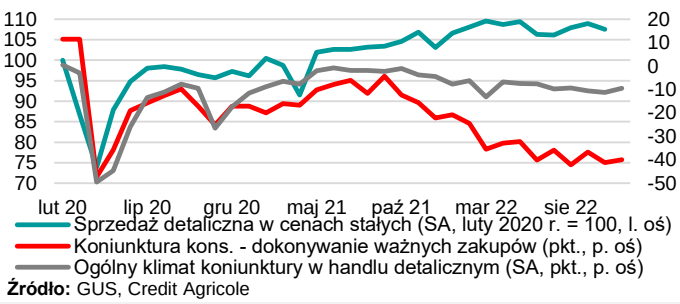
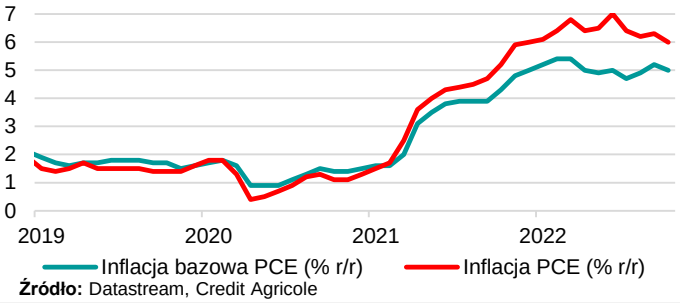
W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o listopadowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do 1,6% r/r wobec 6,8% w październiku. W kierunku spowolnienia produkcji oddziaływał efekt wysokiej bazy sprzed roku i pogorszenie koniunktury w przetwórstwie przemysłowym sygnalizowane przez wyniki badań GUS. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się lekko poniżej konsensusu (2,0%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie środowa publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że tempo wzrostu sprzedaży w cenach bieżących obniżyło się do 15,1% r/r w listopadzie wobec 18,3% w październiku. W kierunku spowolnienia wzrostu sprzedaży oddziaływały relatywnie słabe nastroje konsumenckie, jak również efekty wysokiej bazy sprzed roku. Warto zwrócić uwagę, że w przypadku materializacji naszego scenariusza sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyłaby się w listopadzie o 2,0% r/r wobec wzrostu o 0,7% r/r w październiku. Byłby to jej pierwszy spadek w ujęciu realnym r/r od lutego 2021 r. Nasza prognoza nominalnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu (16,9%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.



Źródło: GUS, Credit Agricole

- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Na czwartek zaplanowana jest publikacja finalnego szacunku PKB w III 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 5,5% w listopadzie z 6,0% w październiku przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 4,6% r/r z 5,0%. Oczekujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w listopadzie o 2,0% m/m wobec wzrostu o 1,1% w październiku z uwagi na mniejsze zamówienia w branży transportowej. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1389 tys. w listopadzie wobec 1425 tys. w październiku), pozwoleń na budowę (1474 tys. wobec 1512 tys.) oraz sprzedaży nowych domów (600 tys. wobec 632 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,25 mln wobec 4,43 mln) wskażą na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (59,1 pkt. w grudniu wobec 56,8 pkt. w listopadzie) podobnie jak indeks zaufania konsumentów Conference Board (101,0 pkt. wobec 100,2 pkt.) wskażą na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych związaną m.in. ze spadkiem inflacji. Naszym zdaniem publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

- **We wtorek opublikowane zostaną również listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 2,3% r/r w listopadzie z 2,4% w październiku co będzie spójne z oczekiwanym przez nas spowolnieniem na rynku pracy. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się naszym zdaniem do 12,4% r/r w listopadzie z 13,0% r/r w październiku z uwagi na efekty

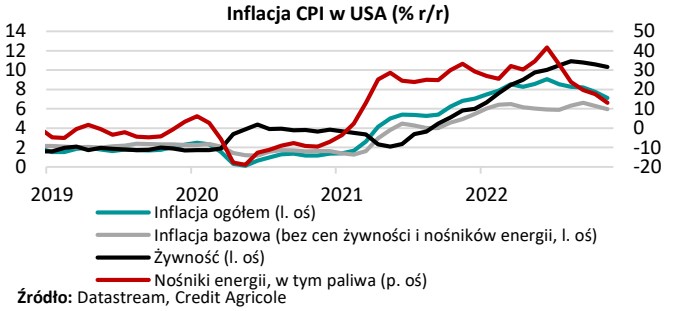
wysokiej bazy sprzed roku. Listopadowe dane będą kolejnym potwierdzeniem dobrej sytuacji na rynku pracy. Uważamy, że wysoka inflacja, niska stopa bezrobocia oraz utrzymujące się trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będą sprzyjały presji na wzrost wynagrodzeń w kolejnych miesiącach. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 87,4 pkt. w grudniu z 86,3 pkt. w listopadzie. Poprawa koniunktury w listopadzie będzie spójna ze wzrostem indeksów PMI w listopadzie (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja indeksu Ifo będzie neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w listopadzie do 17,5% r/r wobec 17,9% w październiku, kształtując się nieznacznie powyżej wstępnego szacunku GUS (17,4%).** Do zmniejszenia inflacji przyczyniły się niższe dynamiki cen w kategoriach „nośniki energii" (36,8% r/r w listopadzie wobec 41,6% w październiku) oraz „paliwa" (15,5% wobec 19,5%), podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe" (22,3% wobec 22,0%), a także wzrost inflacji bazowej, która zwiększyła się w listopadzie do 11,4% r/r wobec 11,0% w październiku. Dalsze przyspieszenie wzrostu inflacji bazowej, a także jej szeroki zakres wskazują naszym zdaniem, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje silna (por. MAKROpuls z 15.12.2022). Nie uważamy, że to już koniec wzrostu inflacji w Polsce. Wygaszenie Tarczy Antyinflacyjnej i jednoczesne wprowadzenie nowego mechanizmu ograniczenia wzrostu cen energii na początku 2023 r. będzie proinflacyjne. Oczekujemy, że inflacja ogółem osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie lekko poniżej 20% r/r w lutym 2023 r., a następnie zacznie się obniżać w okolice 6% pod koniec 2023 r. Oczekujemy, że inflacja CPI wyniesie 12,1% średniorocznie w 2023 r. Nasza prognoza jest obarczona istotnym ryzykiem związanym z trudnościami w oszacowaniu wypadkowego efektu likwidacji Tarczy Antyinflacyjnej i wprowadzenia nowego mechanizmu ograniczenia wzrostu cen energii na początku 2023 r. (por. MAKROmapy z 5.12.2022 i 12.12.2022).
- **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się w październiku do -549 mln EUR wobec -1561 mln EUR we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-950 mln EUR) i naszej prognozy (-2060 mln EUR).** Tym samym jest to 12 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów usług i dochodów pierwotnych (odpowiednio o 344 mln EUR i 953 mln EUR wyższe niż we wrześniu), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe salda obrotów towarowych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 223 mln EUR i 62 mln EUR niższe niż we wrześniu). Jednocześnie w październiku odnotowano spadek dynamiki eksportu (23,7% r/r w październiku wobec 25,5% we wrześniu) oraz importu (24,6% wobec 28,9%). Zgodnie z komunikatem NBP głównym czynnikiem wyjaśniającym utrzymujący się silny wzrost wartości eksportu jest zwiększony eksport w branży motoryzacyjnej, będący efektem poprawy dostępności kluczowych komponentów wykorzystywanych w produkcji. Z kolei do stopniowego wyhamowywania wysokiej dynamiki wartości importu przyczyniło się spowolnienie w przywozie żelaza, stali oraz tworzyw sztucznych. Wynikało ono zarówno ze słabnącego popytu, jak i wolniejszego wzrostu cen. Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w IV kw. do -4,0% wobec -3,7% w III kw.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI w USA zmniejszyła się w listopadzie do 7,1% r/r wobec 7,7% w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (7,3%). Spadek inflacji wynikał z niższego tempa wzrostu cen nośników energii oraz żywności, a także obniżenia inflacji bazowej, która zmniejszyła się w listopadzie do 6,0% r/r wobec 6,3% w październiku i także ukształtowała się poniżej oczekiwań konsensusu (6,1%). W konsekwencji, dane zmniejszyły oczekiwania części inwestorów na dalsze, duże podwyżki stóp procentowych przez Fed, a tym samym doprowadziły do osłabienia dolara względem euro oraz spadku rentowności amerykańskich obligacji. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika obniżyła się w listopadzie do -0,2% m/m wobec -0,1% w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,1%). Spadek dynamiki produkcji przemysłowej wynikał z niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w listopadzie do 79,7% wobec 79,9% w październiku. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się w listopadzie do -0,6% wobec 1,3% w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-0,2%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży obniżyła się w listopadzie do -0,2% wobec 1,2% w październiku. Jednocześnie najsilniejszy spadek sprzedaży obserwowany jest w takich kategoriach jak „galerie handlowe", „materiały budowlane", „meble", oraz „samochody i inne pojazdy", co sugeruje, że wysoka inflacja znajduje odzwierciedlenie w obniżeniu siły nabywczej amerykańskich konsumentów prowadząc do spadku popytu na dobra trwałego użytku. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Regionalne indeksy NY Empire State (-11,2 pkt. w grudniu wobec 4,5 pkt. w listopadzie) oraz Philadelphia Fed (-13,8 pkt. wobec -19,4 pkt.) dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa. Dostrzegamy nieznaczne ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,8% wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r., a w 2023 r. wzrośnie o 0,5%.

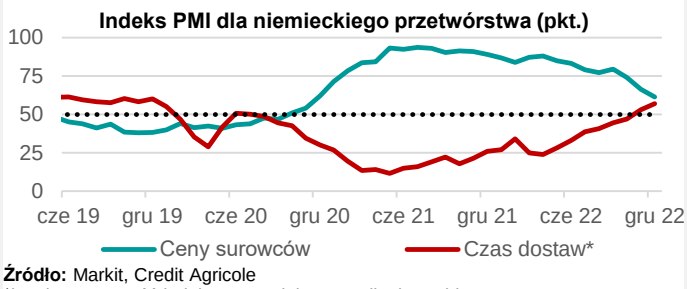


Źródło: Datastream, Credit Agricole

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed podniósł docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 50pb do [4,25%; 4,50%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku. Decyzja Fed oznacza zmniejszenie tempa podwyżek stóp procentowych (na każdym z poprzednich czterech posiedzeń Fed podnosił stopy procentowe o 75pb). Fed opublikował również swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne. Istotnie w dół względem wrześniowej projekcji zrewidowana została ścieżka wzrostu PKB (szczególnie w 2023 r.), podczas gdy w górę w całym horyzoncie projekcji podniesiona została ścieżka stopy bezrobocia. W górę, w całym horyzoncie projekcji zrewidowane zostały także ścieżki inflacji PCE ogółem i inflacji PCE bazowej. Zwiększyła się również mediana dla oczekiwanego przez członków FOMC poziomu stóp procentowych w USA. Obecnie oczekują oni, że na koniec 2023 r. docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [5,00%; 5,25%] (wzrost o 50pb względem wrześniowej projekcji), [4,00%; 4,25%] na koniec 2024 r. (wzrost o 25pb) i [3,00%; 3,25%] na koniec 2025 r. (wzrost o 25pb). Tym samym członkowie FOMC wyceniają jeszcze podwyżki o łącznej skali 75pb, po czym Fed zakończy cykl podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie grudniowa projekcja jest spójna z wynikami wrześniowej projekcji, zgodnie z którymi Fed w 2024 r. zacznie obniżać stopy procentowe. Choć podniósł się oczekiwany poziom startowy, z którego obniżane będą stopy procentowe, to prognozowane przez członków FOMC tempo rozluźniania polityki pieniężnej zarówno w 2024 r. jak i 2025 r. pozostało bez zmian. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell powiedział, że Fed ma jeszcze dużo do zrobienia w celu odzyskania kontroli nad inflacją. Jednocześnie dał on do zrozumienia, że

kolejne podwyżki stóp procentowych są wskazane aby w średnim okresie przywrócić inflację do celu inflacyjnego na poziomie 2%. Grudniowa projekcja FOMC, a także wypowiedzi J. Powella stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Fed podniesie stopy procentowe jeszcze o 50pb w lutym i 25pb w marcu, a tym samym docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [5,00%, 5,25%]. Rynek wycenia obecnie podwyżkę o ok. 30pb w lutym, stąd realizacja naszego scenariusza będzie sprzyjać umocnieniu dolara względem euro w najbliższych miesiącach. Mimo to, ze względu na jastrzębi wydźwięk ubiegłotygodniowego posiedzenia EBC (patrz poniżej) dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą na koniec marca 2023 r. kurs EURUSD obniży się do 1,00 wobec 1,03 na koniec grudnia 2022 r. (por. MAKROmapa z 12.12.2022).

- **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w grudniu do 48,8 pkt. wobec 47,8 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (48,0 pkt.).** Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu jego składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, jak i aktywności biznesowej w usługach. Spadek zagregowanego indeksu PMI został odnotowany we Francji, podczas gdy w Niemczech oraz w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do jego zwiększenia. W strukturze danych na uwagę zasługuje nieco wolniejszy niż w poprzednich miesiącach spadek bieżącej produkcji oraz nowych zamówień, co jest spójne z naszym scenariuszem miękkiego lądowania gospodarki strefy euro. Słabszy popyt, w połączeniu ze zmniejszającymi się barierami podażowymi i skracającym się czasem dostaw (czas dostaw w przetwórstwie w strefie euro zmniejszył się w grudniu po raz pierwszy od wybuchu pandemii) sprzyjają obniżeniu tempa wzrostu cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w procesie produkcji, jak również dóbr finalnych oferowanych przez ankietowane firmy. Należy jednak podkreślić, że mimo malejących ograniczeń podażowych i słabnącego popytu presja inflacyjna nadal pozostaje silna, a indeks dla cen dóbr finalnych pozostaje nadal wyraźnie powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku cen. Z punktu widzenia polskiego eksportu na szczególną uwagę zasługuje sytuacja w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zwiększył się w grudniu do 47,4 pkt. wobec 46,2 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (46,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji i nowych), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw. Warto odnotować, że skracającemu się czasowi dostaw towarzyszył wolniejszy wzrost cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, jak i dóbr finalnych sprzedawanych przez te firmy. W IV kw. br. średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro obniżyła się do 48,0 pkt. wobec 49,0 pkt. w III kw. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro obniży się w IV kw. do -0,2% wobec 0,3% w III kw.



Źródło: Markit, Credit Agricole
*im niższa wartość indeksu tym większe nasilenie problemu

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który zdecydował się na podwyżkę swoich stóp procentowych o 50pb.** W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 2,50%, a depozytowa 2,00%. Tym samym skala podwyżki okazała się zgodna z naszą prognozą oraz oczekiwaniami rynku (por. MAKROmapa z 12.12.2022). EBC opublikował również wyniki najnowszej projekcji ekonomicznej. Istotnie w górę zrewidowana została ścieżka inflacji (6,3% w 2023 r. i 3,4% w 2024 r. wobec odpowiednio 5,3% i 2,3% we wrześniowej projekcji) przy jednoczesnym nieznacznym obniżeniu ścieżki wzrostu gospodarczego (0,5% w 2023 r. i 1,9% w 2024 r. wobec odpowiednio 0,9% wobec 1,9% we wrześniowej projekcji). EBC w swoim komunikacie po posiedzeniu stwierdził, że istnieje potrzeba

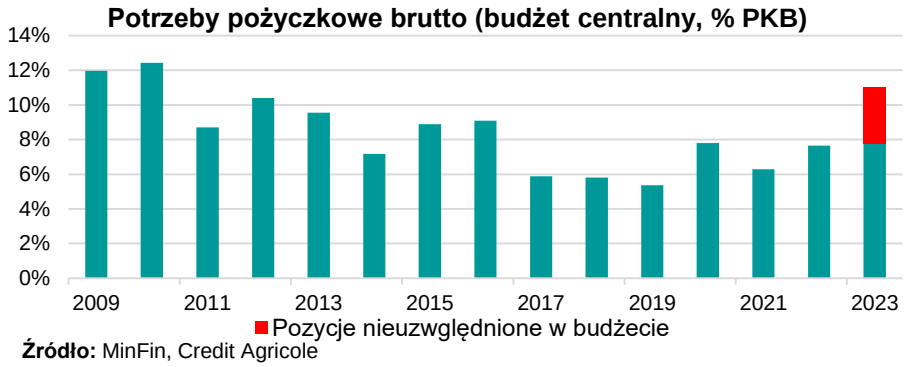
dalszych, istotnych podwyżek stóp procentowych. EBC zapowiedział również, że w marcu 2023 r. rozpocznie stopniowe zmniejszanie swojego bilansu (o 15 mld EUR miesięcznie). Innymi słowy EBC będzie w coraz mniejszym stopniu reinwestował środki z zapadających papierów skupionych w ramach prowadzonego przez siebie wcześniej programu APP. Więcej szczegółów co do całego mechanizmu zostanie ogłoszonych w lutym 2023 r. Podczas konferencji po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde stwierdziła, że EBC nie zmienia swojego nastawienia w polityce pieniężnej i jest zdeterminowany by sprowadzić inflację do celu inflacyjnego w średnim okresie. Ponadto podkreśliła ona, że EBC ma o wiele więcej do zrobienia w tym zakresie niż Fed. Jastrzębie wypowiedzi Ch. Lagarde doprowadziły do umocnienia euro względem dolara. Zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą EBC dokona jeszcze dwóch podwyżek po 50pb (w lutym i w marcu), kończąc cykl podwyżek przy stopie depozytowej na poziomie 3,00%. Ponadto oczekujemy, że w III kw. 2023 r. EBC zwiększy tempo ograniczania swojego bilansu do 20 mld EUR miesięcznie. Jastrzębi wydźwięk ubiegłotygodniowego posiedzenia EBC stanowi ryzyko w górę dla naszego scenariusz kursu EURUSD, zgodnie z którym wyniesie on 1,03 na koniec grudnia br., 1,00 na koniec marca 2023 r., 1,03 na koniec czerwca, 1,06 na koniec września oraz 1,09 na koniec grudnia (por. MAKROmapa z 12.12.2022).

- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin.** Dane o produkcji przemysłowej (2,2% r/r w listopadzie wobec 5,0% w październiku), sprzedaży detalicznej (-5,9% wobec -0,5%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (5,3% wobec 5,8%) zasygnalizowały dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach. Jednocześnie ukształtowały się one poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio 3,6%, -3,6% oraz 5,7%). W danych widać efekty zarówno osłabienia popytu wewnętrznego (będące w znacznym skutkiem prowadzonej przez chiński rząd polityki „zero COVID" oraz kryzysu na rynku nieruchomości), jak i spowolnienia aktywności w światowym handlu. Prognozujemy, że w kolejnych miesiącach chiński rząd nasili działania w ramach swojej polityki gospodarczej ukierunkowane na pobudzenie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą w Chinach będzie stopniowe odchodzenie przez chiński rząd od polityki „zero COVID". Niemniej jednak prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach obniży się do 3,0% w 2022 r. wobec 8,1% w 2021 r.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB podniósł główną stopę procentową o 50pb do 1,00%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W komunikacie zaznaczono, że celem podwyżki stóp procentowych jest przeciwdziałanie narastaniu presji inflacyjnej. Jednocześnie SNB w swoim komunikacie podtrzymał deklarację, że nie wyklucza on kolejnych podwyżek stóp procentowych, jeśli byłyby one konieczne dla zapewnienia stabilności cen w średnim okresie. SNB podtrzymał również swoją gotowość do interwencji walutowych w razie potrzeby. SNB opublikował także najnowsze projekcje makroekonomiczne. SNB podtrzymał swoją prognozę dynamiki PKB w 2022 r. na poziomie ok. 2,0%. Jednocześnie przedstawił pierwszą prognozę PKB na 2023 r., zgodnie z którą tempo jego wzrostu obniży się do 0,5%, co będzie efektem słabszego popytu zagranicznego oraz wysokich cen energii ograniczających aktywność gospodarczą. Nieznacznie zrewidowana została ścieżka inflacji, zgodnie z którą wyniesie ona 2,9% w 2022 r. (3,0% we wrześniowej projekcji), 2,4% w 2023 r. (2,4%) oraz 1,8% w 2024 r. (1,7%). Ubiegłotygodniowa decyzja SNB jest spójna z naszą prognozą kursów EURCHF (0,97 na koniec 2022 r. i 0,98 na koniec 2023 r.) oraz CHFPLN (4,77 na koniec 2022 r. i 4,65 na koniec na koniec 2023 r.).

Potrzeby pożyczkowe publicznego sektora wciąż (za) wysokie

W MAKROmapie z 12.09.2022 omówiliśmy temat sfinansowania budżetu państwa na 2023 r., w tym kształtowanie się tzw. potrzeb pożyczkowych. Od tego czasu opublikowane zostały nowe dokumenty w tym zakresie (m.in. projekt ustawy budżetowej przekazany do sejmu oraz strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych), jak również zostały ogłoszone nowe działania w zakresie polityki fiskalnej. Z tego względu aktualizujemy naszą wcześniejszą analizę.

Potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa to kwota, która jest niezbędna do sfinansowania deficytu budżetu państwa i budżetu środków europejskich, rozchodów budżetu państwa (m.in. spłata pożyczek i kredytów) oraz wykupu obligacji wyemitowanych w poprzednich latach, które zapadają w danym roku. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej przekazanej do sejmu potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa wyniosą 260,7 mld zł w 2023 r. i są niższe o 9 mld zł w porównaniu do wartości przedstawionej we wcześniejszym projekcie budżetu. Warto jednak zwrócić uwagę, że projekt budżetu nie uwzględnia realizacji niektórych wydatków, których prawdopodobieństwo materializacji w 2023 r. jest naszym zdaniem znaczące. Tym samym rzeczywiste potrzeby pożyczkowe sektora publicznego będą najprawdopodobniej znacząco wyższe od kwoty założonej w projekcie ustawy.



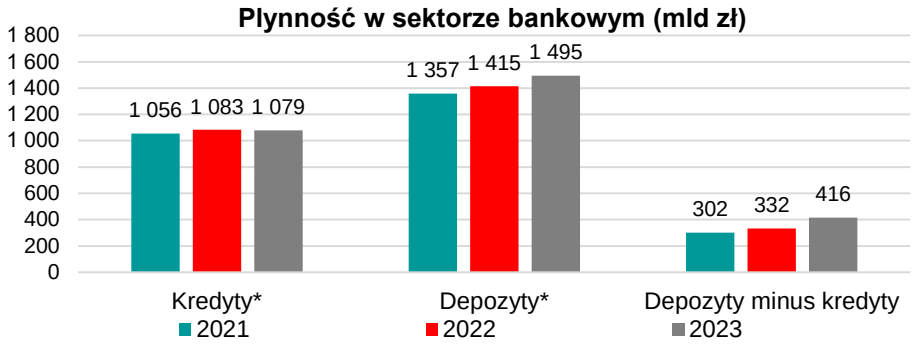
Źródło: MinFin, Credit Agricole

Po pierwsze, projekt budżetu nie przewiduje przedłużenia obowiązywania obniżonej stawki VAT na żywność w 2023 r. Zgodnie z szacunkami rządu, koszt przedłużenia Tarczy Antyinflacyjnej w zakresie cen żywności na pierwszą połowę 2023 r. to 8,7 mld zł. Zakładamy, że z uwagi na kształtowanie się inflacji ogółem w 2023 r. na wysokim poziomie, obniżona stawka VAT na żywność zostanie utrzymana przez cały 2023 r., co będzie wiązało się utratą dochodów do budżetu w wysokości 17,4 mld zł. Po drugie, uważamy, że w ramach kampanii wyborczej rząd podejmie decyzję o przyznaniu 14tej i 15tej emerytury w 2023 r. (budżet przewiduje sfinansowanie tylko tzw. trzynastki) oraz waloryzację świadczeń w ramach programu Rodzina 500+ do 700 zł na dziecko od połowy 2023 r. Takie działania wiązałyby się ze wzrostem wydatków budżetowych o odpowiednio 28 i 8 mld zł. Alternatywnie, dopuszczamy zwiększenie przez rząd innych wydatków (w tym socjalnych) w skali zbliżonej do kosztu 14stej i 15stej emerytury i 40-procentowej waloryzacji świadczenia 500+. Po trzecie, rząd przygotował szereg rozwiązań, których celem jest zniwelowanie rosnących cen energii w przyszłym roku (m.in. zamrożenie cen gazu, dodatek węglowy, dodatek do innych paliw niż węgiel). Łączny ich koszt szacowany jest na 57,5 mld zł. Trudno jest jednoznacznie przewidzieć, czy wspomniane powyżej działania rzeczywiście zostaną zrealizowane, albo czy rząd poczyni jednoczesne oszczędności w innych obszarach budżetu. Niemniej jednak, uwzględniając w pełni powyższe dodatkowe działania, potrzeby pożyczkowe brutto zwiększyłyby się o 111 mld zł względem wielkości zaprezentowanej w projekcie ustawy budżetowej i wyniosłyby 371,8 mld zł. Obniżenie przez rząd szacunku potrzeb pożyczkowych brutto o 9 mld zł, zakładane przez nas opóźnienie momentu waloryzacji świadczenia 500+ ze stycznia do lipca 2023 r. oraz zastąpienie Tarczy Antyinflacyjnej w zakresie cen energii innymi rozwiązaniami przyczyniło się w sumie do obniżenia szacowanych przez nas potrzeb pożyczkowych brutto w ramach budżetu centralnego o 17,7 mld zł względem wartości przedstawionej we wrześniowej analizie (389,4 mld zł).

Jednocześnie należy pamiętać, że potrzeby pożyczkowe sektora instytucji rządowych i samorządowych (sektor *general government)* nie ograniczają się do omawianych wyżej potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (tzw. budżetu centralnego). Oprócz tego konieczne jest również zapewnienie finansowania dla jednostek samorządu terytorialnego oraz zobowiązań zaciąganych przez fundusze w Banku Gospodarstwa Krajowego zaliczane do tego sektora. Wśród nich można wymienić m.in. Krajowy Fundusz Drogowy, Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, Funduszu Pomocy i Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych. Konkretne potrzeby pożyczkowe tych jednostek nie zostały jeszcze upublicznione. Można je jednak oszacować na podstawie zmiany różnicy pomiędzy długiem instytucji rządowych i samorządowych a państwowym długiem publicznym. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej przekazanej do sejmu zadłużenie pozostałych instytucji zaliczanych do sektora *general government* zwiększy się o 84,5 mld zł pomiędzy 2022 r. i 2023 r. Podobną wartość (84,4 mld zł) wskazuje Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2023-2026 i sygnalizuje, że za wzrost tego zadłużenia odpowiadają przede wszystkim potrzeby pożyczkowe wspomnianych funduszy. Te 84-85 mld zł, to inaczej przybliżona wartość tzw. potrzeb pożyczkowych netto, czyli potrzeb pożyczkowych brutto po wyłączeniu wykupu obligacji zapadających w 2023 r. Korzystając z Wieloletniej Prognozy Finansowej jednostek samorządu terytorialnego zakładamy, że łączne potrzeby pożyczkowe brutto funduszy BGK i jednostek samorządu terytorialnego wyniosą 95 mld zł w 2023 r. Wskazany szacunek nie zmienił się względem naszej wrześniowej analizy.

W celu oceny wpływu emisji dłużnych papierów wartościowych przez rząd, jednostki samorządu terytorialnego i BGK na kształtowanie się rentowności obligacji, konieczne jest spojrzenie na ich łączną podaż (nowe emisje plus rolowanie długu zapadającego w 2023 r.), czyli inaczej potrzeby pożyczkowe brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych. Szacujemy, że wyniosą one 466,3 mld zł w 2023 r. (13,8% PKB), na co złożą się nowe emisje w wysokości 306,0 mld zł i wykup zapadających obligacji w kwocie 160,2 mld zł. Część tych potrzeb została już sfinansowana (prefinansowana) w 2022 r. Na podstawie informacji o emisjach obligacji skarbowych i oszczędnościowych przez rząd szacujemy, że rząd sfinansował już 44 mld zł potrzeb pożyczkowych. Uwzględniając prefinansowanie, potrzeby pożyczkowe brutto w 2023 r. będą wciąż znaczące i wyniosą 422 mld, oddziałując w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Taka tendencja będzie również wspierana przez oczekiwane przez nas zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, przede wszystkim Fed i EBC w (patrz wyżej). Naszym zdaniem, w przypadku znaczącego wzrostu rentowności, możliwe jest wznowienie przez NBP skupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Takie działanie będzie oddziaływało w kierunku obniżenia rentowności obligacji i stabilizowało rynek instrumentów dłużnych, co może przyczynić się do zwiększenia popytu na obligacje skarbowe ze strony inwestorów zagranicznych. Zarysowane powyżej warunki rynkowe będą sprzyjały podwyższonej zmienności kursu złotego.

Oprócz analizy wpływu zwiększonej podaży długu na kształtowanie się rentowności obligacji kluczowa jest również kwestia kształtowania się popytu na instrumenty dłużne emitowane przez jednostki sektora publicznego. W ocenie możliwości sfinansowania potrzeb pożyczkowych sektora instytucji rządowych i samorządowych ważne jest spojrzenie na potrzeby pożyczkowe netto. Zakładamy, ze dług zapadający w przyszłym roku zostanie po prostu zrolowany. Szacujemy, że potrzeby pożyczkowe netto sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniosą 306 mld zł w 2023 r. (110,5 mld zł zaplanowane w ramach budżetu centralnego i 85 mld zł ze strony funduszy BGK i jednostek samorządu terytorialnego oraz 111 mld zł z uwagi na oczekiwane przez nas działania rządu nieuwzględnione w budżecie), czyli 9,1% PKB. Nawet w ostrożnym szacunku, zakładającym, że 14ta i 15ta emerytura nie zostałyby przyznane, a świadczenie 500+ nie zostałoby zwaloryzowane, potrzeby pożyczkowe netto sektora *general government* wyniosłyby 270 mld zł (8,0% PKB) w 2023 r.



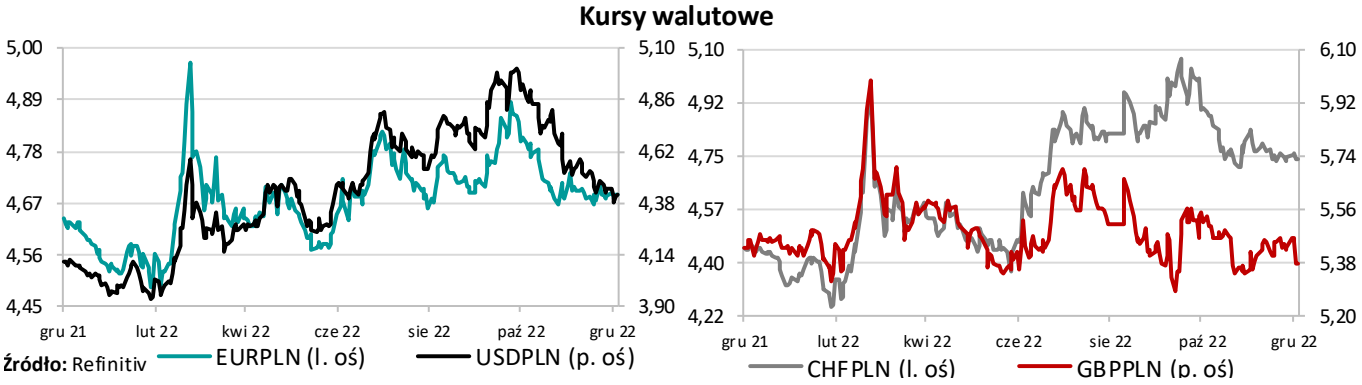
Źródło: NBP, Credit Agricole *przedsiębiorstwa niefinansowe i gosp. domowe

Uważamy, że ważnym nabywcą obligacji emitowanych przez rząd będą krajowe banki. W warunkach oczekiwanego przez nas spowolnienia wzrostu gospodarczego (i spadku akcji kredytowej) oraz szybkiego wzrostu depozytów (napędzanego przez wzrost nominalnych wynagrodzeń i relatywnie wysokie stopy procentowe) płynność w sektorze bankowym zwiększy się wyraźnie w 2023 r. Nadpłynność, w uproszczeniu rozumiana jako nadwyżka depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych nad udzielonymi im kredytami, zwiększy się naszym zdaniem w 2023 r. o ok. 85 mld zł w porównaniu do 2022 r. Z uwagi na konstrukcję podatku bankowego (brak opodatkowania obligacji) duża część z tych środków zostanie naszym zdaniem przeznaczona na zakup długu publicznego.

Należy zwrócić uwagę, że szacowane przez nas potrzeby pożyczkowe netto (zarówno w wariancie pełnym, jak i ostrożnym, odpowiednio 306 i 270 mld zł) są dosyć wysokie nawet po odjęciu prefinansowania zrealizowanego w 2022 r. (44 mld zł) oraz wolnych środków zgromadzonych na rachunkach budżetowych, które mogłyby zostać użyte do ich sfinansowania. Szacujemy, że poduszka płynnościowa rządu wynosi ok. 15 mld zł. Po uwzględnieniu tych dwóch źródeł finansowania, nadal konieczna będzie emisja długu w 2023 r. w wysokości 247 mld zł w wariancie pełnym i 211 mld zł w wariancie ostrożnym. Kwoty te stanowią wielokrotność szacowanego przez nas przyrostu nadpłynności w sektorze bankowym (85mld zł), który mógłby zostać przeznaczony na zakup obligacji. Emisja obligacji przez rząd mogłaby dodatkowo zostać sfinansowana przez środki ulokowane dotychczas przez banki w bonach pieniężnych NBP (ok. 200 mld zł). Uważamy jednak, że potencjał do takiego transferu środków jest ograniczony z uwagi na znaczące ryzyko stopy procentowej (bony pieniężne NBP to lokata kapitału na 7 dni, podczas gdy obligacje maja zwykle kilkuletnie okresy zapadalności). W rezultacie rząd mógłby zdecydować się na emisję bonów skarbowych o krótkim terminie zapadalności (poniżej roku), aby zwiększyć atrakcyjność takich papierów wartościowych względem bonów pieniężnych NBP. Część finansowania może być pozyskana od inwestorów zagranicznych, choć trudno przewidzieć jego poziom. Tym samym w 2023 r. mogą pojawić się problemy ze sfinansowaniem potrzeb pożyczkowych rządu, które będą rodziły konieczność ograniczenia niektórych wydatków publicznych.

W „Opinii RPP do projektu Ustawy budżetowej na rok 2023 r." stwierdzono, że nastawienie polityki fiskalnej będzie neutralne w przyszłym roku. Trudno jednoznacznie przewidzieć, czy wspomniane przez nas powyżej działania rządu (wypłata 14. i 15. emerytury, waloryzacja programu 500+, obowiązywanie niższej stawki VAT na żywność przez cały rok) rzeczywiście zostaną zrealizowane w 2023 r., albo czy rząd poczyni jednoczesne oszczędności w innych obszarach budżetu. Niemniej jednak, uwzględniając w pełni powyższe dodatkowe działania, szacujemy, że deficyt sektora *general government* wyniesie 261 mld zł (150 mld zł założone w ustawie budżetowej plus 111 mld zł nieuwzględnionych w ustawie działań) wobec 141,4 mld zł w 2022 r. (założonych w październikowej notyfikacji fiskalnej). W przypadku materializacji takiego scenariusza, szacowany przez nas deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zwiększyłby się z 4,6% PKB w 2022 r. do 7,7% w 2023 r., a tym samym polityka fiskalna byłaby wyraźnie ekspansywna w 2023 r. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2023 r. (1,2% r/r).

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej mogą osłabić złotego



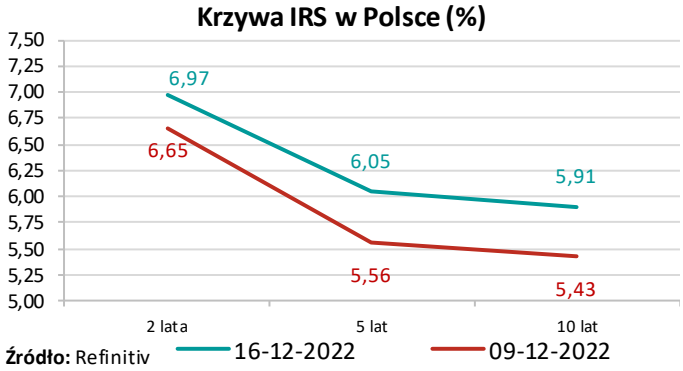
Źródło: Refinitiv

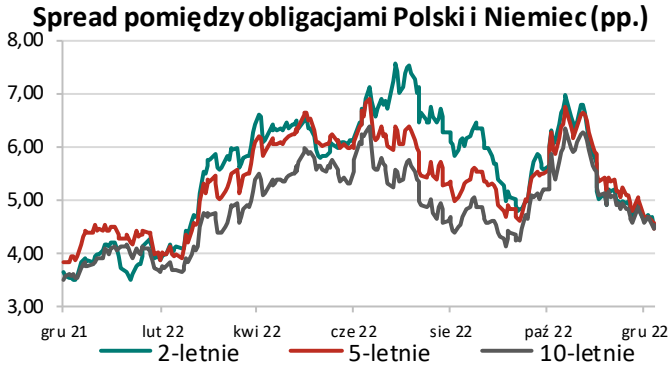
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł 4,6888 (osłabienie złotego o 0,1%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN był dość stabilny i kształtował się wokół poziomu 4,68. Z podwyższoną zmiennością mieliśmy do czynienia w środę i w czwartek ze względu na posiedzenia Fed i EBC. Niemniej ich ostateczny wpływ na kurs złotego był ograniczony.

Z wyższą zmiennością mieliśmy natomiast do czynienia w przypadku kursu EURUSD. We wtorek doszło do osłabienia dolara względem euro po publikacji niższych od oczekiwań danych o inflacji w USA. W czwartek mieliśmy do czynienia z przejściowym wzrostem kursu EURUSD podczas konferencji prasowej po posiedzeniu EBC.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej (wtorek) i sprzedaży detalicznej (środa). W naszej ocenie mogą one przyczynić się do osłabienia złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Jednocześnie z uwagi na okres świąteczny na rynku będziemy mieć do czynienia z relatywnie niską płynnością, co będzie sprzyjać stabilizacji kursu złotego.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w centrum uwagi





Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 6,97 (wzrost o 32pb), 5-letnie do 6,05 (wzrost o 49pb), a 10-letnie do 5,91 (wzrost o 48pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za strefą euro. Do zwiększenia rentowności obligacji w strefie euro przyczynił się jastrzębi wydźwięk ubiegłotygodniowego posiedzenia EBC.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej (wtorek) i sprzedaży detalicznej (środa), które w naszej ocenie mogą przyczynić się do spadku stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Jednocześnie z uwagi na okres świąteczny na rynku będziemy mieć do czynienia z relatywnie niską płynnością, co będzie sprzyjać stabilizacji stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75
Kurs EURPLN*	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	**4,70**
Kurs USDPLN*	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	**4,45**
Kurs CHFPLN*	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	**4,77**
Inflacja CPI (r/r, %)	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,8	**1,6**	
Inflacja PPI (r/r, %)	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	22,9	**21,6**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	**15,1**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	**12,4**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	**2,3**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,8	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	**5,1**	
Saldo ROB (mln EUR)	-1483	-3883	-1091	-2032	-4206	-2844	-1340	-541	-1887	-3332	-1561	-549		
Eksport (r/r, %, EUR)	13,7	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	26,7	25,5	23,7		
Import (r/r, %, EUR)	31,2	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,7	28,9	24,6		

* 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	1,1	-1,0	0,0	2,5	3,2	4,5	1,2	3,1
Konsumpcja (%, r/r)		6,7	6,4	0,9	-2,0	-1,5	-1,5	0,7	2,5	2,9	0,0	3,0
Inwestycje (%, r/r)		4,7	6,6	2,0	-1,8	-2,4	-0,3	1,4	2,8	2,1	0,8	4,0
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		4,2	5,2	6,9	4,5	2,3	1,0	3,3	4,6	5,2	2,8	3,8
Import (ceny stałe, %, r/r)		9,4	6,9	6,0	2,3	0,3	-1,0	3,1	4,0	5,9	1,6	4,3
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,6	0,5	-1,0	-0,9	-0,9	0,4	1,2	1,6	0,0	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,0	0,3	-0,4	-0,3	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,7
	Eksport netto (pp.)	-2,7	-0,7	0,6	1,3	1,2	1,3	0,2	0,4	-0,2	0,8	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-2,7	-3,5	-3,7	-4,0	-3,9	-3,8	-3,7	-3,6	-4,0	-3,6	-3,0
Stopa bezrobocia (%)**		5,8	5,2	5,1	5,3	5,7	5,4	5,3	5,5	5,3	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	14,0	14,5	13,2	11,4	9,9	12,5	12,3	7,5
Inflacja CPI (%)*		9,6	13,9	16,3	17,5	18,3	13,5	10,1	6,4	14,3	12,1	4,8
Wibor 3-miesięczny (%)**		4,77	7,05	7,21	7,08	6,88	6,88	6,88	6,88	7,08	6,88	5,76
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	4,70	4,78	4,73	4,70	4,65	4,70	4,65	4,50
USDPLN**		4,19	4,48	4,95	4,45	4,78	4,59	4,43	4,27	4,45	4,27	4,29

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 19.12.2022 r.				
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	86,3		87,4
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	III kw.	4,1		
		Wtorek 20.12.2022 r.				
10:00	**Polska**	**Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)**	**Listopad**	**13,0**	**12,4**	**13,3**
10:00	**Polska**	**Inflacja PPI (%r/r)**	**Listopad**	**22,9**	**21,6**	**21,1**
10:00	**Polska**	**Produkcja przemysłowa (%r/r)**	**Listopad**	**6,8**	**1,6**	**2,0**
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Październik	-8,1		
10:00	**Polska**	**Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)**	**Listopad**	**2,4**	**2,3**	**2,3**
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Listopad	1425	1389	1400
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1512	1474	1483
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	-23,9		-22,0
		Środa 21.12.2022 r.				
10:00	**Polska**	**Sprzedaż detaliczna (%r/r)**	**Listopad**	**18,3**	**15,1**	**16,9**
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	4,43	4,25	4,20
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	100,2	101,0	101,0
		Czwartek 22.12.2022 r.				
14:00	**Polska**	**Podaż pieniądza M3 (%r/r)**	**Listopad**	**7,0**	**6,6**	**5,9**
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	2,9	2,9	2,9
		Piątek 23.12.2022 r.				
10:00	**Polska**	**Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)**	**Listopad**	**5,1**	**5,1**	**5,1**
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,5		
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Listopad	6,0	5,5	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Listopad	5,0	4,6	4,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Listopad	1,1	-2,0	-0,8
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Listopad	632	600	595
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	59,1	59,1	59,1

* 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

Krystian JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
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**

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.