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### GBPPLN i USDPLN



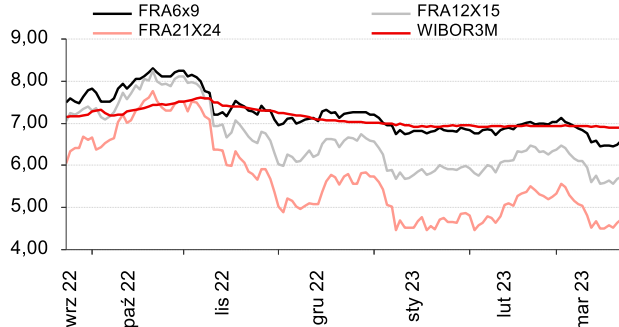
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK, EURHUF i USDRUB



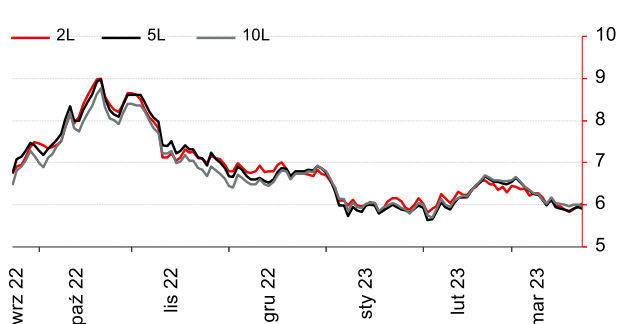
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### PLN FRA i WIBOR3M



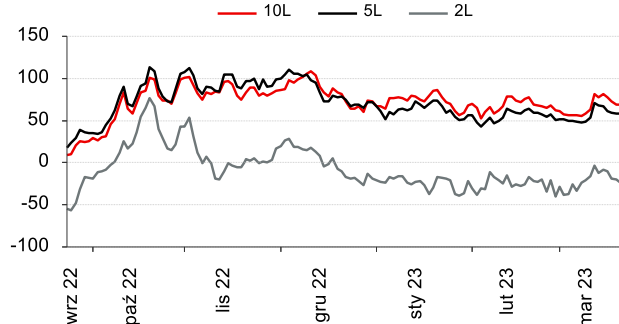
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowności polskich obligacji



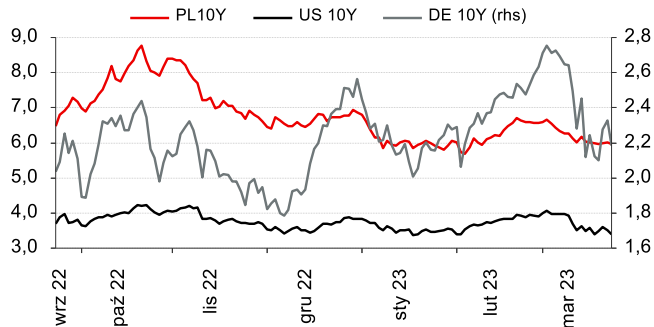
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Spready asset swap



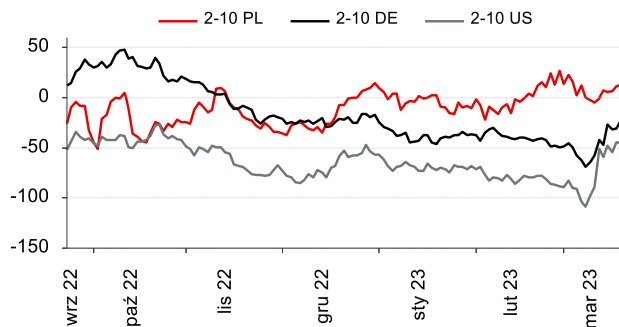
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowności 10-letnich obligacji



Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Nachylenie krzywych dochodowości



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PONIEDZIAŁEK (27 marca)</b>							
10:00	DE	Ifo	III	pkt	91.0	-	91.1
<b>WTOREK (28 marca)</b>							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	13.0	-	13.0
16:00	US	Conference Board Konsumenci	III	pkt	101.5	-	102.9
<b>ŚRODA (29 marca)</b>							
14:30	CZ	Decyzja banku centralnego			7.0	-	7.0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	II	% m/m	-2.3	-	8.1
<b>CZWARTEK (30 marca)</b>							
11:00	EZ	ESI	III	pkt	99.8	-	99.7
14:00	DE	Inflacja HICP	III	% m/m	0.8	-	1.0
14:30	US	PKB	IV kw.	% k/k	2.7	-	3.2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	196	-	191
<b>PIĄTEK (31 marca)</b>							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0.5	-	0.0
09:00	CZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	0.2	-	1.5
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>III</b>	<b>% r/r</b>	<b>16.1</b>	<b>15.8</b>	<b>18.4</b>
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	III	% r/r	7.1	-	8.5
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	II	%	6.6	-	6.6
14:30	US	Wydatki osobiste	II	% m/m	0.3	-	1.8
14:30	US	Dochody osobiste	II	% m/m	0.3	-	0.6
14:30	US	Indeks cen PCE SA	II	% m/m	0.3	-	0.6
16:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	63.4	-	67.0

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl