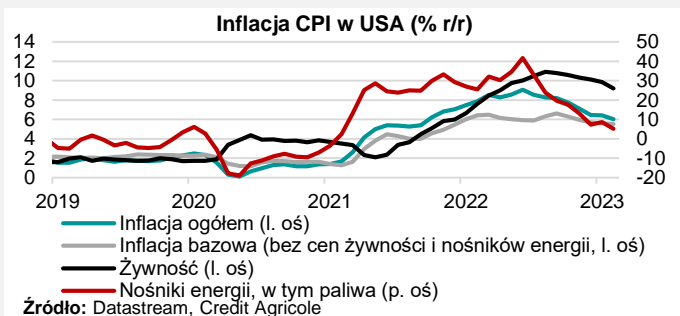
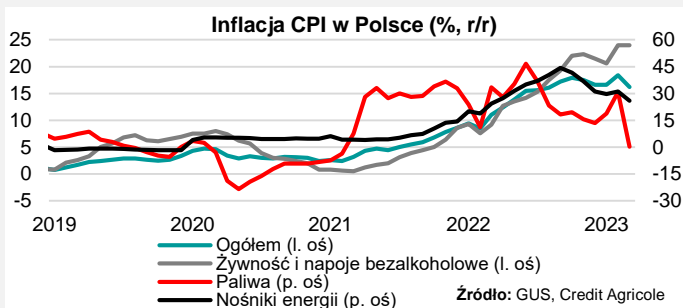


## W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środe publikacja *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC.** Istotnym elementem *Minutes* będą informacje na temat różnic w oczekiwaniach poszczególnych członków Fed dotyczących tempa zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. Podczas konferencji prasowej po marcowym posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell dał do zrozumienia, że determinacja Fed w sprowadzaniu inflacji do celu inflacyjnego jest bezwarunkowa. Nawiązał również do problemów z płynnością kilku amerykańskich banków i stwierdził, że mogą one prowadzić do zaostrzenia polityki kredytowej amerykańskiego sektora bankowego, co w jego ocenie mogłoby być substytutem kolejnych podwyżek stóp procentowych. Należy jednak zaznaczyć, że z uwagi na zmniejszenie się obaw o stabilność sektora bankowego od czasu marcowego posiedzenia FOMC, poglądy niektórych członków przedstawione w *Minutes* mogły się częściowo zdezaktualizować. Niemniej jednak uważamy, że publikacja *Minutes* będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.
- W środe i w piątek poznamy istotne dane z USA.** Naszym zdaniem inflacja ogółem zmniejszyła się w marcu do 5,1% r/r wobec 6,0% w lutym, do czego przyczynił się spadek inflacji bazowej i dynamiki cen paliw. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła -0,4% m/m. Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku sprzedaży jest wyczerpywanie się wymuszonych oszczędności nagromadzonych w trakcie pandemii materializujące się w warunkach wysokiego wzrostu cen, co obniża siłę nabywczą konsumentów. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w marcu o 0,3% m/m wobec stabilizacji w lutym, co będzie spójne ze wzrostem indeksu PMI dla amerykańskiego przetwórstwa w marcu. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Oczekujemy jego stabilizacji (63,0 pkt. w kwietniu wobec 62,0 pkt. w marcu). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku poprawy nastrojów gospodarstw domowych jest osłabienie obaw o stabilność sektora bankowego w USA. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz dane z USA nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- W czwartek opublikowane zostaną dane nt. handlu zagranicznego w Chinach.** Oczekujemy, że saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w marcu do 46,5 mld USD wobec 116,9 mld USD w okresie styczeń-luty. Prognozujemy spadek dynamiki eksportu do -8,0% r/r w marcu wobec -6,8% w okresie styczeń-luty, co będzie spójne ze spadkiem składowej indeksu Caixin PMI dla przetwórstwa dotyczącej nowych zamówień eksportowych. Oczekujemy, że dynamika importu obniży się do -10,5% r/r w marcu wobec -10,2% w okresie styczeń-luty wskazując na lekkie osłabienie popytu krajowego w Chinach. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.
- W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lutym.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do -408 mln EUR wobec 1429 mln EUR w styczniu, będącego wynikiem przede wszystkim mniejszego salda obrotów handlowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła nieznacznie z 10,8% r/r w styczniu do 11,0% w lutym, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 3,1% r/r do 5,0%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

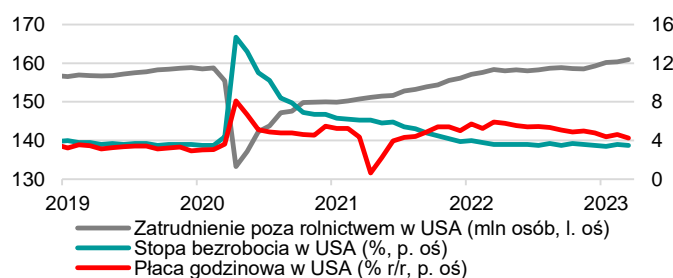


W piątek opublikowane zostaną finalne dane o marcowej inflacji w Polsce. Oczekujemy, że roczna dynamika cen ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniosła 16,2% r/r wobec się do 18,4% w lutym. W kierunku spadku inflacji oddziaływały niższe dynamiki cen paliw i nośników energii. Publikacja danych o inflacji będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



## W zeszłym tygodniu

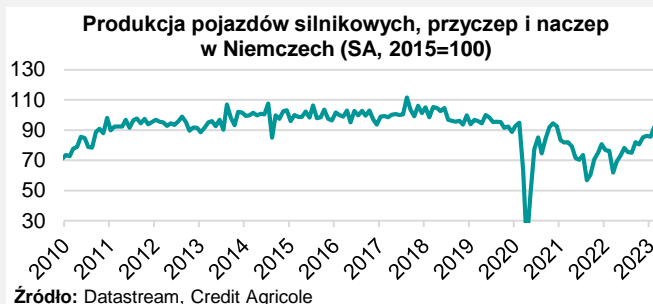
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w marcu o 236 tys. wobec wzrostu o 326 tys. w lutym (rewizja w górę z 311 tys.) i ukształtowało się lekko poniżej oczekiwań rynku (240 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia



odnotowano w turystyce i rekreacji (+72,0 tys.), oświacie i służbie zdrowia (+65,0 tys.) oraz w sektorze rządowym (+47,0 tys.). Z kolei najsilniejszy spadek zatrudnienia miał miejsce w handlu detalicznym (-14,6 tys.) i budownictwie (-9,0 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w marcu do 3,5% wobec 3,6% w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (3,6%), co nastąpiło mimo wzrostu współczynnika aktywności zawodowej (62,6% w marcu wobec 62,5% w lutym). Jednocześnie dynamika wynagrodzenia godzinowego zmniejszyła się w marcu do 4,2% r/r wobec 4,6% w lutym (najniższy poziom od czerwca 2021 r.), kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (4,3%), co wskazuje na słabnącą presję płacową w amerykańskiej gospodarce. Dane z amerykańskiego rynku pracy stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Fed podniesie stopy procentowe jeszcze o 25pb w maju, a tym samym docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [5,00%, 5,25%]. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie sytuacji w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zmniejszył się w marcu do 46,3 pkt. wobec 47,7 pkt. w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (47,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów składowej dla nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów oraz czasu dostaw, podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla bieżącej produkcji. Warto zauważyć, że w marcu składowa dla cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji spadła ponownie poniżej granicy 50 pkt., co wskazuje na słabnącą presję kosztową w amerykańskim przetwórstwie. Spadek odnotował również indeks ISM dla usług, który zmniejszył się w marcu do 51,2 pkt. wobec 55,1 pkt. w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (54,5 pkt.). Jego obniżenie wynikało z niższych wkładów wszystkich 4 jego składowych: dla nowych zamówień, aktywności biznesowej w usługach, zatrudnienia oraz czasu dostaw. Podobnie jak w przypadku przetwórstwa, w marcu doszło do dalszego, silnego spadku indeksu dla cen dóbr pośrednich do najniższego poziomu od lipca 2020 r. Warto jednak zauważyć, że nadal znajduje się on wyraźnie powyżej granicy 50 pkt. Wskazuje to, że presja kosztowa w usługach pozostaje silniejsza niż w przetwórstwie, co wynika z silniejszego popytu w tym sektorze. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA spowolniło w I kw. 2023 r. do 2,1% wobec 2,7% w IV kw. 2022 r.

▬ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Dynamika zamówień w przetwórstwie zwiększyła się w lutym do 4,8% m/m wobec 0,5% w styczniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,3%). Wyższe tempo wzrostu zamówień wynikało ze zwiększenia dynamiki

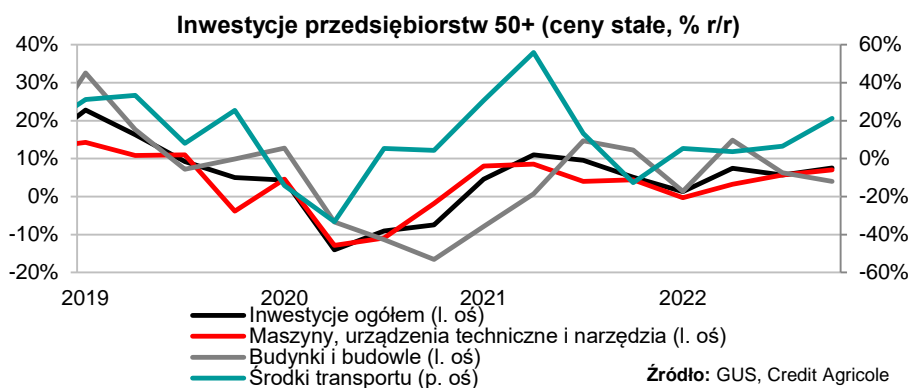
zamówień krajowych, podczas gdy dynamika zamówień zagranicznych nieznacznie obniżyła się, choć pozostała dodatnia. Wzrost zamówień zagranicznych był efektem zarówno wyższych zamówień z krajów strefy euro, jak i z krajów spoza obszaru wspólnej waluty. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane dotyczące produkcji przemysłowej, której dynamika zmniejszyła się w lutym do 2,0% m/m wobec 3,7% w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku. W kierunku obniżenia tempa wzrostu produkcji przemysłowej oddziaływała jej niższa dynamika w energetyce i w budownictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miało jej zwiększenie w przetwórstwie. W ujęciu sektorowym na uwagę zasługują kolejne oznaki ożywienia w branży chemicznej, gdzie aktywność w ostatnich miesiącach została silnie obniżona z uwagi na wysokie ceny gazu i energii. Obserwowany jest również dalszy, silny wzrost aktywności w branży motoryzacyjnej, wspierany przez większą dostępność dóbr pośrednich i krótsze czasy dostaw. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. bilansu handlu zagranicznego w Niemczech, którego saldo nie zmieniło się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosło 16,0 mld EUR. Jednocześnie w lutym odnotowano wzrost zarówno dynamiki importu (4,6% m/m w lutym wobec -1,4% w styczniu), jak i eksportu (4,0% wobec 2,5%), co wskazuje na pierwsze sygnały ożywienia aktywności w niemieckim handlu zagranicznym. Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech wyniosła w I kw. -0,3% wobec -0,4% w IV kw.



▬ **Rada Polityki Pieniężnej podjęła na ubiegłotygodniowym posiedzeniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 6,75%).** Decyzja Rady była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Nie stanowi ona również zaskoczenia w świetle wypowiedzi prezesa NBP i niektórych członków RPP sygnalizujących ich niechęć do zaostrzenia polityki pieniężnej, mimo uporczywie wysokiej inflacji. Rada podtrzymała swoją dotychczasową ocenę, zgodnie z którą dokonane wcześniej silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie prowadzić do obniżania się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. W tym kontekście na uwagę zasługują wyniki marcowej projekcji NBP wskazujące na długotrwałe i znacznie przekraczające horyzont oddziaływania polityki pieniężnej utrzymywanie się inflacji znacząco powyżej celu NBP (por. MAKROpuls z 08.03.2023). Sygnalizuje to, że wysoka inflacja ma dla Rady nadal znaczenie drugorzędne i głównym celem polityki pieniężnej jest niedopuszczenie do nadmiernego spowolnienia wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. W ubiegłym tygodniu odbyła się również konferencja prasowa, na której prezes NBP A. Glapiński ponownie podkreślił, że RPP nie zakończyła jeszcze cyklu podwyżek stóp procentowych. Zapewnił, że jest ona gotowa podwyższyć stopy procentowe, jeśli inflacja nie będzie spadała w kierunku celu inflacyjnego. Jednocześnie zaznaczył, że rozpoczął się „gwałtowny ruch w dół inflacji”, co jest spójne z marcową projekcją NBP. Warto odnotować, że prezes Glapiński nieco ostrożniej wypowiadał się na temat możliwego terminu pierwszej obniżki stóp procentowych. Podczas gdy miesiąc temu twierdził, że może być to już IV kw. br., to w ubiegłym tygodniu nie wskazał już żadnego konkretnego terminu mówiąc, że nastąpi ona „w pewnym momencie”. Komunikat po posiedzeniu RPP, a także wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym do końca 2023 r. stopy procentowe NBP nie ulegną zmianie.

## Silny wzrost wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych

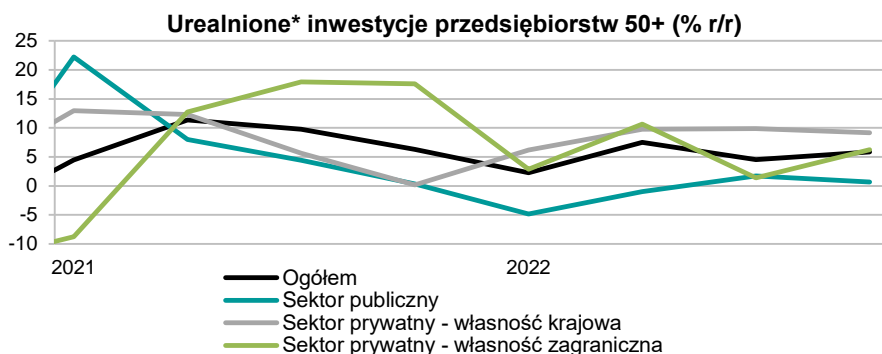
Zgodnie z danymi opublikowanymi przez GUS realna dynamika inwestycji przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zwiększyła się w IV kw. 2022 r. do 7,6% r/r wobec 5,7% w III kw. Wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw 50+ był pozytywną niespodzianką i głównym czynnikiem odpowiadającym za ukształtowanie się tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w całej gospodarce powyżej oczekiwań w IV kw. 2022 r. Poniżej analizujemy główne tendencje w ramach aktywności inwestycyjnej średnich i dużych przedsiębiorstw.



Wzrost realnej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw wynikał głównie z wyższych wkładów inwestycji w kategoriach „maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia” oraz „środki transportu”. Z drugiej strony czynnikiem hamującym wzrost nakładów ogółem była kategoria „budynki i budowle”. W tym kontekście pojawia się pytanie, czy tendencje odnotowane w IV kw.

były początkiem ożywienia inwestycyjnego, czy też zwiększenie inwestycji w niektórych branżach miało raczej charakter przejściowy. Według danych GUS, odsezonowane wykorzystanie mocy wytwórczych w przetwórstwie wyniosło w I kw. 77,6% wobec 77,8% w IV kw. i było najniższe od III kw. 2020 r. Oznacza to, że obecnie firmy nie zderzają się z barierą w postaci wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych, która w przeszłości była głównym czynnikiem skłaniającym firmy do zwiększenia nakładów inwestycyjnych.

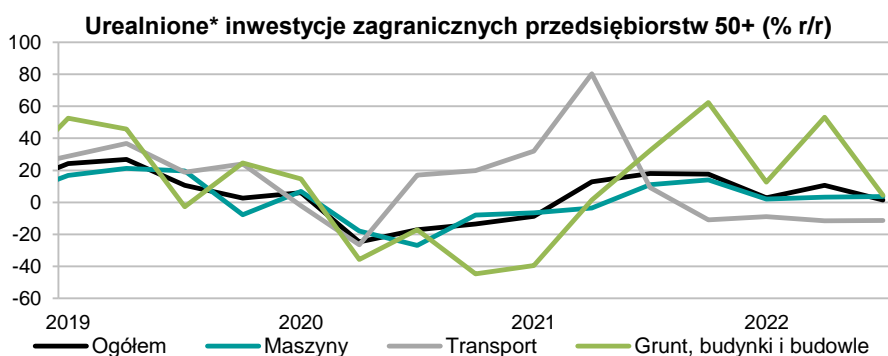
Poza przytoczonymi powyżej danymi, pozostałe informacje nt. inwestycji podawane są w ujęciu nominalnym (tj. w cenach bieżących), a nie realnym (tj. cenach stałych). Z uwagi na odnotowywany obecnie szybki wzrost cen nakładów inwestycyjnych takie ujęcie utrudnia wnioskowanie nt. tendencji w aktywności inwestycyjnej. Tym samym samodzielnie urealniliśmy (przekształciliśmy) surowe dane nominalne na realne z użyciem deflatora dla inwestycji ogółem. Takie podejście jest pewnym przybliżeniem, jednak lepiej oddaje rzeczywistą sytuację, niż wnioskowanie na podstawie danych nominalnych. Analizując tendencje w poszczególnych branżach, ożywienie realnych inwestycji w IV kw. zmaterializowało się głównie dzięki wyższemu wkładowi (o 1,6 pkt. proc.) w grupie przedsiębiorstw zajmujących się „wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę”, co jednak było po części powiązane z efektem niskiej bazy sprzed roku. Branżami dynamizującymi wzrost inwestycji przedsiębiorstw ogółem pomiędzy III i IV kw. 2022 r. były również usługi (o 1,0 pkt. proc.) i budownictwo (0,4 pkt.). Z kolei w przetwórstwie, górnictwie i dostawie wody odnotowano spowolnienie wzrostu inwestycji.



Źródło: PONT Info, Credit Agricole \*deflatorem dla inwestycji firm 50+ ogółem

poszczególne działy gospodarki. Zgodnie z danymi PONT Info, do wzrostu dynamiki przedsiębiorstw 50+ w IV kw. ub. r. przyczyniło się ożywienie inwestycji firm prywatnych zagranicznych. Jednocześnie wkłady inwestycji przedsiębiorstw kontrolowanych przez jednostki sektora publicznego (firmy z dominującym udziałem tego sektora w kapitale przedsiębiorstwa) i krajowych przedsiębiorstw prywatnych nieznacznie zmniejszyły się pomiędzy III kw. i IV kw. ub. r. Warto zwrócić uwagę, że aktywność inwestycyjna krajowych firmach prywatnych nadal była wysoka (roczne tempo wzrostu powyżej 9% w okresie II kw. – IV kw. 2022 r.), jednak nie była czynnikiem dynamizującym wzrost inwestycji ogółem.

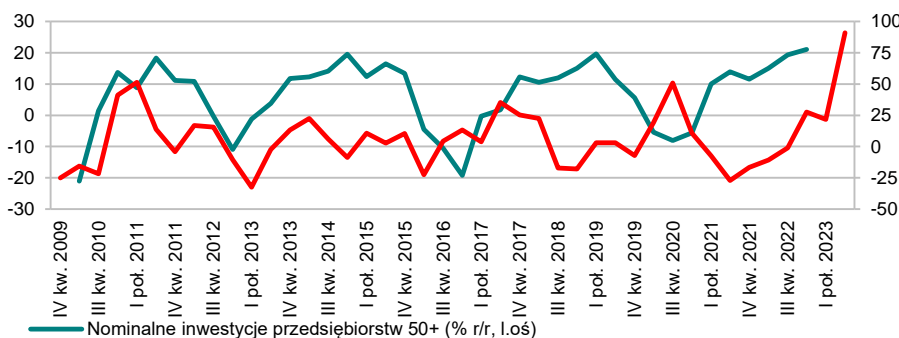
Ocena tendencji wzrostu inwestycji wymaga przanalizowania wzrostu nakładów na środki trwałe według formy własności przedsiębiorstw. W tym celu posłużyliśmy się danymi z bazy PONT Info. Informacje zawarte w bazie danych oparte są na pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach F-01 wypełnianych przez przedsiębiorstwa reprezentujące



Źródło: PONT Info, Credit Agricole \*deflatorem dla analogicznej kategorii inwestycji firm 50+ ogółem

W kontekście inwestycji firm zagranicznych istotne są tendencje w zakresie nakładów na grunty, budynki i budowle. W MAKROmapach z 21.02.2022 i 14.03.2022 zwracaliśmy uwagę na proces geograficznej reorientacji procesu produkcji przez globalne przedsiębiorstwa europejskie, m.in. w celu zwiększenia bezpieczeństwa łańcuchów dostaw po wybuchu pandemii COVID-19. Reorientacja ta była korzystna dla polskich przedsiębiorstw, które zwiększyły sprzedaż do dotychczasowych klientów lub nowych odbiorców, np. poprzez częściowe przejmowanie roli dostawcy komponentów/materiałów od przedsiębiorstw zlokalizowanych dotychczas w innych krajach. Z takimi procesami powinny być powiązane znaczące inwestycje na zakup gruntów, tworzenie przestrzeni magazynowe budowę fabryk. Taka tendencja rzeczywiście była widoczna w przypadku inwestycji firm zagranicznych 50+ w kategorii „grunt, budynki i budowle”. W okresie III kw. 2021 r. – II kw. 2022 r. zwiększały się one w tempie kilkudziesięciu procent rocznie. W III kw. ub. r. widoczne jest wyraźne spowolnienie tempa wzrostu w tej kategorii. Trudno jednoznacznie stwierdzić jak nakłady te kształtowały się w IV kw. (na razie nie dysponujemy tymi danymi). Z jednej strony, dotychczas poniesione nakłady mogły okazać się wystarczające do obsługi nowych strumieni zamówień. Z drugiej strony, trwająca wojna w Ukrainie mogła przyczynić się do nasilenia reorientacji w łańcuchach dostaw. W tym kontekście należy również wspomnieć, że Polska pozostaje atrakcyjną lokalizacją dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Zgodnie z raportem Refinitiv, Polska była najczęściej wskazywanym przez europejskie przedsiębiorstwa krajem jako lokalizacja dla sourcingu, nearshoringu i reshoringu (w ankiecie zadawano pytanie o atrakcyjność danej lokalizacji w zakresie przeniesienia procesu produkcji bliżej docelowego rynku zbytu).

W kontekście inwestycji firm zagranicznych istotne są tendencje w zakresie nakładów na grunty, budynki i budowle. W MAKROmapach z 21.02.2022 i 14.03.2022 zwracaliśmy uwagę na proces geograficznej reorientacji procesu produkcji przez globalne przedsiębiorstwa europejskie, m.in. w celu zwiększenia bezpieczeństwa łańcuchów dostaw po wybuchu

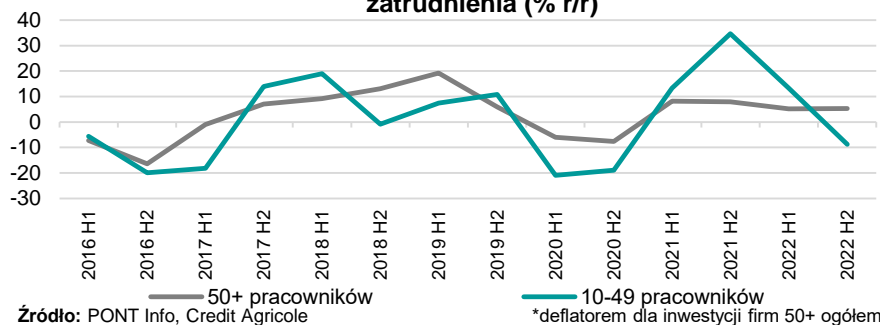


Źródło: GUS, Credit Agricole

Wskaźnikiem, który jest pomocny w ocenie przyszłych tendencji w zakresie nakładów inwestycyjnych firm jest tzw. łączna wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych. Jest to wartość nakładów na środki trwałe rozpoczynanych w okresie sprawozdawczym wynikająca z dokumentacji projektowo-kosztorysowej. Na podstawie

historycznych danych można zauważyć, że dynamika wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych wyprzedzała zmiany w kształtowaniu się tempa wzrostu inwestycji przedsiębiorstw 50+ o około dwa trzy kwartały. Należy jednak pamiętać, że zależność ta osłabiła się w ostatnich trzech latach. W IV kw. 2022 r. kosztorysowa wartość inwestycji rozpoczętych wyraźnie zwiększyła się (nominalnie o 90,9% r/r wobec i 21,8% w III kw.). Uważamy, że będzie to czynnik wspierający ożywienie w inwestycjach przedsiębiorstw w I poł. 2023 r.

#### Urealnione\* inwestycje przedsiębiorstw wg wielkości zatrudnienia (% r/r)

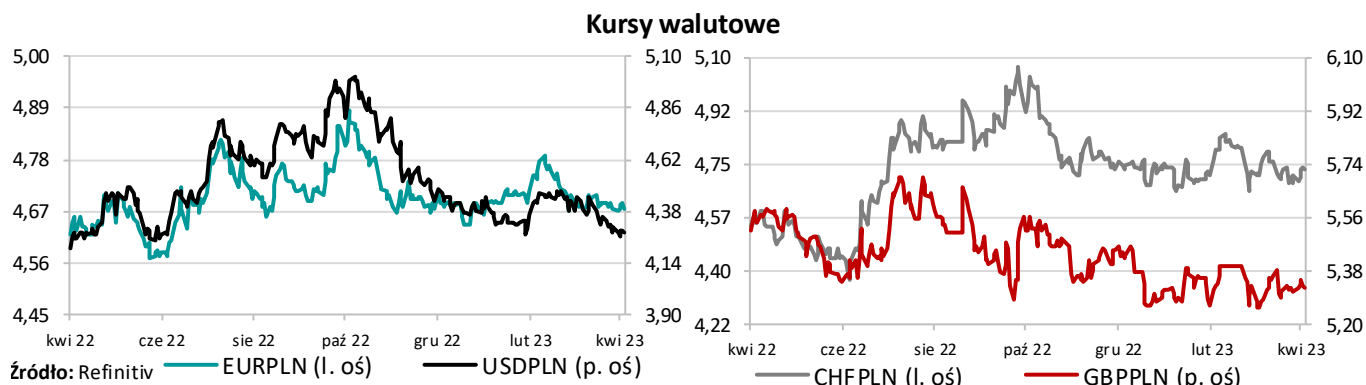


Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Niemniej jednak, widzimy dwa czynniki ryzyka dla scenariusza wyraźnego ożywienia inwestycji przedsiębiorstw w 2023 r. Po pierwsze – podwyższona niepewność dotycząca kształtowania się perspektyw gospodarczych w kraju i u głównych partnerów handlowych Polski. Po drugie, należy zwrócić uwagę, że inwestycje przedsiębiorstw w II poł.

ub. r. były napędzane głównie przez nakłady większych podmiotów (zatrudniających co najmniej 50 pracowników). Z kolei dynamika nakładów mniejszych jednostek (zatrudniających 10-49 pracowników) kształtowała się na ujemnym poziomie (-8,8% r/r w II poł. 2022 r. wobec 13,3% w I poł. 2022 r.). Choć inwestycje dużych firm stanowią ok. 2/3 całości nakładów przedsiębiorstw ogółem to powyższe dane wskazują, że klimat inwestycyjny w mniejszych podmiotach nie uległ znaczącej poprawie. Formułując taką ocenę zakładamy, że z uwagi m.in. na rosnące ceny energii aktywność inwestycyjna w mikroprzedsiębiorstwach (poniżej 10 pracowników) była jeszcze niższa niż w małych firmach (10-49).

Podsumowując, uważamy, że wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw 50+ odnotowany w IV kw. ub. r. w połączeniu z silnym wzrostem wartości kosztorysowej inwestycji stanowi lekkie ryzyko w górę dla naszej ścieżki inwestycji przedsiębiorstw ogółem w 2023 r. Dokładniejsza ocena tego ryzyka będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami badania koniunktury NBP w zakresie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, które zostaną opublikowane w kwietniu (tzw. Szybki Monitoring). Do tego czasu podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w I kw. br. dynamika inwestycji ogółem wyraźnie obniży się, a od II kw. br. będziemy mieć do czynienia z jej stopniowym wzrostem. Prognozujemy, że w całym 2023 r. zwiększą się one o 1,2% wobec wzrostu o 4,5% w 2022 r.

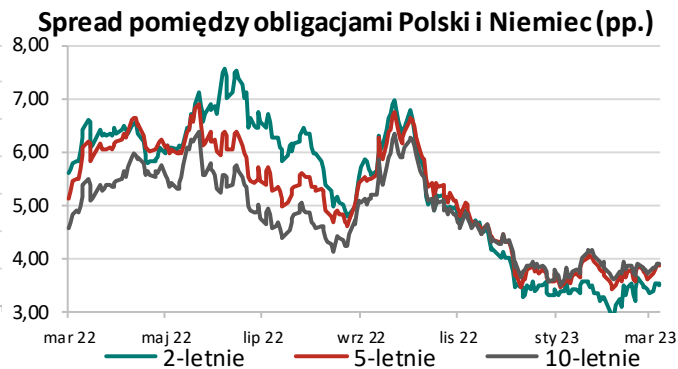
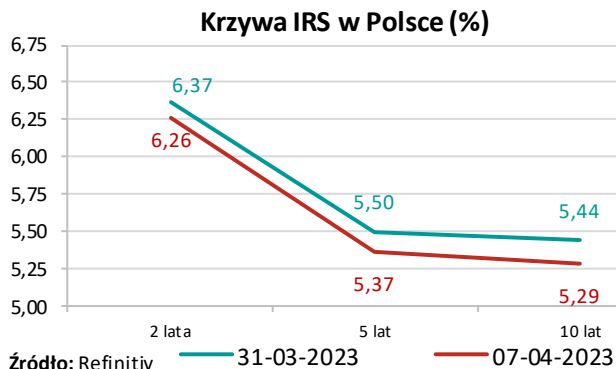

**Publikacja *Minutes* FOMC kluczowa dla kursu złotego**


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,6753 (brak zmian w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni).** W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN charakteryzował się niską na tle ostatnich tygodni zmiennością, czemu sprzyjały ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych, a także obniżona płynność z uwagi na zbliżające się święta Wielkiejnocy. Opublikowane w piątek dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA nie miały istotnego wpływu na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z dalszym, łagodnym wzrostem kursu EURUSD, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 03.04.2023). Piątkowa publikacja danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA miała ograniczony wpływ na kurs EURUSD.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z marcowego posiedzenia FOMC, która może sprzyjać jego podwyższonej zmienności. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Istotnym czynnikiem determinującym kurs polskiej waluty pozostaną informacje dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie. Ważnym czynnikiem wpływającym na kurs złotego będą również informacje dotyczące stabilności światowego systemu bankowego.

## Publikacja *Minutes* FOMC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 6,26 (spadek o 11pb), 5-letnie do 5,37 (spadek o 13pb), a 10-letnie do 5,29 (spadek o 15pb). W ubiegłym tygodniu doszło do lekkiego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Uważamy, że spadek rentowności na rynkach bazowych wynikał z korekty po ich wzroście dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 03.04.2023). Piątkowa publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy nie miała istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* FOMC, która może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze 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. Istotnym czynnikiem wpływającym na stawki IRS będą również informacje dotyczące stabilności światowego systemu bankowego.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Kurs EURPLN*	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,68
Kurs USDPLN*	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,31
Kurs CHFPLN*	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,71
Inflacja CPI (r/r, %)	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,2	16,2
Inflacja bazowa (r/r, %)	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,2	12,2
Produkcja przemysłu (r/r, %)	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,2	-0,7	-0,7
Inflacja PPI (r/r, %)	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,4	11,1	11,1
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	6,0	6,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,9	12,9
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,7	0,7
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,4
Saldo ROB (mln EUR)	-4206	-2834	-1078	-499	-1206	-2743	-1839	-597	313	-2526	-2526	-408	-408	-408
Eksport (r/r, % EUR)	11,9	17,6	26,8	21,5	20,3	27,6	26,5	24,4	25,2	11,5	11,5	11,0	11,0	11,0
Import (r/r, % EUR)	31,4	36,0	32,7	27,1	21,8	29,4	30,1	25,3	20,3	12,1	12,1	5,0	5,0	5,0

\* 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	4,9	-0,5	0,2	1,4	2,6	4,5	1,2	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	4,2	5,2	6,9	2,0	2,5	3,0	3,5	4,8	4,5	3,4	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,4	6,9	6,0	0,2	-0,5	0,1	2,5	4,0	5,5	1,5	4,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,6	0,5	-0,7	-1,2	-0,6	0,3	1,0	1,7	-0,1	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,0	0,3	1,0	-0,1	0,0	0,2	0,6	0,8	0,2	0,7
	Eksport netto (pp.)	-2,7	-0,7	0,6	0,9	0,9	1,3	0,6	0,5	-0,4	1,2	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,7	-3,5	-3,5	-3,1	-3,3	-3,2	-3,5	-3,6	-3,1	-3,6	-3,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,2	5,4	5,2	5,3	5,5	5,2	5,5	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	-0,9	0,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	0,6	-0,5	-1,0	
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	17,1	13,1	10,1	7,1	14,3	11,8	4,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,02	6,89	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	4,68	4,73	4,70	4,65	4,69	4,65	4,50	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,42	4,31	4,23	4,38	4,23	4,29	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 10.04.2023 r.</b>						
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Luty	0,2		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Luty	1,0		
<b>Wtorek 11.04.2023 r.</b>						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	-1,4		
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Marzec	1,0		
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Kwiecień	-11,1		-9,8
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	0,3		-0,8
<b>Środa 12.04.2023 r.</b>						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Marzec	0,4	0,2	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Marzec	0,5	0,4	0,4
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Marzec			
<b>Czwartek 13.04.2023 r.</b>						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Marzec	116,9	46,5	
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	0,7		1,0
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Luty</b>	<b>1429</b>	<b>-408</b>	<b>283</b>
<b>Piątek 14.04.2023 r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>18,4</b>	<b>16,2</b>	<b>16,2</b>
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Marzec	-0,4	-0,4	-0,4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Marzec	78,0		79,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,0	0,3	0,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Luty	-0,1		0,3
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Kwiecień	62,0	63,0	62,7

\* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

\*\* Konsensus Refinitiv