

W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na wtorek posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 6,75%). Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej są wypowiedzi

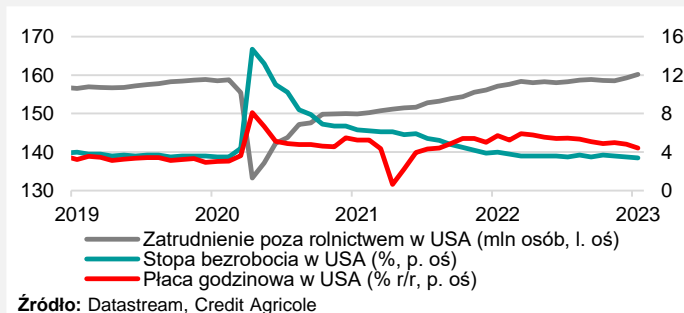
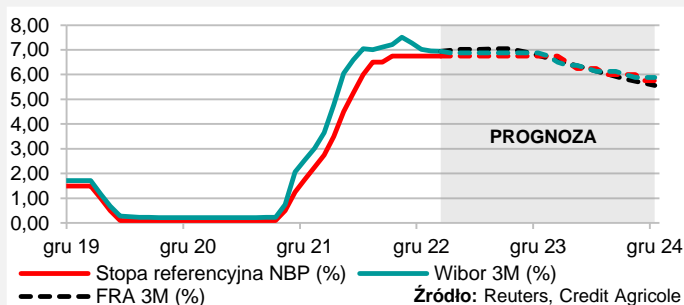
prezesa NBP na konferencji prasowej po lutymowym posiedzeniu, który stwierdził, że RPP rozpoczęła podwyżki we właściwym czasie, właściwie je kontynuowała i we właściwym momencie je zakończyła. Oczekujemy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w lutym. W tym tygodniu zostaną zaprezentowane wyniki najnowszej projekcji inflacji NBP. Naszym zdaniem, średnioterminowe ścieżki inflacji i tempa wzrostu gospodarczego nie ulegną znaczącym zmianom względem prognozy z listopada 2022 r. Projekcja zapewne nadal wskaże, że inflacja znajdzie się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (tj. 3,5% r/r) dopiero w II poł. 2025 r. Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu zapewne odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywę krajowej polityki pieniężnej.

We wtorek i środę prezes Fed J. Powell przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej. Inwestorzy będą uważnie śledzić wypowiedzi J. Powella dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz stóp procentowych. Szczególnie istotne będą wypowiedzi prezesa Fed dotyczące planów dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Podczas wystąpień J. Powella możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

W piątek poznamy ważne dane z amerykańskiego rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 260 tys. osób w lutym wobec wzrostu o 517 tys. w styczniu, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,4%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy

raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 168 tys. w lutym wobec wzrostu 106 tys. w styczniu). Nasze prognozy dotyczące rynku pracy (zarówno w kontekście zatrudnienia poza rolnictwem, jak i stopy bezrobocia) są bardziej optymistyczne od konsensusu. Ich materializacja oddziaływałaby w kierunku osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.

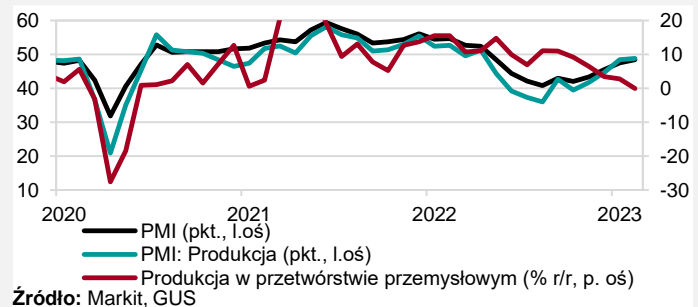
We wtorek opublikowane zostaną dane nt. handlu zagranicznego w Chinach. Zgodnie z konsensusem saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w okresie styczeń-luty do 80,9 mld USD wobec 78,0 mld USD w grudniu. Rynek oczekuje, że dynamika eksportu obniżyła się nieznacznie (-10,0% r/r w okresie styczeń-luty wobec -9,9% w grudniu), podczas gdy dynamika importu zwiększyła się (-5,3% wobec -7,5%) z uwagi na ożywienie popytu wewnętrznego w następstwie zniesienia obostrzeń w Chinach. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.



W zeszłym tygodniu

Zgodnie z finalnym szacunkiem PKB w Polsce zwiększył się w IV kw. 2022 r. o 2,0% r/r wobec wzrostu o 3,6% w III kw., co było zgodne ze wstępnym szacunkiem GUS. Wyrównany sezonowo PKB zmniejszył się w IV kw. o 2,4% kw/kw wobec wzrostu o 1,0% kw/kw w III kw. W kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływało zmniejszenie wkładów spożycia indywidualnego oraz publicznego, a także zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady inwestycji i eksportu netto (por. MAKROpuls z 28.02.2023). Dane o PKB stanowią wsparcie dla naszego scenariusza „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki. Zgodnie z tym scenariuszem dynamika polskiego PKB w 2023 r. wyraźnie obniży się (do 1,2% wobec 4,9% w 2022 r.), jednak pozostanie ona dodatnia, a spowolnieniu wzrostu gospodarczego nie będzie towarzyszyć znaczący wzrost bezrobocia. Oczekujemy, że odsezonowany poziom PKB w I kw. obniży się nieznacznie w porównaniu z IV kw., wyznaczając jednocześnie dotek cyklu koniunktury. W kolejnych kwartałach oczekujemy ożywienia gospodarczego, które nasili się w II poł. br. wraz z oczekiwanym przez nas spadkiem inflacji i przyspieszeniem wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski.

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w lutym do 48,5 pkt. wobec 47,5 pkt. w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (48,0 pkt.) oraz naszej prognozy (48,2 pkt.). Tym samym indeks od dziesięciu miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku



aktywności. Zwiększenie wartości indeksu wynikało z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zapasów materiałów, zatrudnienia oraz bieżącej produkcji), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla czasu dostaw (por. MAKROpuls z 01.03.2023). Jednocześnie warto zauważyć, że w lutym doszło do silnego wzrostu indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, który zwiększył się do najwyższego poziomu od kwietnia 2022 r. i od czterech miesięcy pozostaje powyżej granicy 50 pkt. Sygnalizuje to, że uruchomione w wielu firmach procesy restrukturyzacyjne, zmierzające do zwiększenia wydajności i ograniczenia zużycia energii, a także łagodny charakter spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce (por. MAKROpuls z 28.02.2023) oraz odnotowana w lutym poprawa koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski (por. MAKROmapa z 27.02.2023), skłoniły część firm do formułowania bardziej optymistycznych ocen dotyczących ich przyszłej aktywności. Wyniki badań koniunktury w polski przetwórstwie stanowią wsparcie dla naszego scenariusza „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki (patrz powyżej).

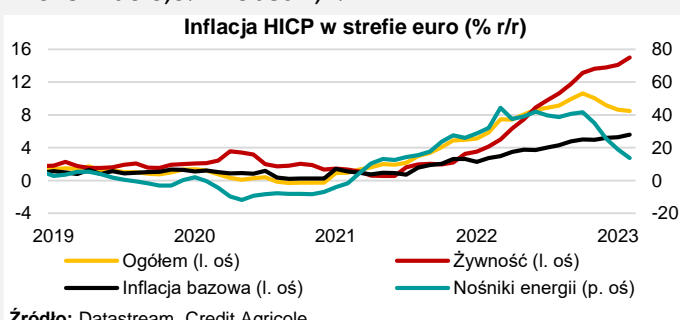
Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w lutym do 51,6 pkt. wobec 49,2 pkt. w styczniu, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (50,2 pkt.). Tym samym indeks ukształtował się powyżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności po raz pierwszy od lipca 2022 r. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższy wkład składowej dla czasu dostaw. Silne zwiększenie indeksu PMI było skutkiem wyraźnej poprawy sytuacji epidemicznej w Chinach, po tym jak w grudniu 2022 r. chiński rząd odszedł od polityki „zero COVID”, co doprowadziło do znaczącego wzrostu zakażeń. W danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowych dla bieżącej produkcji oraz nowych zamówień, w tym zamówień eksportowych znacząco powyżej granicy 50 pkt. Wskazuje to na poprawę zarówno popytu wewnętrznego jak i zewnętrznego, co znajduje odzwierciedlenie we wzroście bieżącej produkcji, a także wydłużeniu czasu dostaw. Jednocześnie po raz pierwszy od

marca 2022 r. zwiększyło się zatrudnienie w chińskim przetwórstwie, co sygnalizuje poprawę oczekiwań co do perspektyw sytuacji. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wzrost indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, która zwiększyła się w lutym do najwyższego poziomu od marca 2021 r. W lutym odnotowano rozbieżne tendencje jeśli chodzi o kształtowanie się cen w chińskim przetwórstwie. Tempo wzrostu dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji obniżyło się, podczas gdy w przypadku dóbr finalnych odnotowano pierwszy wzrost ich cen od marca 2022 r. Może to sugerować, że warunkach ożywienia popytu firmy próbują odbudowywać swoje marże. Również indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w lutym do 52,6 pkt. wobec 50,1 pkt. w styczniu i także ukształtował się znacząco powyżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.). Wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w 2023 r. tempo wzrostu PKB w Chinach przyspieszy do 5,2% wobec 3,0% w 2022 r., głównie za sprawą oczekiwanego przez nas silnego ożywienia konsumpcji, wspieranego przez realizację odłożonego popytu (por. MAKROmapa z 23.01.2023). Takie tempo wzrostu będzie spójne z ustalonym w ubiegłym tygodniu przez chiński rząd celem dla tempa wzrostu PKB na poziomie „ok. 5%”. Warto jednak zwrócić uwagę, że tak duża skala wzrostu indeksu PMI może okazać się nietrwała, stąd kluczowa będzie analiza danych, które napłyną w najbliższych miesiącach.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w styczniu o 4,5% m/m wobec wzrostu o 5,1% w grudniu, co wynikało z niższych zamówień na samoloty. Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w styczniu do 0,7% wobec -0,4% w grudniu. do -0,1% wobec 0,1% w listopadzie. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się w styczniu do 4,3% r/r wobec 5,0% w grudniu. Był to już ósmy miesiąc z rzędu jej spadku, co w naszej ocenie wskazuje na pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. Na nieznaczną poprawę sytuacji w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zwiększył w lutym do 47,7 pkt. wobec 47,4 pkt. w styczniu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (48,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższego wkładu składowej dla nowych zamówień, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji, zatrudnienia, czasu dostaw oraz zapasów. Warto zauważyć, że w lutym doszło do pierwszego od września 2022 r. wzrostu cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, co wskazuje, że presja kosztowa w amerykańskim przetwórstwie nadal pozostaje silna. Spadek odnotował natomiast indeks ISM dla usług, który zmniejszył się w lutym do 55,1 pkt. wobec 55,2 pkt. w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (54,5 pkt.). Jego obniżenie wynikało z niższych wkładów 2 z 4 jego składowych: dla aktywności biznesowej w usługach oraz czasu dostaw. Z kolei na pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się w lutym do 102,9 pkt. wobec 106,0 pkt. w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (108,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA spowolni w I kw. 2023 r. do 0,6% wobec 2,7% w IV kw.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zmniejszyła się w lutym do 8,5% r/r wobec 8,6% w styczniu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (8,2%). Obniżenie inflacji wynikało przede wszystkim z niższej dynamiki cen w kategorii „nośniki energii”.

Jednocześnie inflacja bazowa zwiększyła się w lutym do 5,6% r/r wobec 5,3% w styczniu, co wskazuje na utrzymującą się silną presję inflacyjną w strefie euro. Niemniej dane nie zmieniają naszej oceny, zgodnie z którą inflacja

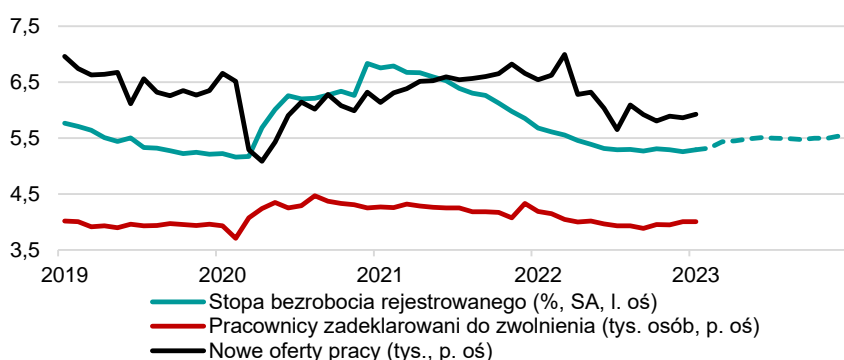


w strefie euro osiągnęła już swoje maksimum (por. MAKROmapa z 02.01.2023). Perspektywa inflacji utrzymującej się przez dłuższy czas na podwyższonym poziomie stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC będzie w kolejnych miesiącach kontynuował cykl podwyżek stóp procentowych. Oczekujemy, że EBC podniesie stopy procentowe jeszcze o 50pb w marcu i maju oraz o 25pb w czerwcu. Wówczas główna stopa procentowa osiągnie docelowy poziom 4,25%, a stopa depozytowa 3,75%.

Czy w 2022 r. była w Polsce recesja?

Zgodnie z finalnym szacunkiem GUS PKB w Polsce zwiększył się w IV kw. 2022 r. o 2,0% r/r wobec wzrostu o 3,6% w III kw. (por. MAKROpuls z 28.02.2023). Wyrównany sezonowo PKB zmniejszył się w IV kw. o 2,4% kw/kw wobec wzrostu o 1,0% kw/kw w III kw. Tym samym nie została odnotowana tzw. recesja techniczna, czyli spadek odsezonowanego PKB przez dwa kwartały z rzędu. Niemniej jednak przy uwzględnieniu spadku odsezonowanego PKB w II kw. ub. r. o 2,3% kw/kw – jego poziom w IV kw. 2022 r. był o 3,7% niższy niż w I kw. 2022 r. Był to, z wyłączeniem okresu przypadającego na pierwszą falę pandemii COVID-19 w 2020 r., największy skumulowany spadek PKB w trzech kolejnych kwartałach w historii danych, którymi dysponujemy (od 2002 r.). Z uwagi na silny skumulowany spadek aktywności gospodarczej, coraz częściej w ostatnim czasie poruszaną kwestią w mediach jest pytanie czy Polska znajduje się obecnie w recesji.

Trudno w sposób jednoznaczny określić czy dany kraj znalazł się w recesji. Pewną wskazówką w tym zakresie jest pojęcie wspomnianej wyżej recesji technicznej, jednak z uwagi na złożoność procesów makroekonomicznych jest to podejście zbyt uproszczone. Przykładowo, w przypadku USA nie korzysta się z automatycznych algorytmów definiujących recesję, a jest to wynik oceny zespołu ekspertów National Bureau of Economic Research. NBER posiada specjalną komórkę – Business Cycle Dating Committee zajmującą się ustalaniem przebiegu cykli gospodarczych. Komitet ten przy ustalaniu okresów recesji nie posługuje się powszechnie przyjętą metodą następujących po sobie dwóch kwartałów z ujemnym wzrostem PKB. Przyjmuje on inną definicję: recesja rozumiana jest jako znaczący spadek aktywności gospodarczej na przestrzeni całego kraju, trwający dłużej niż kilka miesięcy, zwykle zauważalny w spadku realnego PKB, produktu narodowego brutto, zatrudnienia, produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.

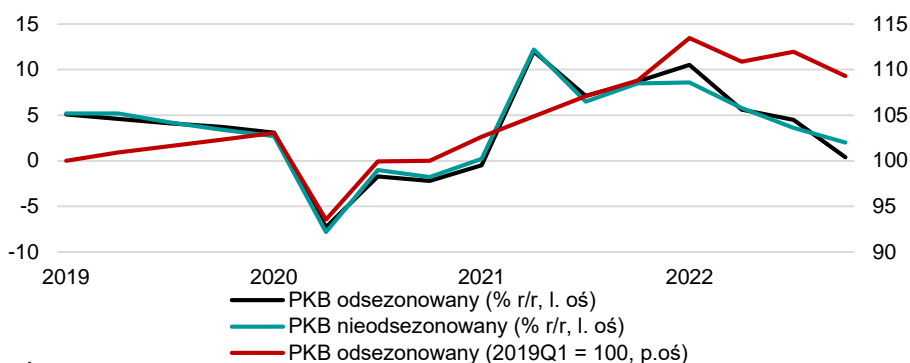


Źródło: GUS, MRPiPS, Credit Agricole

My również definiując recesję analizujemy szeroki zakres wskaźników makroekonomicznych, w tym opisujących sytuację na rynku pracy. Uważamy, że rynek pracy pozostanie relatywnie odporny na spowolnienie wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. Po pierwsze, spadek aktywności będzie krótkotrwały co ograniczy skłonność pracodawców

do redukcji miejsc pracy, biorąc pod uwagę koszty związane z koniecznością zatrudnienia nowych pracowników w czasie ożywienia gospodarczego w II poł. 2023 r. (tzw. chomikowanie zatrudnienia). Po drugie, obecnie mamy do czynienia z wysokim potem na pracę ze strony pracodawców. Liczba nowych ofert pracy oraz wskaźnik wolnych miejsc pracy kształtują się na wysokich na tle historycznym poziomach. Po trzecie, napiętej sytuacji na rynku pracy i stabilizacji bezrobocia będą sprzyjać niekorzystne tendencje demograficzne, w tym starzenie się społeczeństwa. Zgodnie z projekcjami Eurostatu, w horyzoncie

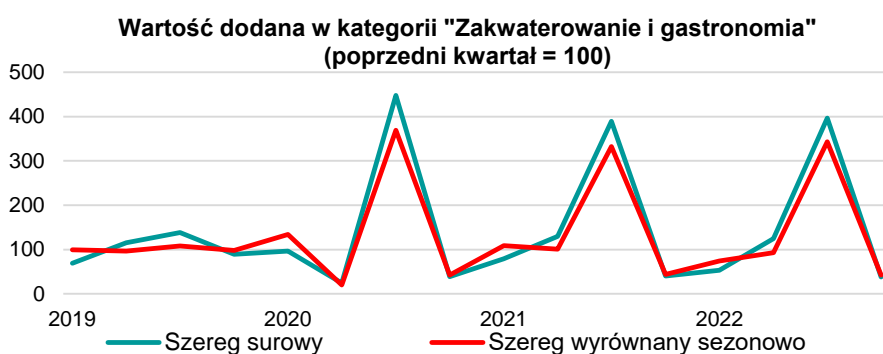
najbliższej dekady podaż pracy (liczba osób w wieku produkcyjnym) zmniejszy się w Polsce o ok. 5%. Biorąc pod uwagę korzystny punkt startowy i istotną bezwładność rynku pracy, sytuacja na nim nie ulegnie szybkiemu pogorszeniu w warunkach krótkotrwałego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Tym samym w warunkach braku zrealizowanego lub oczekiwanego znaczącego pogorszenia sytuacji na rynku pracy trudno jest mówić o wystąpieniu recesji w Polsce.



Ponadto należy zwrócić na kwestie techniczne, które utrudniają wnioskowanie nt. tendencji gospodarczych wyłącznie na podstawie danych o PKB. Pierwszą z nich jest 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

Źródło: GUS, Credit Agricole

głównie z różnego sposobu urealnienia (tj. przeliczenia z cen bieżących na stałe) PKB w obu podejściach. Nieodsezonowana dynamika PKB obliczana jest na podstawie cen z roku poprzedniego, podczas gdy wyrównane sezonowo tempo wzrostu gospodarczego oparte jest o ceny stałe z 2015 r. Uważamy, że z uwagi na duże różnice w ostatnich kwartałach w tempie wzrostu cen niektórych składowych PKB struktura nominalnego PKB z 2015 r. gorzej odzwierciedla aktualną kompozycję PKB, niż ta obliczona z wykorzystaniem cen z roku poprzedniego. W rezultacie spadek odsezonowanego PKB w IV kw. mógł zostać przeszacowany względem rzeczywistego spadku aktywności gospodarczej z uwagi na przyjęty mechanizm urealnienia PKB. W kontekście zarysowanych powyżej tendencji, istotnym czynnikiem niepewności jest również reakcja GUS na wskazane powyżej rozbieżności w dynamikach PKB i ewentualna rewizja przeszłych danych o PKB w kolejnych publikacjach.



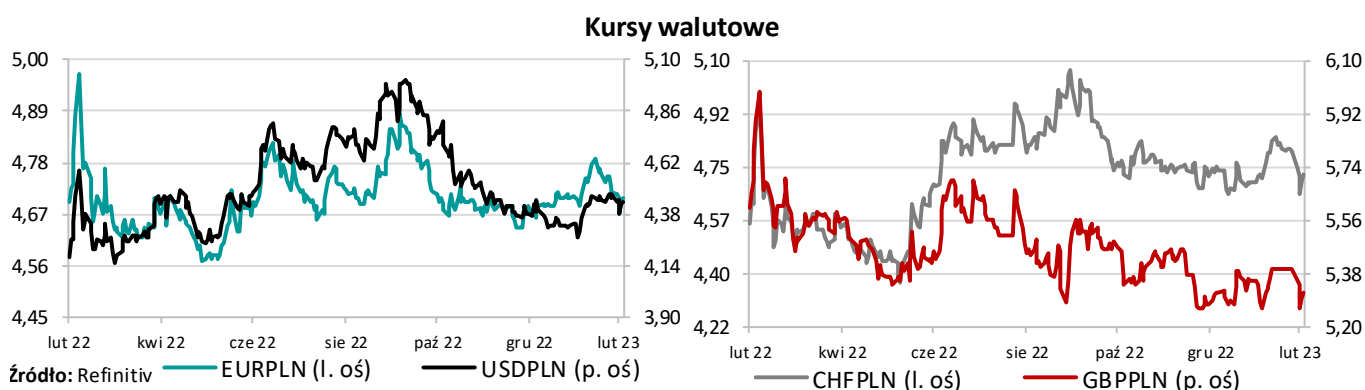
Źródło: GUS, Credit Agricole

Po drugie, pojawiają się wątpliwości dotyczące samej procedury odsezonowania danych o PKB przez GUS. Są one szczególnie uzasadnione w przypadku wartości dodanej w kategorii „Zakwaterowanie i gastronomia”. Dane surowe (nieodsezonowane) wskazują na znaczący sezonowy wzrost wartości dodanej w III kw., co jest powiązane z wyjazdami wakacyjnymi w miesiącach letnich. Zgodnie z najnowszymi danymi GUS, takie silne wzrosty wartości dodanej w III kw. były jednak widoczne również w przypadku danych wyrównanych sezonowo (por. wykres). Jest to dosyć nietypowa sytuacja na tle historycznym, sygnalizująca problemy z wyodrębnieniem wahań sezonowych w surowych danych. W ujęciu graficznym, wyrównany sezonowo szereg powinien mieć bardziej płaski przebieg i być pozbawiony „górek” w III kw. 2021-2022 (w III kw. 2020 r. nastąpił silny wzrost odsezonowanej aktywności po wiosennym lockdownie). Takie problematyczne kwestie mogą występować również w przypadku odsezonowania całego wolumenu PKB, co utrudnia wnioskowanie na jego podstawie, w tym deklarowanie faktu wystąpienia recesji w Polsce.

Podsumowując, oczekujemy, że odsezonowany poziom PKB w I kw. obniży się nieznacznie w porównaniu z IV kw., wyznaczając jednocześnie dołek cyklu koniunktury. Oznaczałoby, że polska gospodarka weszła w tzw. recesję techniczną. Niemniej jednak w kolejnych kwartałach oczekujemy ożywienia gospodarczego,

które nasili się w II poł. br. wraz z oczekiwanym przez nas spadkiem inflacji i przyspieszeniem wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. 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. Dodatkowym czynnikiem niepewności w tym zakresie jest możliwa rewizja danych o PKB przez GUS.

Dane z amerykańskiego rynku pracy mogą doprowadzić do osłabienia złotego

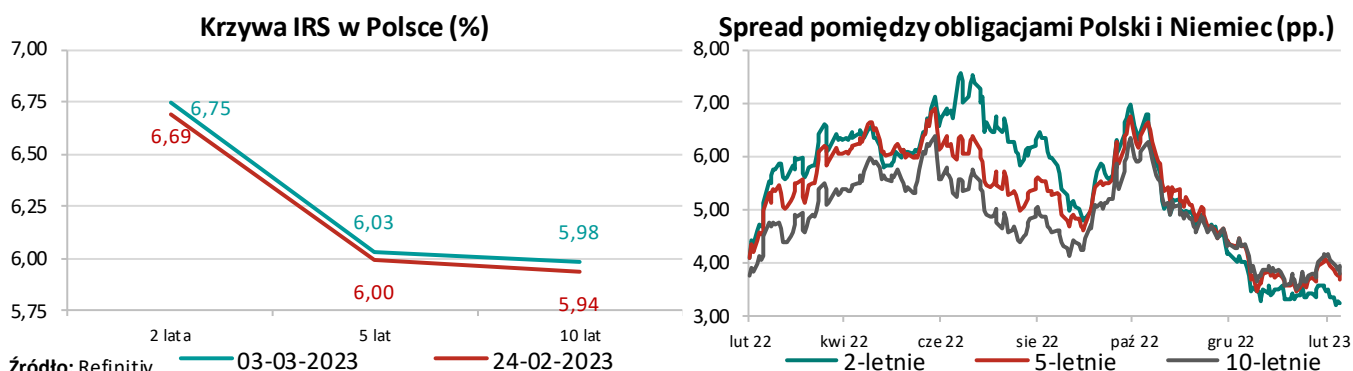


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,7055 (umocnienie złotego o 0,3%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym wspierany przez obniżenie światowej awersji do ryzyka, które znalazło również odzwierciedlenie w zmniejszeniu indeksu VIX. W środę doszło do wyraźnego umocnienia złotego w reakcji na publikację wyraźnie lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w chińskim przetwórstwie. Pod koniec tygodnia doszło do korekty i osłabienia złotego względem euro, choć jego kurs nie powrócił do poziomów z początku tygodnia.

W ubiegłym tygodniu doszło również do umocnienia euro względem dolara, czemu w naszej ocenie sprzyjały rosnące oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w strefie euro, dodatkowo nasilone przez ubiegłotygodniowe publikacje wyższych od oczekiwań danych o inflacji w strefie euro. Wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowany w zeszłym tygodniu wzrost kontraktów FRA dla strefy euro.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie przewidziana na piątek publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy, która naszym zdaniem może przyczynić się do osłabienia złotego. W centrum uwagi inwestorów będzie również zaplanowane wystąpienie szefa Rezerwy Federalnej J. Powella przed Kongresem, które może sprzyjać podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Przewidziane na środę posiedzenie RPP będzie naszym zdaniem neutralne dla kursu złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje 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.

Wystąpienie J. Powella przed Kongresem w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 6,75 (wzrost o 6pb), 5-letnie do 6,03 (wzrost o 3pb), a 10-letnie do 5,98 (wzrost o 4pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Zwiększeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych sprzyjał wzrost oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne, które zostały dodatkowo nasilone przez publikację wyższych od oczekiwań danych o inflacji w strefie euro.

W tym tygodniu w centrum uwagi będzie wystąpienie szefa Rezerwy Federalnej J. Powella przed Kongresem, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Z kolei zaplanowana na piątek publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy może nasilić oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA i przyczynić się do wzrostu stawek IRS. Przewidziane na środę posiedzenie RPP będzie w naszej ocenie neutralne dla krzywej. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje 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	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	mar 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	6,75
Kurs EURPLN*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,71
Kurs USDPLN*	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,44
Kurs CHFPLN*	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,76
Inflacja CPI (r/r, %)	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	17,2	18,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,9	12,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,4	0,9	2,6	-0,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	18,5	17,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	14,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	11,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	
Saldo ROB (mln EUR)	-2032	-4206	-2834	-1078	-499	-1206	-2743	-1839	-597	313	-2526	224		
Eksport (r/r, % EUR)	20,3	11,9	17,6	26,8	21,5	20,3	27,6	26,5	24,4	25,2	11,5	9,9		
Import (r/r, % EUR)	29,7	31,4	36,0	32,7	27,1	21,8	29,4	30,1	25,3	20,3	12,1	13,4		

* 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	5,6	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	4,71	4,73	4,70	4,65	4,69	4,65	4,50	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,44	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**
Poniedziałek 06.03.2023 r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Marzec	-8,0		-6,5
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	-2,7		1,0
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	1,8	-2,0	-1,5
Wtorek 07.03.2023 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Luty	78,0		80,9
9:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	3,2		-1,0
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Styczeń	-0,4		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Styczeń	0,0		
Środa 08.03.2023 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Marzec	6,75	6,75	6,75
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-3,1		1,5
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,1		
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Luty	106		185
Czwartek 09.03.2023 r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	-0,8		
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	2,1		
Piątek 10.03.2023 r.						
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Marzec			
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Luty	3,4	3,4	3,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Luty	517	260	200

* 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