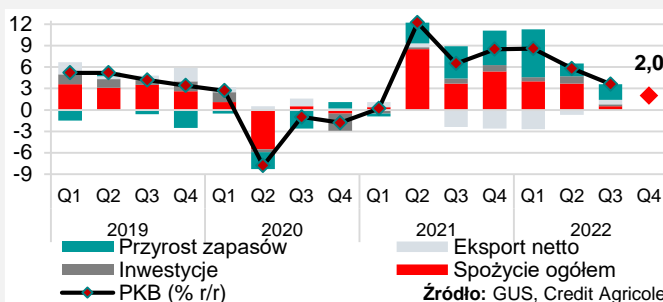


W tym tygodniu

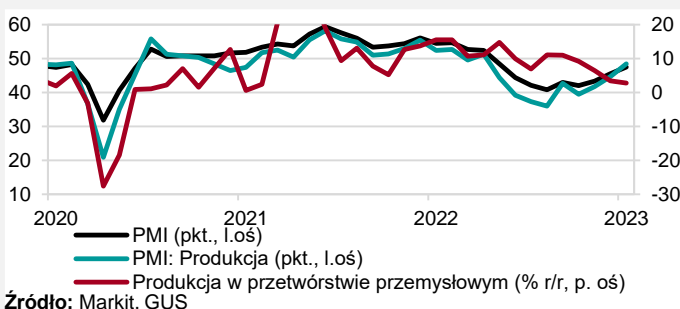
W wtorek GUS opublikuje pełne dane o PKB w IV kw. ub. r.

Oczekujemy, że dynamika PKB była zgodna ze wstępnym szacunkiem i wyniosła 2,0% r/r wobec 3,6% w III kw. Na podstawie danych za cały 2022 r. szacujemy, że spowolnienie wzrostu gospodarczego pomiędzy III kw. a IV kw. wynikało z niższych wkładów spożycia prywatnego i zmiany zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład inwestycji (por. MAKROpuls z 30.01.2023). Uważamy, że publikacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W środę poznamy lutowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.

Oczekujemy, że wskaźnik PMI zwiększył się do 48,2 pkt. z 47,5 pkt. w styczniu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi poprawa koniunktury odnotowana w badaniach GUS. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy w związku ze spadkiem lutowych indeksów PMI w przetwórstwie strefy euro i Niemiec. Wynikał on z ustępowania ograniczeń podaży (skrócenia czasu dostaw), które zgodnie z konstrukcją indeksu PMI oddziałują w kierunku jego spadku. Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu (48,0 pkt.), stąd jej materializacja byłaby neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W czwartek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.

Rynek oczekuje, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w lutym do 8,2% r/r wobec 8,6% w styczniu, wskazując na dalsze osłabienie presji inflacyjnej w obszarze wspólnej waluty. W środę dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Zgodnie z konsensusem zmniejszyła się ona do 8,6% r/r w lutym wobec 9,2% w styczniu. Uważamy, że publikacja danych będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA. Zgodnie z konsensusem wstępne zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w styczniu o 4,0% m/m wobec wzrostu o 5,6% w grudniu napędzonego przez wyższe zamówienia w firmie Boeing.

W środę opublikowany zostanie indeks ISM dla przetwórstwa. Rynek oczekuje, że zwiększył się on do 48,0 pkt. w lutym wobec 47,4 pkt. w styczniu, co będzie spójne ze wzrostem indeksu PMI odnotowanym w lutym. Zgodnie z konsensusem indeks zaufania konsumentów Conference Board wskaże na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych (108,2 pkt. w lutym wobec 107,1 w styczniu). Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

W tym tygodniu poznamy wyniki badania koniunktury w chińskim przetwórstwie przemysłowym.

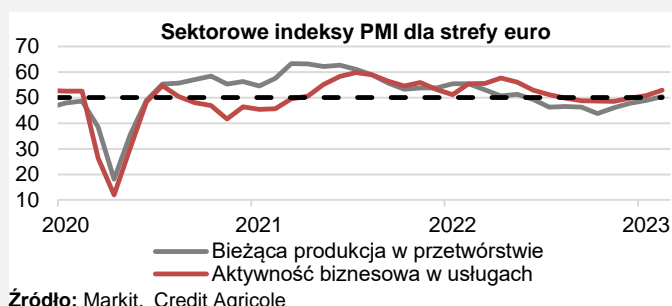
Rynek oczekuje, że indeks Caixin PMI zwiększył się w lutym do 51,3 pkt. wobec 49,2 pkt. w styczniu, a indeks CFLP PMI wzrósł w styczniu do 50,7 pkt. wobec 50,1 pkt. w styczniu. Poprawa koniunktury będzie związana z dalszym ożywieniem gospodarczym po odejściu od polityki „zero COVID” przez chiński rząd. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w styczniu do 15,1% r/r wobec 15,5% w grudniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (19,0%) oraz naszej prognozy (16,2%).** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zmniejszyła się w styczniu o 0,3% r/r wobec wzrostu o 0,2% w grudniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w styczniu o 2,7% m/m. Obniżenie realnej sprzedaży miało w styczniu szeroki zakres i zostało odnotowane we wszystkich poza trzema kategoriami („włókno, odzież, obuwie”, „meble, RTV, AGD” i „farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny”). Uważamy, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki sprzedaży było osłabienie popytu ze strony konsumentów, co jest efektem spadku siły nabywczej dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych spowodowanego przez utrzymującą się wysoką inflację (por. MAKROpuls z 21.02.2023). Dane o sprzedaży detalicznej w styczniu wspierają naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika konsumpcji w I kw. obniży się do -2,0% r/r wobec -1,5% w IV kw. 2022 r.
- Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zwiększyła się w styczniu do 2,6% r/r wobec wzrostu o 1,0% w grudniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (4,3%) i naszej prognozy (5,5%).** W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy grudniem a styczniem oddziaływał efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w styczniu o 1,3% m/m. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, dominujący wkład do wzrostu produkcji przemysłowej ogółem miały branże eksportowe, w których silnym wsparciem dla aktywności była redukcja zaległości produkcyjnych przy jednoczesnym osłabieniu barier podażowych (mniej dotkliwego braku surowców i komponentów). Nadal mamy zatem do czynienia z utrzymującą się wysoką odpornością branż eksportowych na dekonjunkturę u głównych partnerów handlowych Polski i relatywnie dużym wpływem wyhamowania popytu wewnętrznego (w szczególności konsumpcji) na branże relatywnie silnie powiązane z rynkiem krajowym. Oczekujemy, że taka sytuacja utrzyma się w najbliższych miesiącach, a wyraźnego przyspieszenia dynamiki w branżach nieeksportowych oczekujemy dopiero w II poł. br., gdy realna dynamika płac osiągnie dodatni poziom, a inwestycje publiczne współfinansowane ze środków unijnych wyraźnie przyspieszą (por. MAKROpuls z 20.02.2023). Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 2,4% r/r w styczniu wobec spadku o 0,8% w grudniu, co było wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (-3,8%) i naszej prognozy (-11,0%). Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, w kierunku wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej oddziaływał efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w styczniu o 7,0% m/m. Czynnikiem wspierającym aktywność w budownictwie w styczniu były relatywnie dobre warunki meteorologiczne (por. MAKROpuls z 21.02.2023). Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym wysokie bariery podażowe (silny wzrost cen materiałów budowlanych) i popytowe (zmniejszenie dostępności kredytów mieszkaniowych, spadek popytu gotówkowego na mieszkania, wzrost stóp procentowych i mniejszy popyt na kredyty inwestycyjne) będą w najbliższych miesiącach oddziaływać w kierunku stopniowego spadku aktywności w budownictwie mieszkaniowym oraz komercyjnym (niższe inwestycje firm w budynki i budowle). Dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej sygnalizują lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB obniży się w I kw. do -0,8% r/r wobec 2,0% w IV kw.
- Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w styczniu do 13,5% r/r wobec 10,3% w grudniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (12,6%) i naszej prognozy (12,5%).** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zmniejszyły się w styczniu o 3,1% r/r wobec spadku o 5,4% w grudniu.

Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku przyspieszenia wzrostu nominalnych wynagrodzeń w ujęciu rocznym były efekt niskiej bazy sprzed roku, wspomniany wyżej efekt statystyczny związany z liczbą dni roboczych oraz wzrost płacy minimalnej w styczniu br. (por. MAKROpuls z 20.02.2023). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się do 1,1% r/r w styczniu z 2,2% w grudniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (1,7%) i naszej prognozy (1,8%). W porównaniu z grudniem ub.r. zatrudnienie zwiększyło się w styczniu o 25,4 tys. Silny wzrost liczby etatów był spowodowany coroczną rewizją danych o zatrudnieniu w mikroprzedsiębiorstwach (por. MAKROpuls z 20.02.2023). Dane z rynku pracy są spójne z naszą oceną, zgodnie z którą po przejściowym wzroście nominalnej dynamiki płac w I kw. br. w kolejnych kwartałach powróci ona do trendu spadkowego, który będzie również obserwowany w przypadku przeciętnego wynagrodzenia w całej gospodarce. Głównymi czynnikami oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu płac w kolejnych kwartałach będą pogłębiające się spowolnienie gospodarcze oraz oczekiwany przez nas silny spadek inflacji i związany z nim spadek presji płacowej w przedsiębiorstwach.

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w lutym do 52,3 pkt. wobec 50,3 pkt. w styczniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (50,6 pkt.). Tym samym jest to drugi miesiąc z rzędu, kiedy indeks ukształtował się powyżej

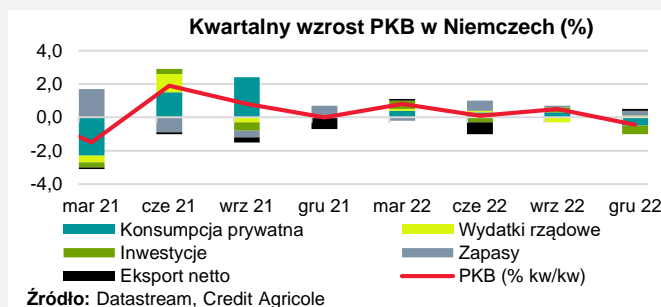


granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost zagregowanego indeksu PMI był efektem wyższych składowych indeksu dla aktywności biznesowej w usługach i bieżącej produkcji w przetwórstwie. Zgodnie z komunikatem głównym źródłem silnej poprawy koniunktury w strefie euro była wyższa aktywność w usługach, gdzie na szczególną uwagę zasługuje żywienie w sektorze finansowym oraz IT. W przypadku przetwórstwa warto odnotować postępującą poprawę sytuacji w branży motoryzacyjnej, podczas gdy aktywność w sektorze chemicznym oraz tworzyw sztucznych utrzymuje się na obniżonym poziomie. W ujęciu geograficznym poprawę koniunktury odnotowano w Niemczech, we Francji, jak i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zmniejszył się w lutym do 46,5 pkt. wobec 47,3 pkt. w styczniu. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów jego składowych dla zapasów i czasu dostaw, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zatrudnienia. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje wyraźne skrócenie czasu dostaw, co świadczy o zanikających barierach podażowych. W połączeniu z osłabionym popytem znajduje to odzwierciedlenie w coraz wolniejszym tempie wzrostu cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji jak, i dóbr finalnych. Ponadto, w lutym składowa dla bieżącej produkcji wzrosła powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od maja 2022 r. Choć ankietowane firmy nadal raportują spadek nowych zamówień, to jego tempo było w lutym najniższe od maja 2022 r. Dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym PKB w strefie euro zmniejszy się w I kw. o 0,3% wobec wzrostu o 0,1% w IV kw. 2022 r.

Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zwiększył się w lutym do 91,1 pkt. wobec 90,1 pkt. w styczniu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (91,4 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Poprawę koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych sektorach: przetwórstwie, usługach, handlu i budownictwie. Indeks Ifo w połączeniu z lutowym badaniem

PMI stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w Niemczech zwiększy się w I kw. do 0,1% wobec -0,4% w IV kw.

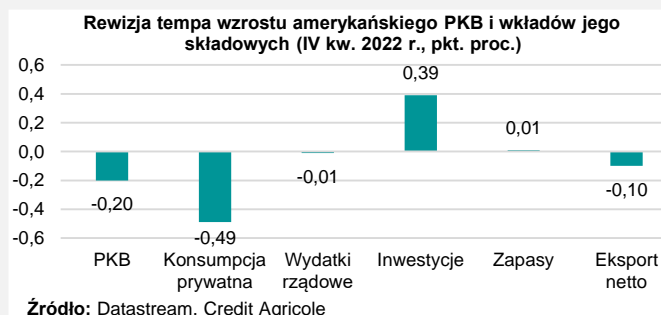
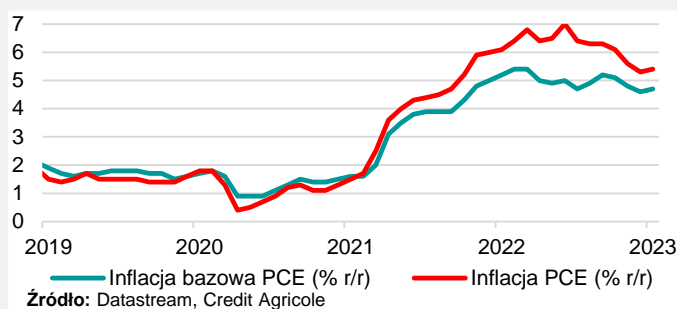
Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika niemieckiego PKB zmniejszyła się w IV kw. do -0,4% wobec 0,5% w III kw. (0,3% r/r w IV kw. wobec 1,3% w III kw.), kształtując się poniżej wstępnego szacunku (-0,2% kw/kw i 0,5% r/r). Najważniejszą przyczyną zmniejszenia dynamiki PKB



między III kw. a IV kw. były niższe wkłady konsumpcji prywatnej oraz inwestycji. Jednocześnie głównym źródłem wzrostu gospodarczego w IV kw. był przyrost zapasów, podczas gdy w III kw. były to ex aequo konsumpcja prywatna oraz inwestycje. Ze względu na niską bazę dane stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w Niemczech zwiększy się w I kw. do 0,1%.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały *Minutes* z lutowego posiedzenia FOMC. Zgodnie z zapisem dyskusji przeważająca większość członków FOMC opowiedziała się za obniżeniem tempa podwyżek stóp procentowych z 50pb w styczniu do 25pb w lutym, choć kilku członków FOMC wolałoby utrzymać dotychczasowe tempo podwyżek. Jednocześnie wszyscy członkowie FOMC są zgodni, że konieczne będą dalsze podwyżki stóp procentowych aby odzyskać kontrolę nad inflacją. Członkowie FOMC wyrażają pogląd, że wstrzymanie podwyżek stóp procentowych stwarzałoby ryzyko, że oczekiwania inflacyjne pozostaną „odkotwiczone”. Ponadto, uważają oni, że restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej będzie konieczne dopóki inflacja nie znajdzie się na zrównoważonej ścieżce powrotu do celu inflacyjnego, co zajmie jeszcze trochę czasu. Treść *Minutes* jest spójna z naszym scenariuszem zgodnie z którym Fed dokona jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych po 25pb (w marcu i w maju) i zakończy cykl podwyżek z docelowym przedziałem wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wynoszącym [5,00%, 5,25%].

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja PCE zwiększyła się w styczniu do 5,4% r/r wobec 5,3% w grudniu. Wzrost został odnotowany również w przypadku inflacji bazowej PCE (4,7% wobec 4,6%), co wskazuje na utrzymującą się silną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również drugi szacunek amerykańskiego PKB w IV kw., zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego jego tempo wzrostu zostało zrewidowane w dół do 2,7% wobec 2,9% w pierwszym szacunku. Na rewizję tempa wzrostu PKB złożyły się niższe wkłady

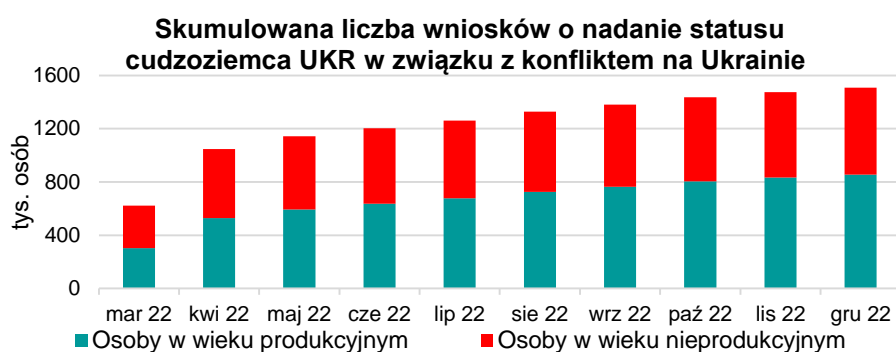


konsumpcji prywatnej i eksportu netto oraz wyższy wkład inwestycji. Jednocześnie drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB w IV kw. był przyrost zapasów, podczas gdy w III kw. był to eksport netto. Na obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,0 mln w lutym)

wobec 4,03 mln w styczniu) oraz sprzedaży nowych domów (670 tys. wobec 625 tys.). Poprawę nastrojów amerykańskich konsumentów potwierdził z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan (67,0 pkt. w styczniu wobec 64,9 pkt. w styczniu i 66,4 pkt. we wstępnym szacunku). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA spowolni w I kw. 2023 r. do 0,6%.

Czy napływ uchodźców z Ukrainy podbił konsumpcję w 2022 r.?

W ubiegłym tygodniu minął rok od wybuchu wojny w Ukrainie. Wśród licznych konsekwencji gospodarczych tego konfliktu szczególnie istotną jest napływ uchodźców do Polski. Poniżej analizujemy w jakiej skali oddziaływał on w kierunku wzrostu konsumpcji i PKB w 2022 r.



Źródło: dane.gov.pl, Credit Agricole

Precyzyjna ocena liczby uchodźców przebywających w Polsce jest utrudniona. Pewnym przybliżeniem wielkości tej populacji jest skumulowana liczba zarejestrowanych wniosków o nadanie statusu „cudzoziemca UKR” w związku z konfliktem na Ukrainie (por. wykres). Zgodnie z tymi danymi, pod koniec 2022 r. w Polsce przebywało ok. 1,5 mln

uchodźców z Ukrainy. Należy jednak pamiętać, że miara ta nie jest precyzyjna. Z jednej strony nie wszyscy uchodźcy złożyli powyższy wniosek, a z drugiej część z wnioskodawców opuściła już w międzyczasie terytorium Polski. Zgodnie z informacjami podanymi przez wiceprezesa PFR, B. Marczuka liczba uchodźców przebywających w Polsce na koniec 2022 r. wynosiła 950 tys. Na podstawie dostępnych informacji medialnych uważamy, że po etapie dynamicznego napływu Ukraińców do Polski po wybuchu wojny, w II poł. ub. r. miała miejsce fala odpływu uchodźców z Polski. Tym samym szacujemy, że w okresie marzec-grudzień 2022 r. w Polsce przebywało przeciętnie ok. miliona uchodźców. Dane dotyczące wspomnianych wyżej wniosków są dostępne w podziale na osoby w wieku produkcyjnym, a więc dla osób w wieku 15-65 lat (856 tys. na koniec 2022 r.) i nieprodukcyjnym (651 tys.). Na potrzeby naszej analizy przyjmujemy założenie, że odsetek uchodźców w wieku produkcyjnym wyniósł przeciętnie 55% w 2022 r. W dalszej części tekstu, pisząc o Ukraińcach mamy na myśli tylko uchodźców, którzy przybyli do Polski po wybuchu w wojny, pomijamy natomiast imigrantów, którzy już wcześniej zamieszkali w Polsce.

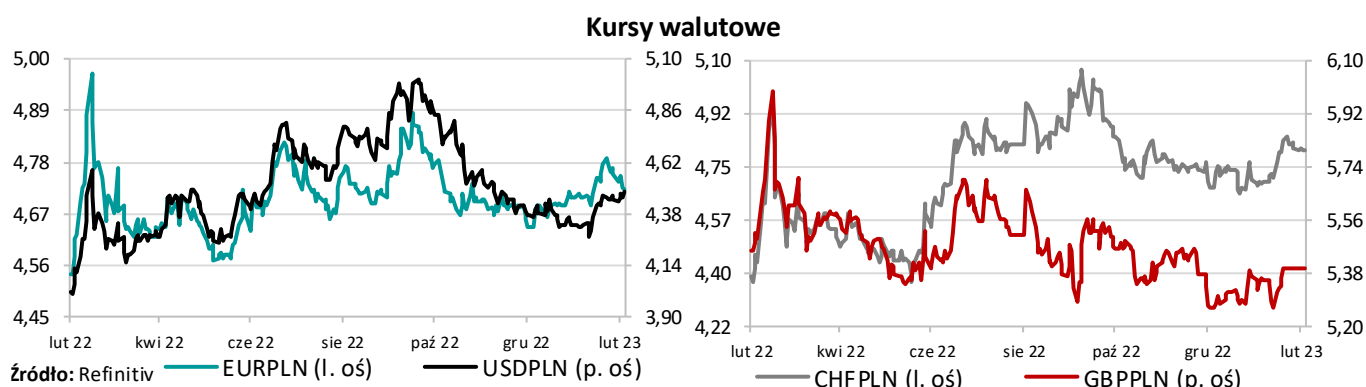
Wpływ napływu Ukraińców na konsumpcję i PKB analizujemy poprzez kanał popytowy - w jakim stopniu spożycie realizowane przez te osoby podbiło wspomniane agregaty makroekonomiczne. Konsumpcję uchodźców możemy oszacować na dwa sposoby – od strony wydatkowej i od strony jej finansowania. W celu oszacowania miesięcznej konsumpcji realizowanej przez przeciętnego uchodźcę posłużyliśmy się wynikami badania budżetów gospodarstw domowych z 2021 r. Z uwagi na trudną sytuację życiową zakładamy, że konsumpcja przeciętnego Ukraińca będzie niższa niż wydatki przeciętnego Polaka. Dlatego jako punkt odniesienia przyjęliśmy wydatki przeciętnego Polaka z trzeciej grupy kwintylowej (czyli osoby, której dochód jest nie wyższy niż 60% Polaków osiągających najniższe dochody i nie niższy niż 40% najgorzej zarabiających). Następnie wartość znaną z badania w 2021 r. skorygowaliśmy o inflację odnotowaną w 2022 r. otrzymując kwotę 1293 zł miesięcznie. Ta szacowana wielkość popytu uwzględnia również pomoc materialną ze strony polskich obywateli, gdyż jest ona przybliżeniem całkowitej konsumpcji uchodźców, a nie tylko wydatków poniesionych bezpośrednio przez nich. Zakładając, że

konsumpcja w takiej wysokości była realizowana przez uchodźców przez 10 miesięcy, to łączna kwota dodatkowego popytu wygenerowanego przez napływ uchodźców wyniosła 13,4 mld zł w 2022 r.

Dodatkowy popyt ze strony uchodźców z Ukrainy można również oszacować od strony źródeł jej finansowania. Uchodźcy byli uprawnieni do pobierania świadczeń społecznych, m.in. w ramach programu Rodzina 500+, jednorazowego świadczenia 300 zł, rodzinnego kapitału opiekuńczego, zasiłku rodzinnego. Na podstawie dostępnych danych dotyczących liczby beneficjentów poszczególnych programów szacujemy, że łączna wartość świadczeń społecznych pobieranych przez uchodźców w 2022 r. wyniosła 2,3 mld zł. Ponadto, zgodnie z badaniem firmy Deloitte, szacunkowy wskaźnik zatrudnienia wśród uchodźców z Ukrainy w Polsce po pierwszych 5 miesiącach od wybuchu wojny wyniósł 30%. W naszej analizie przyjmujemy założenie, że 40% uchodźców w wieku produkcyjnym, czyli około 227 tys. osób, znalazło zatrudnienie w Polsce. Zakładamy również, że pracujący uchodźcy zarabiali przez 10 miesięcy 2022 r. przeciętnie płacę minimalną (tj. 2364 zł netto miesięcznie). Kolejnym źródłem finansowania konsumpcji uchodźców była pomoc materialna ze strony Polaków. Trudno jest dokładnie obliczyć jej wielkość. Na podstawie wybranych badań ankietowych wspomniane wsparcie można szacować na ok. 10 mld zł. Sumując te trzy źródła finansowania (świadczenia społeczne, pracę zarobkową i prywatną pomoc obywateli) uzyskujemy kwotę 17,6 mld zł. Warto zwrócić uwagę, że ta wartość jest zbliżona do dodatkowego popytu ze strony Ukraińców szacowanego powyżej na podstawie ich konsumpcji.

Biorąc pod uwagę przedstawione wyżej szacunki, wartość dodatkowego popytu generowanego przez uchodźców z Ukrainy w 2022 r. szacujemy w zakresie 13,4-17,6 mld zł. Zgodnie z naszymi obliczeniami oddziaływał on w kierunku zwiększenia dynamiki konsumpcji o 0,8-1,0 pkt. proc. w 2022 r. Uważamy, że w dominującym stopniu towary konsumowane przez uchodźców pochodziły z produkcji krajowej (żywność, produkty pierwszej potrzeby), a w dużo mniejszym z importu (np. sprzęt elektroniczny, AGD). Zakładając o połowę mniejszą importochłonność konsumpcji uchodźców niż populacji Polaków uważamy, że zwiększone spożycie Ukraińców przyczyniło się do zwiększenia tempa wzrostu PKB o 0,4-0,5 pkt. proc. średniorocznie w 2022 r. Te szacunki obarczone są dużą niepewnością. Przykładowo mogą one z jednej strony nie doszacowywać skali odpływu uchodźców do innych krajów. Z drugiej strony skala pomocy materialnej ze strony Polaków mogła zostać przez nas zaniżona. Niemniej jednak popyt ten był ważnym czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia gospodarczego w ub. r.

Dane o PMI w polskim przetwórstwie neutralne dla kursu złotego

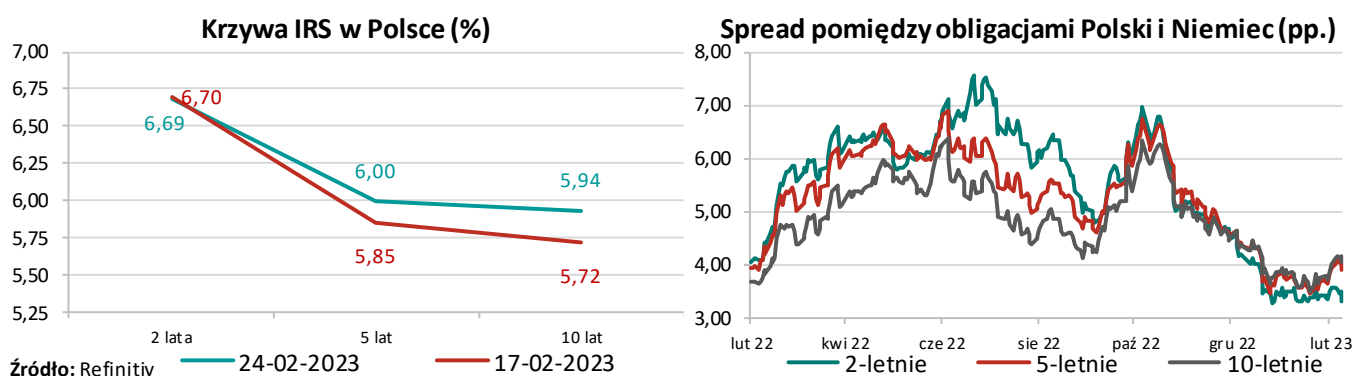


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,7215 (umocnienie złotego o 0,7%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym, czemu sprzyjało zmniejszanie światowej awersji do ryzyka odzwierciedlonej w obniżeniu indeksu VIX. Opublikowane w ubiegłym tygodniu liczne dane z krajowej gospodarki nie miały istotnego wpływu na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu obserwowane było również umocnienie dolara względem euro. Obniżeniu kursu EURUSD sprzyjała publikacja wyższych od oczekiwań danych o inflacji PCE w USA, która nasiliła oczekiwania części inwestorów na dalsze podwyżki stóp procentowych przez Fed.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą publikacje indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa (środa) oraz wstępnego szacunku inflacji w strefie euro (czwartek). Naszym zdaniem będą one jednak neutralne dla kursu złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Wstępne dane o inflacji w strefie euro w centrum uwagi



Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 6,69 (spadek o 1pb), 5-letnie zwiększyły się do 6,00 (wzrost o 15pb), a 10-letnie do 5,94 (wzrost o 22pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wypłaszczenia krzywej dochodowości. Wskazuje to, że wśród inwestorów nasilają się obawy o to, że proces dezinflacji w światowej gospodarce będzie powolny, co oznacza wzrost prawdopodobieństwa utrzymywania stóp procentowych przez główne banki centralne na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas. Liczne publikacje danych dotyczących polskiej gospodarki nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi będą publikacje indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa (środa) oraz wstępnego szacunku inflacji w strefie euro (czwartek), choć nie spotkają się one naszym zdaniem z reakcją rynku. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe dane dotyczące polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Ważnym czynnikiem wpływającym na krzywą dochodowości pozostaną informacje dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Kurs EURPLN*	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,72
Kurs USDPLN*	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,48
Kurs CHFPLN*	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,80
Inflacja CPI (r/r, %)	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	17,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,4	1,0	2,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	21,1	20,4	18,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	
Saldo ROB (mln EUR)	-1091	-2032	-4206	-2834	-1078	-499	-1206	-2743	-1839	-597	313	-2526		
Eksport (r/r, % EUR)	27,4	20,3	11,9	17,6	26,8	21,5	20,3	27,6	26,5	24,4	25,2	11,5		
Import (r/r, % EUR)	38,7	29,7	31,4	36,0	32,7	27,1	21,8	29,4	30,1	25,3	20,3	12,1		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,6	2,0	-0,8	0,2	2,4	2,9	4,9	1,2	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	6,7	6,4	0,9	-1,5	-2,0	-1,0	0,5	2,0	3,0	-0,2	3,0	
Inwestycje (% r/r)	4,7	6,6	2,0	5,1	-0,5	0,2	1,4	2,6	4,6	1,2	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	4,2	5,2	6,9	4,0	3,5	2,0	3,5	4,8	5,1	3,4	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,4	6,9	6,0	2,6	2,0	0,0	2,5	4,0	6,0	2,1	4,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,6	0,5	-0,8	-1,2	-0,6	0,3	1,0	1,7	-0,1	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,0	0,3	1,1	-0,1	0,0	0,2	0,6	0,8	0,2	0,7
	Eksport netto (pp.)	-2,7	-0,7	0,6	0,8	0,9	1,3	0,6	0,5	-0,4	0,8	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,7	-3,5	-3,5	-4,0	-3,9	-3,8	-3,7	-3,6	-4,0	-3,6	-3,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,2	5,6	5,4	5,3	5,5	5,2	5,5	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	-0,9	0,3	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	0,6	-0,4	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	14,0	12,8	11,4	9,9	12,1	12,0	7,5	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	17,3	17,3	13,0	10,6	7,3	14,3	12,1	4,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,02	6,88	6,88	6,88	6,88	7,02	6,88	5,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	5,75	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,69	4,78	4,73	4,70	4,65	4,69	4,65	4,50	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,55	4,42	4,31	4,23	4,38	4,23	4,29	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 27.02.2023 r.							
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Styczeń	4,1			3,9
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Luty	0,69			
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Styczeń	5,6			-4,0
Wtorek 28.02.2023 r.							
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	3,6	2,0	2,0	
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Grudzień	-0,5			
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Luty	44,3			45,0
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Luty	-11,0			
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	107,1			108,2
Środa 01.03.2023 r.							
2:30	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Luty	50,1			50,7
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	49,2			51,3
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	47,5	48,2	48,0	
9:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	3,2			
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	46,5	46,5	46,5	
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	48,5	48,5	48,5	
13:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	9,2			8,6
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	47,8			
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	47,4			48,0
Czwartek 02.03.2023 r.							
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	8,6			8,2
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	6,6			6,6
Piątek 03.03.2023 r.							
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Styczeń	10,0			11,0
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Luty	53,0	53,0	53,0	
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Luty	52,3	52,3	52,3	
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	24,6			
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Luty	55,2			54,5

* 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