

## W tym tygodniu

### Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na dziś publikacja danych o styczniowej produkcji przemysłowej w Polsce.

Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 5,5% r/r wobec 1,0% w grudniu. W kierunku przyspieszenia wzrostu produkcji

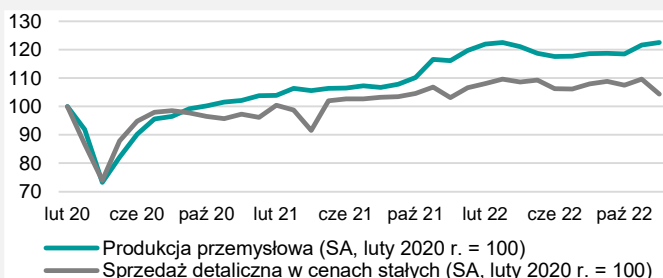
oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej konsensusu (4,3%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

### Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie wtorkowa publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce. Oczekujemy, że tempo wzrostu sprzedaży w cenach bieżących zwiększyło się do 16,2% r/r w styczniu wobec 15,5% w grudniu. W kierunku przyspieszenia wzrostu sprzedaży oddziaływała poprawa nastrojów konsumenckich. Nasza prognoza nominalnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu (19,0%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

### We wtorek opublikowane zostaną wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.

Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w lutym do 50,5 pkt. wobec 50,3 pkt. w styczniu. Tym samym byłby to już czwarty miesiąc z rzędu, w którym odnotowano poprawę koniunktury częściowo powiązaną z ustępowaniem zakłóceń w łańcuchach dostaw. Jednocześnie indeks PMI ukształtowałaby się już drugi miesiąc z rzędu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności w strefie euro. Inwestorzy oczekują także lekkiego wzrostu indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 49,3 pkt. w lutym z 48,8 pkt. w styczniu). W środę opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 91,1 pkt. w lutym z 90,2 pkt. w styczniu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.

### Na środę zaplanowana jest publikacja *Minutes* z lutowego posiedzenia FOMC. Istotnym elementem *Minutes* będą informacje na temat różnic w oczekiwaniach poszczególnych członków Fed dotyczących tempa zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. W trakcie konferencji po lutowym posiedzeniu FOMC J. Powell stwierdził, że Fed spodziewa się jeszcze paru podwyżek stóp procentowych. Ponadto, zgodnie z lutowym komunikatem, członkowie FOMC nadal uważają, że ryzyko zbyt małej skali podwyżek stóp procentowych w USA jest nadal wyższe niż ryzyko zbyt silnego zacieśnienia polityki pieniężnej, a w konsekwencji dalsze podwyżki stóp procentowych wydają się być odpowiednie. Należy jednak zauważyć, że z uwagi na wyższe od oczekiwań dane o inflacji, sprzedaży detalicznej i zatrudnieniu, które zostały opublikowane po lutowym posiedzeniu FOMC, poglądy niektórych członków przedstawione w *Minutes* mogły się częściowo zdezaktualizować. Uważamy, że publikacja *Minutes* będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.



Źródło: GUS, Credit Agricole



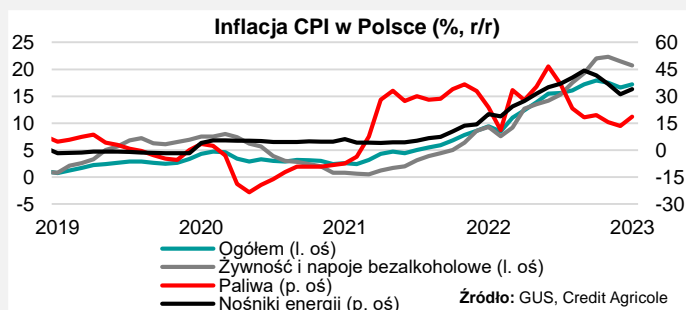
Źródło: Markit, Credit Agricole

\*im niższa wartość indeksu tym większe nasilenie problemu

- ▮ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Na czwartek zaplanowana jest publikacja drugiego szacunku PKB w IV kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB nie zostało zrewidowane w porównaniu do drugiego szacunku i wyniosło 2,9%. Prognozujemy, że inflacja PCE ogółem zmniejszyła się do 4,9% w styczniu z 5,0% w grudniu przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 4,3% r/r z 4,4%. Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (613 tys. w styczniu wobec 616 tys. w grudniu) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,08 mln wobec 4,12 mln) wskażą na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (66,4 pkt. w lutym wobec 64,9 pkt. w styczniu) na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych związaną m.in. ze spadkiem inflacji. Naszym zdaniem publikacje danych z USA pozostaną w cieniu publikacji *Minutes* FOMC i będą neutralne dla rynków finansowych.
- ▮ **W poniedziałek opublikowane zostaną styczniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** GUS przeprowadzi coroczną rewizję liczby pracowników zatrudnionych w mikroprzedsiębiorstwach (firmy zatrudniające poniżej 10 osób), co zaowocuje miesięcznym zwiększeniem liczby osób zatrudnionych w firmach zatrudniających co najmniej 10 osób. Uważamy, że skala rewizji będzie mniejsza niż w 2022 r., a w efekcie prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 1,8% r/r z 2,2% w grudniu ub. r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w styczniu do 12,5% r/r wobec 10,3% w grudniu m.in. z uwagi na większą niż przed rokiem podwyżkę płacy minimalnej. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

- ▮ **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w styczniu do 17,2% r/r wobec 16,6% w grudniu ub. r., kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (17,6%) i naszej prognozy (17,8%).** Dane o styczniowej inflacji są niepełne i mają charakter wstępny ze względu na coroczną rewizję wag w koszyku inflacji, co ogranicza



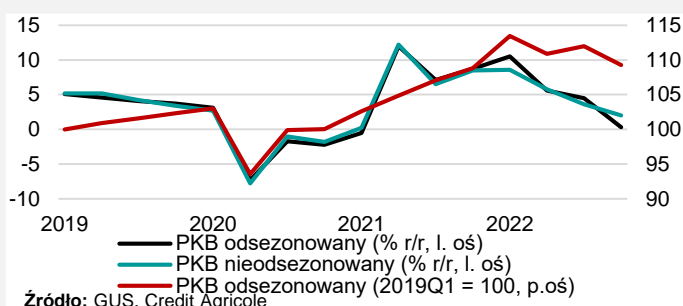
możliwości wnioskowania na podstawie danych. Pełne dane o wzroście cen w poszczególnych kategoriach w styczniu i lutym br., w tym zrewidowany wskaźnik inflacji w styczniu, zostaną opublikowane w marcu. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały wyższe dynamiki cen nośników energii (34,0% r/r w styczniu wobec 31,1% w grudniu) oraz paliw (18,7% wobec 13,5%), a także wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w styczniu do 11,9% r/r wobec 11,4% w grudniu (pro. MAKROpuls z 15.02.2023). Przeciwny wpływ miała natomiast niższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (20,7% wobec 21,5%). Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja w Polsce osiągnie w lutym br. swoje maksimum lokalne na poziomie ok. 18,8% r/r, po czym zacznie się stopniowo obniżać osiągając 7,1% w grudniu br. (por. MAKROmapa z 30.01.2023). Czynnikiem ryzyka w górę dla krótkookresowej ścieżki inflacji jest natomiast spodziewana w marcu br. rewizja wag w koszyku inflacyjnym. Podtrzymujemy nasz scenariusz polityki pieniężnej, zgodnie z którym do końca 2023 r. stopy procentowe NBP nie ulegną zmianie (por. MAKROpuls z 08.02.2023).

- ▮ **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w grudniu do -2839 mln EUR wobec +313 mln EUR w listopadzie, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-1799 mln EUR) i naszej prognozy (-1541 mln EUR).** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, usług, dochodów pierwotnych oraz dochodów

wtórnych (odpowiednio o 1738 mln EUR, 444 mln EUR, 613 mln EUR i 44 mln EUR niższe niż w grudniu). Jednocześnie w grudniu odnotowano silny spadek dynamiki eksportu (11,5% r/r w grudniu wobec 25,2% w listopadzie) oraz importu (12,1% wobec 20,3%), co w znacznym stopniu było spowodowane oddziaływaniem efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. W komunikacie NBP odnotowano utrzymujący się silny eksport w branży motoryzacyjnej wspierany przez ożywienie w tym sektorze w Niemczech (por. MAKROmapa z 13.02.2023). Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększyło się w IV kw. do -3,1% wobec -3,5% w III kw.

**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się w IV kw. do 2,0% r/r wobec 4,5% w III kw., kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (2,2%) oraz naszej prognozy (2,4%).**

Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB uwzględniające

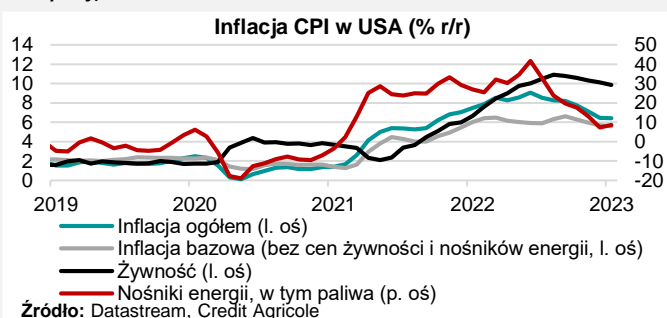


informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec miesiąca. Na podstawie danych za cały 2022 r. uważamy, że głównym źródłem obniżenia rocznego tempa wzrostu gospodarczego pomiędzy III kw. a IV kw. był niższy wkład spożycia prywatnego. Drugim czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia rocznej dynamiki PKB pomiędzy III kw. a IV kw. był niższy wkład zmiany zapasów, który mimo spadku pozostał głównym źródłem wzrostu PKB w Polsce. Uważamy, że pomiędzy III kw. a IV kw. doszło również do wyraźnego zwiększenia inwestycji, będącego efektem wyższych inwestycji publicznych. Drugim czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia w IV kw. 2022 r. był naszym zdaniem również nieznacznie wyższy wkład eksportu netto (por. MAKROpuls z 30.01.2023). Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zmniejszyła się w III kw. do -2,4% wobec 1,0% w III kw., a roczna dynamika odsezonowanego PKB zmniejszyła się do 0,3% z 4,5% w III kw. Na szczególną uwagę zasługuje duża rozbieżność pomiędzy tempami wzrostu PKB w ujęciu odsezonowanym i nieodsezonowanym w IV kw. 2022 r., które zazwyczaj kształtowały się podobnie (por. wykres). Wynika ona głównie z różnego sposobu urealnienia (tj. przeliczenia z cen bieżących na stałe) PKB w obu podejściach, który jest obecnie zaburzony przez duże różnice w tempie wzrostu cen niektórych składowych PKB. W rezultacie nieodsezonowana dynamika PKB może utrzymywać się powyżej tej odsezonowanej również w kolejnych kwartałach. Co więcej dane o PKB mogą również wskazać na spadek odsezonowanego PKB również w I kw. 2023 r., co oznaczałoby, że polska gospodarka weszła w recesję techniczną. Pomimo tego podtrzymujemy, nasz scenariusz „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki, zgodnie z którym choć roczna dynamika polskiego PKB w 2023 r. wyraźnie obniży się, to pozostanie ona dodatnia (1,2% r/r wobec 4,9% w 2022 r.). Ważnym argumentem wspierającym scenariusz „miękkiego lądowania” jest dobra sytuacja na rynku pracy i brak oczekiwanego przez nas wyraźnego wzrostu stopy bezrobocia. W kontekście zarysowanych powyżej tendencji, istotnym czynnikiem niepewności jest reakcja GUS na wskazane powyżej rozbieżności w dynamikach PKB i ewentualna rewizja przeszłych danych o PKB w kolejnych publikacjach.

**Zgodnie z drugim wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w IV kw. do 0,1% wobec 0,3% w III kw. (1,9% r/r w IV kw. wobec 2,3% w III kw.), a tym samym ukształtowała się zgodnie z pierwszym szacunkiem (por. MAKROmapa z 06.02.2023).** Obniżenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano we wszystkich głównych gospodarkach strefy euro: w Niemczech (-0,2% kw/kw w IV kw. wobec 0,5% w III kw.), we Francji (0,1% wobec 0,2%) i we Włoszech (-0,1% wobec 0,5%). Dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. Dane wskazują na istotny spadek prawdopodobieństwa

wystąpienia recesji w strefie euro, co stanowi wsparcie dla naszego scenariusza „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki (patrz powyżej).

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Inflacja CPI w USA zmniejszyła się w styczniu do 6,4% r/r wobec 6,5% w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (6,2%). Spadek inflacji wynikał z niższego tempa wzrostu cen żywności, a także obniżenia inflacji bazowej, która zmniejszyła się w

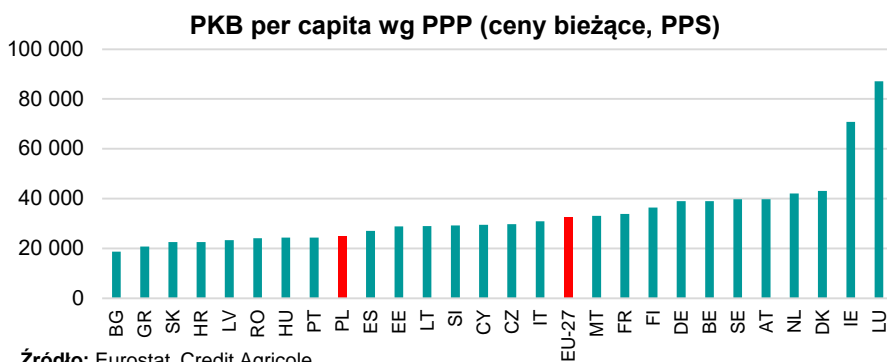


styczniu do 5,6% r/r wobec 5,7% w grudniu i także ukształtowała się powyżej konsensusu (5,5%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o miesięcznej dynamice produkcji przemysłowej, która zwiększyła się w styczniu do 0,0% m/m wobec -1,0% w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,5%). Wzrost dynamiki produkcji przemysłowej wynikał z wyższej dynamiki produkcji w przetwórstwie i górnictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała jej silny spadek w górnictwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w styczniu do 78,3% wobec 78,4% w grudniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zwiększyła się w styczniu do 3,0% m/m wobec -1,1% w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (1,8%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży wzrosła w styczniu do 2,3% wobec -0,9% w grudniu. Jednocześnie najsilniejszy wzrost sprzedaży obserwowany jest w kategorii „galerie handlowe”, co stanowi pewne zaskoczenie w świetle obniżającej się siły nabywczej amerykańskich konsumentów i zmniejszającej się aktywności zakupowej w tej kategorii w ostatnich miesiącach. Sygnalizuje to spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych, co w krótkim okresie wpływa korzystnie na popyt konsumpcyjny. Na obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały dane o pozwoleniach na budowę (1339 tys. w styczniu wobec 1337 tys. w grudniu), rozpoczętych budowach (1309 tys. wobec 1371 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,02 mln wobec 4,08 mln). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Regionalne indeksy NY Empire State (-5,8 pkt. w lutym wobec -32,9 pkt. w grudniu) oraz Philadelphia Fed (-24,3 pkt. wobec -8,9 pkt.) dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa. Ze względu na utrzymującą się silną presję inflacyjną w warunkach wysokiej aktywności w amerykańskiej gospodarce dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza, 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%].

➤ **Agencja Standard & Poor's utrzymała długookresowy rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** W raporcie agencja ponownie zwróciła uwagę, że wojna w Ukrainie i jej konsekwencje nadal będą miały negatywny wpływ na sytuację gospodarczą w Polsce. Agencja zaznaczyła jednak, że jej prognozy dotyczące otoczenia makroekonomicznego Polski poprawiły się (m.in. z uwagi na spadek cen gazu, osłabienie globalnej presji inflacyjnej i zniesienie restrykcji covidowych w Chinach). Według S&P podniesienie oceny ratingowej Polski byłoby możliwe gdyby po ustąpieniu skutków wojny w Ukrainie Polska utrzymała szybki wzrost gospodarczy, a sytuacja w finansach publicznych okazała się lepsza od prognoz agencji. S&P oczekuje, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie 4,9% PKB w 2023 r. i 3,4% PKB w 2024 r. wobec szacowanego 3,1% PKB w 2022 r. Z drugiej strony rating mógłby zostać obniżony, gdyby negatywny wpływ wojny w Ukrainie był większy i bardziej długotrwały od oczekiwań, co skutkowałoby znacznym spowolnieniem gospodarczym w średnim okresie. Ponadto obniżenie ratingu byłoby możliwe w przypadku mniejszych transferów środków z UE w następstwie napięć na linii Polska-UE. W scenariuszu bazowym S&P zakłada, że polski rząd ostatecznie osiągnie porozumienie z Komisją Europejską i Krajowy Plan Odbudowy zostanie uruchomiony po

wyborach parlamentarnych w 2023 r. (niezależnie od ich wyniku). Stabilizacja ratingu jest neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

## Polska dogoni Włochy za 10 lat



Gdy Polska wstępowała do Unii Europejskiej w 2004 r. była ona jednym z mniej zamożnych krajów członkowskich. Jej PKB per capita wg parytetu siły nabywczej był dwukrotnie niższy niż średnia unijna. Z obecnych 27 krajów członkowskich, w 2004 r. tylko cztery z nich były mniej zamożne od Polski – Bułgaria, Litwa, Łotwa i Rumunia. Z uwagi na szybki wzrost

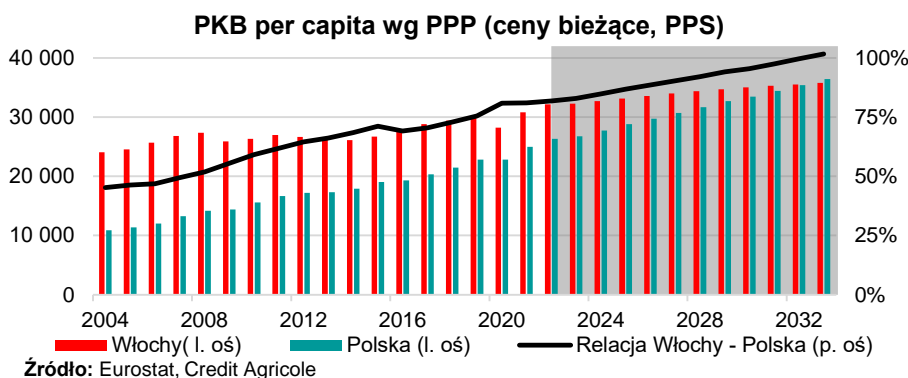
gospodarczy w ciągu ostatniego dwudziestolecia Polska przegoniła kolejne kraje pod względem PKB per capita – Grecję, Chorwację, Węgry, Portugalię i Słowację. W 2021 r. PKB na mieszkańca w Polsce wyniósł już ponad 77% średniej unijnej. Uważamy, że proces doganiania bardziej zamożnych krajów UE przez Polskę będzie kontynuowany w kolejnych latach. Jednym z państw które Polska może wkrótce dogonić są Włochy. Warto zwrócić uwagę, że dystans pomiędzy Włochami i Polską uległ znaczącemu zmniejszeniu w ostatnich trzech latach z uwagi na pandemię COVID-19. W 2019 r. PKB per capita we Włoszech był wyższy o 32% niż w Polsce, podczas gdy w 2021 r. było to już tylko 23%. Za taki stan rzeczy odpowiadały znaczące różnice w skali recesji odnotowanej w 2020 r. – we Włoszech PKB obniżył się wówczas o 9%, podczas gdy w Polsce odnotowano spadek tylko o 2%. Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas tendencje w zakresie kształtowania się PKB per capita poniżej analizujemy kiedy możliwe jest dogonienie Włoch przez Polskę pod względem poziomu zamożności.

W celu analizy długoterminowych tendencji w zakresie PKB per capita konieczne jest przyjęcie założeń odnośnie do kształtowania się tempa wzrostu gospodarczego i liczby ludności. Na potrzeby analizy przyjęliśmy, że do 2024 r. PKB w Polsce i Włoszech będzie kształtował się zgodnie z naszymi prognozami makroekonomicznymi. W dłuższym horyzoncie, zakładamy, że rzeczywiste tempo wzrostu gospodarczego będzie zachowywało się zgodnie z szacunkami potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego opracowanego przez Komisję Europejską na potrzeby oceny stabilności sytuacji w finansach publicznych. Tym samym oczekujemy, że w latach 2025-2035 realna dynamika PKB będzie kształtowała się w przedziale 2,5-3,0% w przypadku Polski i 0,6-1,1% we Włoszech. Warto zwrócić uwagę, że zastosowana wartość dla potencjalnego tempa PKB w Polsce jest spójna z szacunkami innych instytucji. Przykładowo Bank Światowy szacuje, że potencjalny PKB będzie rósł w tempie 2,8% rocznie w latach 2022-2032.

Uważamy, że źródłem wzrostu PKB Polski w długim okresie będą inwestycje w kapitał i wzrost produktywności. Zgodnie z danymi OECD, produktywność pracowników w Polsce jest relatywnie niska. Wartość PKB mierzona wg parytetu siły nabywczej wytworzona w trakcie godziny pracy była w 2019 r. w Polsce niższa o 20,9% niż średnia dla krajów OECD. Sygnalizuje to ogromny potencjał dla poprawy produktywności, m.in. poprzez automatyzację i robotyzację procesu produkcji, jak również zwiększone wydatki na cyfryzację. Ponadto, oczekujemy, że rosyjska inwazja na Ukrainę nie przyczyni się do długotrwałego spadku atrakcyjności inwestycyjnej Polski. Dotychczasowe atuty naszego kraju, takie jak relatywnie niskie koszty pracy, wykwalifikowana siła robocza, członkowsko w UE, stabilność gospodarcza oraz dogodny pod względem transportu położenie geograficzne nadal pozostają istotnymi czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce. Co więcej, wojna w Ukrainie i jej konsekwencje przyczynią się do przyspieszenia zielonej transformacji w Polsce. Ważnym

źródłem finansowania dla inwestycji będzie kolejna siedmioletnia perspektywa unijna oraz Krajowy Plan Odbudowy. W ramach samego KPO prawie 43% środków przeznaczonych będzie na zieloną transformację.

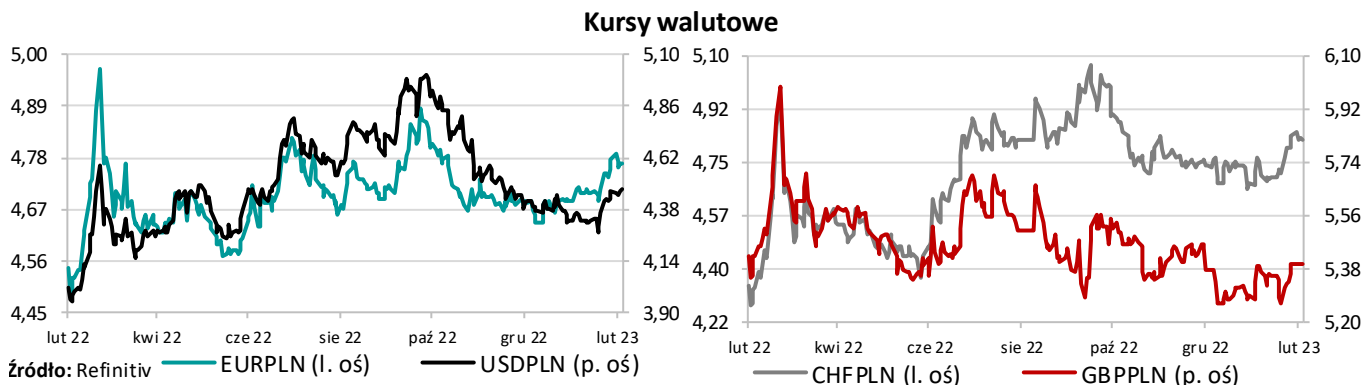
Tendencje demograficzne, w tym starzenie się społeczeństw obu krajów będą – poprzez spadek zasobu siły roboczej – czynnikiem obniżającym potencjalne tempo wzrostu gospodarczego w długim okresie. Zgodnie z projekcjami Eurostatu, w horyzoncie najbliższej dekady podaż pracy (liczba osób w wieku produkcyjnym) zmniejszy się we Włoszech i Polsce o ok. 5%. Oczekujemy, że w przypadku Polski negatywny wpływ spadku podaży pracy na potencjalne tempo wzrostu PKB będzie częściowo ograniczany przez napływ imigrantów z Ukrainy (projekcja Eurostatu w ograniczonym stopniu uwzględnia tę kwestię) oraz poprawę jakości kapitału ludzkiego – wzrost wykształcenia, umiejętności, kompetencji. Ponadto, spadek populacji ogółem będzie również korzystny dla Polski z punktu widzenia wielkości PKB na mieszkańca – mianownik tego wskaźnika zmniejszy się w większym stopniu w Polsce niż we Włoszech. Zgodnie z projekcją Eurostatu liczba ludności będzie zmniejszała się rocznie średnio o 0,2% w przypadku Włoch i 0,3% w Polsce w horyzoncie najbliższej dekady.



Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje w zakresie kształtowania się dynamiki PKB i liczby ludności uważamy, że w kolejnych latach Polska będzie dalej doganiać Włochy pod względem poziomu dochodów. Oczekujemy, że poziom PKB per capita zrówna się w Polsce i Włoszech w 2033 r. i będzie zbliżony do 36 000 PPS. Ważnym czynnikiem ryzyka dla tej

prognozy jest spór na linii Polska-UE, który może przyczynić się do istotnego osłabienia absorpcji środków unijnych i spadku tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, co opóźniłoby moment zrównania się PKB per capita w Polsce i Włoszech. Kolejnym czynnikiem niepewności są tendencje demograficzne, które mogą okazać się bardziej niekorzystne od prognoz Eurostatu.

## Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej kluczowe dla złotego

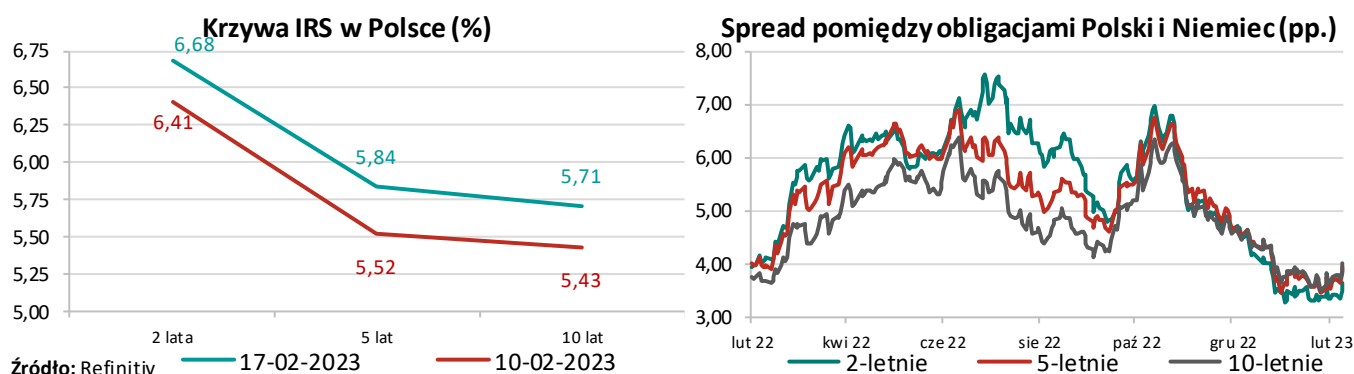


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,7682 (umocnienie złotego o 0,2%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym, co było korektą po jego wyraźnym wzroście dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 13.02.2023). W czwartek doszło do lekkiego osłabienia złotego, czemu sprzyjała niekorzystna dla sektora bankowego opinia Rzecznika Generalnego Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie kredytów nominowanych we frankach szwajcarskich.

Z kolei kurs EURUSD był w ubiegłym tygodniu relatywnie stabilny. Z największą zmiennością mieliśmy do czynienia we wtorek, do czego przyczyniła się publikacja wyższych od oczekiwań danych o inflacji w USA. W czwartek umocnieniu dolara względem euro sprzyjała jastrzębia wypowiedź szefowej Cleveland Fed L. Mester, która stwierdziła, że Fed mimo dokonanych już podwyżek stóp procentowych ma jeszcze „wiele do zrobienia”.

Piątkowa decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy jest neutralna dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja danych o produkcji przemysłowej w Polsce. W przypadku realizacji naszej wyższej od oczekiwań rynku prognozy może ona oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego. Przeciwny wpływ będzie miała naszym zdaniem zaplanowana na wtorek publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej. Jednocześnie w środę możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego ze względu na publikację *Minutes* FOMC. 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.

## Publikacja *Minutes* FOMC może zwiększyć zmienność na rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 6,68 (wzrost o 27pb), 5-letnie do 5,84 (wzrost o 32pb), a 10-letnie do 5,71 (wzrost o 28pb). W ubiegłym tygodniu doszło do zwiększenia stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Wzrostowi rentowności na rynkach bazowych sprzyjały rosnące oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych w USA, dodatkowo nasilone po wtorkowej publikacji wyższych od oczekiwań danych o inflacji w tym kraju. W czwartek lokalnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu stawek IRS była niekorzystna dla sektora bankowego opinia Rzecznika Generalnego Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie kredytów nominowanych we frankach szwajcarskich.

Piątkowa decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy jest neutralna dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi będzie dzisiejsza publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej, która może przyczynić się do wzrostu stawek IRS. Przeciwny wpływ będzie miała najprawdopodobniej publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej. W środę oczekujemy podwyższonej zmienności stawek IRS z uwagi na publikację *Minutes* FOMC. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe dane 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.

## 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	4,71
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	4,43
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	4,76
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	5,5	
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	18,8	
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	16,2	
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	12,5	
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	1,8	
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	5,4	
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	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	-0,5	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**
<b>Poniedziałek 20.02.2023 r.</b>						
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Styczeń	10,3	12,5	12,6
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Styczeń	2,2	1,8	1,7
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Styczeń	1,0	5,5	4,3
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	20,4	18,8	18,5
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	-20,9		-19,0
<b>Wtorek 21.02.2023 r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	47,3		47,8
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Styczeń	15,5	16,2	19,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Luty	50,8		51,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Luty	48,8		49,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Luty	50,3		50,6
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Luty	16,9		22,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	46,9		47,1
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Styczeń	4,02	4,08	4,10
<b>Środa 22.02.2023 r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Luty	90,2		91,4
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Styczeń	5,4	6,1	5,8
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Luty			
<b>Czwartek 23.02.2023 r.</b>						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Styczeń	5,2	5,4	5,5
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	8,5		8,6
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	2,9	2,9	2,9
<b>Piątek 24.02.2023 r.</b>						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	IV kw.	-0,2	-0,2	-0,2
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Styczeń	5,0	4,9	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Styczeń	4,4	4,3	4,3
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Styczeń	-0,3		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Styczeń	616	613	620
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	66,4	66,4	66,4

\* 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



**Jakub BOROWSKI**

Główny Ekonomista  
tel.: 22 573 18 40

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

**Krzysztof JAWORSKI**

Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**

Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto:jakub.olipra@credit-agricole.pl)

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: [mboineau@credit-agricole.pl](mailto:mboineau@credit-agricole.pl)

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.