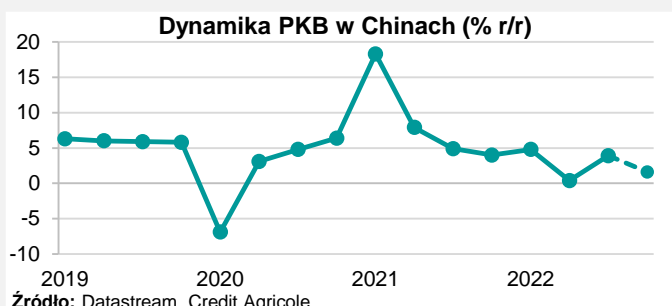


W tym tygodniu

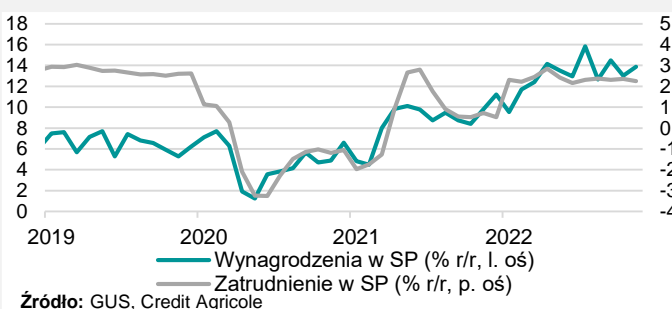
Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych z Chin. Oczekujemy, że PKB zwiększył się w IV kw. o 1,6% r/r wobec wzrostu o 3,9% w III kw. (-1,1% kw/kw w IV kw. wobec +3,9% w III kw.). Oczekujemy, że dane miesięczne również wskażą na dalsze



spowolnienie wzrostu aktywności gospodarczej. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa obniżyła się o 1,0% r/r w grudniu wobec wzrostu o 2,2% w listopadzie, dynamika sprzedaży detalicznej zmniejszyła się do -8,0% r/r z -5,9% w listopadzie, a wzrost inwestycji w aglomeracjach miejskich spowolnił do 4,8% r/r w grudniu z 5,3% w listopadzie. Dane potwierdzą zatem, że chińska gospodarka pozostaje pod negatywnym wpływem pandemii COVID-19 – w grudniu rozpoczęto luzowanie obostrzeń, które doprowadziło do skokowego wzrostu zakażeń. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w grudniu o 0,7% m/m wobec spadku o 0,6% w listopadzie, z uwagi na mniejszą sprzedaż w branży motoryzacyjnej i spadek cen paliw. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła -0,2% m/m, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1350 tys. w grudniu wobec 1427 tys. w listopadzie), pozwoleń na budowę (1350 tys. wobec 1370 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,96 mln wobec 4,09 mln) wskażą na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Naszym zdaniem publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.

W piątek opublikowane zostaną grudniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w porównaniu do listopada i wniósła 2,3% r/r. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się naszym

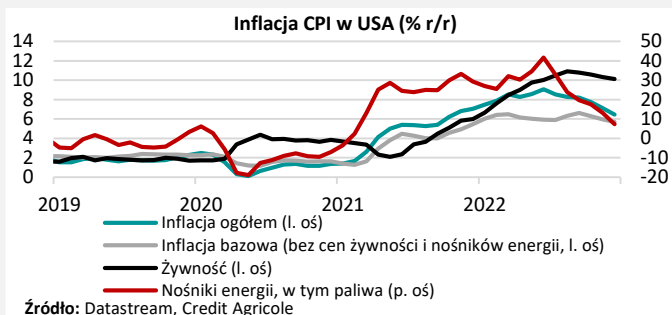


zdaniem do 12,4% r/r w grudniu z 13,9% r/r w listopadzie z uwagi na efekty wysokiej bazy sprzed roku oraz przesunięcia terminu wypłat premii w górnictwie. Grudniowe dane będą kolejnym potwierdzeniem dobrej sytuacji na rynku pracy. Uważamy, że wysoka inflacja, niska stopa bezrobocia oraz utrzymujące się trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będą sprzyjały presji na wzrost wynagrodzeń w kolejnych miesiącach, jednak ryzyko wystąpienia spirali płacowo-cenowej pozostaje niskie (por. MAKROmapa z 09.01.2023). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

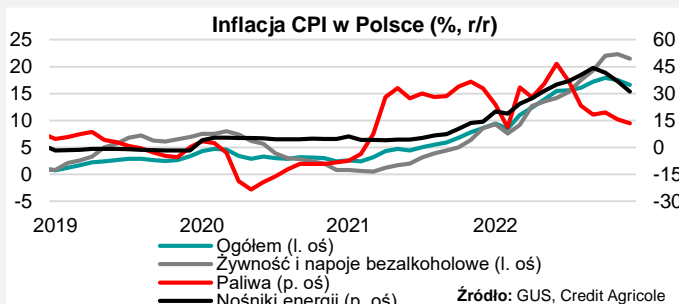
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI w USA zmniejszyła się w grudniu do 6,5% r/r wobec 7,1% w listopadzie, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Spadek inflacji wynikał z niższego tempa wzrostu cen nośników energii oraz żywności, a także obniżenia inflacji bazowej, która zmniejszyła się w grudniu do 5,7% r/r wobec 6,0% w listopadzie i także ukształtowała się zgodnie z konsensusem.

Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w styczniu do 64,6 pkt. wobec 60,4 pkt. w grudniu i ukształtował się powyżej oczekiwań rynku (60,4 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Zmniejszyła się natomiast podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku (4,0% r/r w styczniu wobec 4,4% w grudniu), co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych w USA obniżają się. Ze względu na obniżającą się presję inflacyjną dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym, Fed dokona jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych: w lutym o 50pb i w marcu o 25pb, kończąc tym samym cykl podwyżek z docelowym przedziałem dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wynoszącym [5,00%; 5,25%]. Jednocześnie nadal oczekujemy, że w 2024 r. Fed rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych i w całym 2024 r. zmniejszy stopy procentowe łącznie o 100pb.



Zgodnie z finalnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w grudniu do 16,6% r/r wobec 17,5% w listopadzie, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (17,3%). Tym samym inflacja obniżyła się po raz drugi

miesiąc z rządu. Do zmniejszenia inflacji przyczyniły się niższe dynamiki cen w kategoriach „nośniki energii” (31,1% r/r w grudniu wobec 36,8% w listopadzie), „żywność i napoje bezalkoholowe” (21,5% wobec 22,3%) oraz „paliwa” (13,5% wobec 15,5%), podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w grudniu do 11,5%-11,6% r/r wobec 11,4% w listopadzie. Choć przyspieszenie wzrostu inflacji bazowej wskazuje, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje silna, to jej coraz mniejszy zakres pod względem liczby kategorii z rosnącą dynamiką cen może świadczyć o pierwszych sygnałach jej słabnięcia (por. MAKROpuls z 13.01.2023). W całym 2022 r. inflacja zwiększyła się do 14,3% r/r wobec 5,1% w 2021 r. Prognozujemy, że inflacja ogółem osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 18,8% r/r w lutym 2023 r., a następnie zacznie się obniżać do 7,1% w grudniu 2023 r. Oczekujemy, że w 2023 r. inflacja CPI wyniesie średniorocznie 12,1%. Nasza prognoza jest obciążona 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 listopadzie do -422 mln EUR wobec -597 mln EUR w październiku, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-970

mln EUR) i naszej prognozy (-1084 mln EUR). Tym samym jest to 13 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 788 mln EUR i 7 mln EUR wyższe niż w październiku), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe salda usług i dochodów pierwotnych (odpowiednio o 102 mln EUR i 518 mln EUR niższe niż w październiku). Jednocześnie w listopadzie odnotowano spadek dynamiki eksportu (20,3% r/r w listopadzie wobec 24,4% w październiku) oraz importu (17,7% wobec 25,3%). Zgodnie z komunikatem NBP głównym czynnikiem wyjaśniającym utrzymujący się silny wzrost realnej wartości eksportu jest zwiększony eksport w branży motoryzacyjnej, będący efektem poprawy dostępności kluczowych komponentów wykorzystywanych w produkcji, a także wyższy eksport żywności oraz paliw. Z kolei do stopniowego wyhamowywania wysokiej dynamiki wartości importu przyczynił się spadek importu towarów zaopatrzeniowych. 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.

Saldo chińskiego bilansu handlowego w Chinach zwiększyło się w grudniu do 78,0 mld USD wobec 69,8 mld USD w listopadzie przy oczekiwaniach rynku równych 76,2 mld USD. Dynamika eksportu zmniejszyła się w grudniu do -9,9% r/r wobec -8,7% w listopadzie, a dynamika importu wzrosła do -7,5% wobec -10,6%, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio -10,0% oraz -9,8%). Dane o eksporcie sygnalizują obniżenie aktywności w światowym handlu, a także negatywny wpływ wprowadzonych przez administrację J. Bidna restrykcji na chińską sprzedaż niektórych towarów do USA (m.in. elektroniki). Z kolei dane o imporcie wskazują na negatywny wpływ wzrostu liczby zamówień wraz z odejściem od polityki „zero COVID” na chiński popyt wewnętrzny. Uważamy, że istotnej poprawy sytuacji epidemicznej w Chinach można oczekiwać na przełomie marca i kwietnia br., co będzie sprzyjało ożywieniu popytu wewnętrznego. Jest to spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą dynamika PKB w Chinach zwiększy się w 2023 r. do 5,0% r/r wobec 3,0% w 2022 r., a w 2024 r. ukształtuje się na poziomie 4,8%.

Zgodnie z oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W ocenie agencji, obecny rating równoważy z jednej strony zdywersyfikowaną gospodarkę, relatywnie niski poziom długu publicznego oraz silne fundamenty polskiej gospodarki, a z drugiej strony wskaźniki opracowane przez Bank Światowy dotyczące praworządności i PKB per capita, które kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating A. Fitch zmodyfikował nieznacznie ocenę dotyczącą czynników, których materializacja mogłaby się przyczynić do decyzji negatywnej dla ratingu Polski w przyszłości. Pierwszym z nich jest trwały wzrost relacji długu publicznego do PKB. Drugi to utrzymywanie się inflacji na wysokim poziomie, które przyczyniłoby się do pogorszenia konkurencyjności polskiej gospodarki, spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz wzrostu zadłużenia zagranicznego. Trzecim – znaczące pogorszenie sytuacji w zakresie praworządności, nasilenie napięć na linii Polska-UE lub istotny spadek wiarygodności Polski w zakresie sytuacji fiskalnej lub gospodarczej. W poprzedniej ocenie Fitch zwracał natomiast uwagę na negatywne następstwa szoku energetycznego jako jeden z potencjalnie negatywnych czynników dla ratingu Polski. Czynniki, które mogłyby się przyczynić do poprawy oceny wiarygodności kredytowej Polski nie zmieniły się istotnie w porównaniu do poprzedniego raportu. Zdaniem Fitch podwyżka ratingu mogłaby nastąpić w przypadku silniejszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego i związanego z tym szybszego zmniejszania luki dochodowej pomiędzy Polską i krajami rozwiniętymi lub trwałego spadku długu publicznego w relacji do PKB. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

O ile zmniejszenie stawki VAT obniżyło ceny żywności?

Z początkiem 2023 r. rząd przywrócił stawki VAT dla paliw i wybranych nośników energii sprzed wybuchu wojny w Ukrainie. Stawki te przez ostatni rok kształtowały się na obniżonym poziomie z uwagi na obowiązywanie tzw. Tarczy Antyinflacyjnej. W przypadku żywności i napojów bezalkoholowych okres obowiązywania zerowej stawki VAT został wydłużony do czerwca 2023 r. Poniżej szacujemy, jaki był wpływ obniżki VAT na ceny żywności.

Obniżka stawki VAT do zera w lutym 2022 r. dotyczyła towarów żywnościowych opodatkowanych dotychczas stawką w wysokości 5%. Towary te stanowią około 80% zakupów w ramach kategorii inflacyjnej „żywność i napoje bezalkoholowe”. Tym samym tarczą Antyinflacyjną nie zostały objęte m.in. cukier, kawa, herbata, czekolada, napoje gazowane, które przed lutym 2022 r. były opodatkowane stawką VAT wyższą niż 5%. Gdyby obniżenie stawki VAT znalazło pełne odzwierciedlenie w cenach detalicznych, ceny towarów żywnościowych objętych Tarczą Antyinflacyjną powinny obniżyć się o 4,8%. Przykładowo towar, którego cena netto wynosiła 100 zł kosztowałaby 105 zł brutto przed obniżką stawki VAT, a przy zerowej stawce VAT jego cena brutto powinna obniżyć się do 100 zł czyli spaść o 4,8%. Niemniej jednak z uwagi na różne czynniki (m.in. kształtowanie się marż, konkurencję na danym rynku, dostęp do informacji, presję kosztową) sprzedawcy mogli wraz z wprowadzeniem Tarczy Antyinflacyjnej jednocześnie podnieść cenę netto, co skutkowało by mniejszą reakcją (niż spadek o 4,8%) ceny brutto na obniżenie stawki VAT. Uwarunkowania, które mogą ograniczać transmisję obniżki stawki VAT na ceny żywności omówiliśmy szczegółowo w MAKROmapie z 10.01.2022.

W celu oszacowania rzeczywistej skali transmisji obniżki stawki VAT na ceny żywności w Polsce skorzystaliśmy z analizy ekonometrycznej – tzw. metody *difference-in-differences*. W dużym uproszczeniu, metoda ta polega na zmierzeniu różnicy pomiędzy ceną danego produktu przed i po obniżeniu stawki VAT w Polsce. Następnie liczona jest różnica pomiędzy poziomami cen analogicznego produktu w tych samych punktach czasowych w innym kraju. Różnica tych dwóch wspomnianych różnic (*difference-in-differences*) w obu krajach odpowiada na pytanie jaki był efekt interwencji rządu (w tym wypadku obniżki stawki VAT) na ceny żywności. Metoda ta wykorzystuje założenie o równoległości trendów (zmian w czasie) w obu krajach. Innymi słowy, zakładamy, że gdyby stawka VAT nie została obniżona w Polsce, ceny żywności w Polsce i w wybranym kraju odniesienia zachowywałyby się tak samo.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Jako kraj odniesienia (czyli scenariusz kontrfaktyczny do sytuacji Polski) wybraliśmy Czechy. Wynika to z dwóch czynników. Po pierwsze, ze względu na zbliżoną szerokość geograficzną, rolnictwo w Polsce i w Czechach ma podobne uwarunkowania klimatyczne. Z tego powodu, struktura produkcji rolnej w Polsce i w Czechach jest zbliżona. Po drugie, ze względu na

bliskość geograficzną oraz możliwość swobodnego przepływu towarów w ramach UE, istnieją duże możliwości przeprowadzenia arbitrażu w warunkach odchylenia się cen produktów rolno-spożywczych pomiędzy tymi krajami. Te podobieństwa potwierdza również analiza statystyczna. Korelacja pomiędzy Polską i Czechami w przypadku poszczególnych podkategorii inflacyjnych w ramach kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” była w ostatnich latach bardzo wysoka i wynosiła przeciętnie 0,80. Jednocześnie rząd Czech nie podjął żadnej interwencji w mechanizm kształtowania się cen żywności w okresie

obowiązywania Tarczy Antyinflacyjnej w Polsce. Tym samym założenie, że gdyby w Polsce stawka VAT nie została obniżona, ceny żywności w Polsce i Czechach zachowywałyby się podobnie, jest uzasadnione.

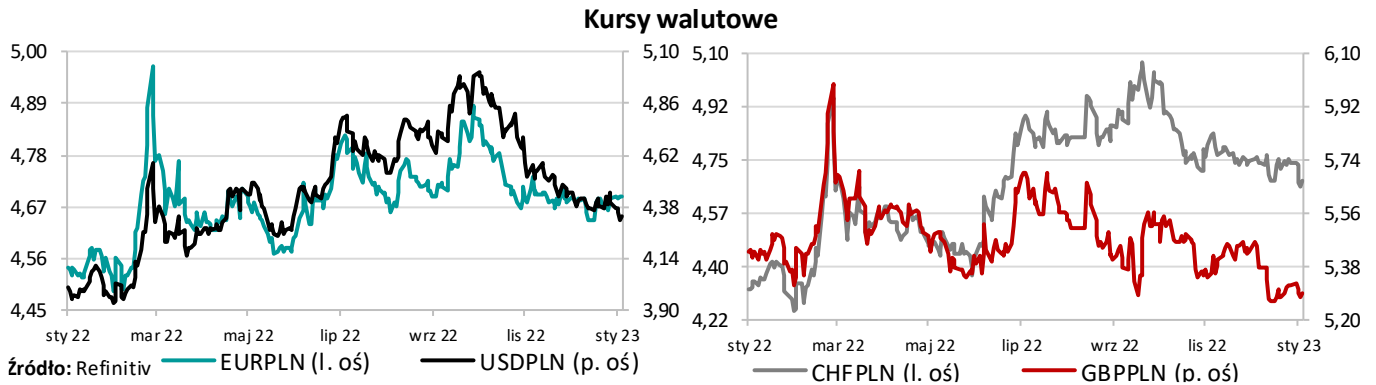
Naszą analizę przeprowadziliśmy na podstawie kilkudziesięciu tzw. grup elementarnych żywności, czyli podstawowych kategorii będących najniższym poziomem w systemie wag służącym do obliczania wskaźników cen na wyższych szczeblach agregacji. Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego, obniżka stawki VAT przyczyniła się do zmniejszenia cen produktów żywnościowych, które wcześniej były objęte 5-procentową stawką, przeciętnie o ok. 3%. Oznacza to, że transmisja obniżki stawki VAT na ceny produktów wyniosła ok. 60%. Biorąc pod uwagę, że towary te stanowią 80% wartości zakupów w ramach kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe”, to można szacować, że obniżka VAT oddziaływała w kierunku spadku produktów spożywczych ogółem o ok. 2,4%. Uważamy, że niepełna transmisja obniżki VAT na ceny wynikała z silnej presji kosztowej w sektorze rolno-spożywczym i handlu detalicznym (rosnące ceny surowców rolnych, energii, transportu, opakowań i pracy), w warunkach której niektórzy dystrybutorzy żywności starali się wykorzystać zmiany podatkowe do podniesienia swojej rentowności. Biorąc pod uwagę wagę żywności w całym koszyku inflacyjnym, szacujemy, że obniżenie stawki VAT na żywność oddziaływało w kierunku spadku inflacji ogółem w Polsce o 0,6 pkt. proc.

Przy okazji, odpowiednio modyfikując nasz model zweryfikowaliśmy również dwie hipotezy dotyczące mechanizmu ustalania cen przez sprzedawców. Pierwsza z nich dotyczy sztucznych podwyżek cen w styczniu 2022 r. w okresie pomiędzy ogłoszeniem planów obniżki stawki VAT na żywność a wejściem jej w życie. Zgodnie z doniesieniami medialnymi istniało ryzyko, że część przedsiębiorców podniesie ceny netto swoich produktów przed uruchomieniem Tarczy Antyinflacyjnej, aby po obniżce VAT ich cena brutto obniżyła się w mniejszym stopniu w porównaniu do pierwotnych poziomów. Nie znaleźliśmy jednak żadnych dowodów na takie działanie w styczniu 2022 r, co było zapewne efektem monitoringu cen wybranych artykułów żywnościowych przez UOKiK i piętnowania negatywnych praktyk sprzedawców. Druga hipoteza dotyczy rozłożenia efektu obniżki VAT na kilka miesięcy, ponieważ uczestnicy rynku mogli dostosowywać swoją strategię cenową do działań konkurencji. Ta hipoteza również nie znalazła odzwierciedlenia w danych empirycznych. Nasz model wskazuje, że efekt obniżki VAT na ceny zmaterializował się w pełni w lutym 2022 r.

Oszacowane przez nas efekty antyinflacyjne obniżki stawki VAT na ceny żywności są istotne, jednak dużo ważniejsze będzie zachowanie się cen żywności po wygaszeniu Tarczy. Wyniki międzynarodowych badań w obszarze transmisji zmian podatku VAT na ceny wskazują, że ważnym czynnikiem determinującym siłę wpływu przywrócenia stawek VAT do pierwotnego poziomu może być moment wygaszenia Tarczy. W warunkach słabszego popytu konsumpcyjnego firmy, w celu utrzymania i tak pogarszających się wyników sprzedażowych mogą być skłonne w większym stopniu przyjąć na siebie podwyżkę podatku. Z kolei kiedy popyt konsumpcyjny jest silny, firmy są w stanie w większym stopniu przerzucić podatek na konsumentów, bez istotnego pogorszenia wyników sprzedażowych. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że proces przywracania pierwotnych stawek VAT na żywność będzie realizowany stopniowo (w trzech transzach) i rozpocznie się dopiero w 2024 r. Stopniowy charakter wygaszenia Tarczy Antyinflacyjnej na żywność będzie wynikać z zakładanej przez nas próby uniknięcia przez sprawujący w 2024 r. władzę rząd skokowego wzrostu cen żywności. Niemniej stopniowe przywracanie pierwotnych stawek VAT na żywność będzie umożliwiało łatwiejsze przerzucenie ich na konsumentów (niewielkie zmiany cen będą mniej zauważalne, a w konsekwencji bardziej akceptowalne niż ich skokowy wzrost). Łącząc to z oczekiwanym przez nas ożywieniem konsumpcji od II poł. 2023 r., które potrwa również w 2024 r. prognozujemy, że wygaszenie Tarczy Antyinflacyjnej na żywność doprowadzi do pełnej transmisji podatku na ceny brutto objęte Tarczą (stanowiące 80% wydatków na żywność), a konsekwencji ceny żywności ogółem wzrosną o ok. 4%. Tym samym podtrzymujemy naszą ocenę, że Tarcza Antyinflacyjna na żywność, choć umożliwiła przejściowe obniżenie dynamiki cen żywności, w długim okresie sprawi, że ceny żywności i napojów bezalkoholowych w Polsce będą o ok. 1,6% wyższe niż w scenariuszu, gdyby Tarcza

Antyinflacyjna na żywność nie została wprowadzona (efekt wzrostu ceny netto po wprowadzeniu Tarczy, a następnie pełnej transmisji podatku VAT po jej wygaszeniu).

Dane z Chin w centrum uwagi inwestorów

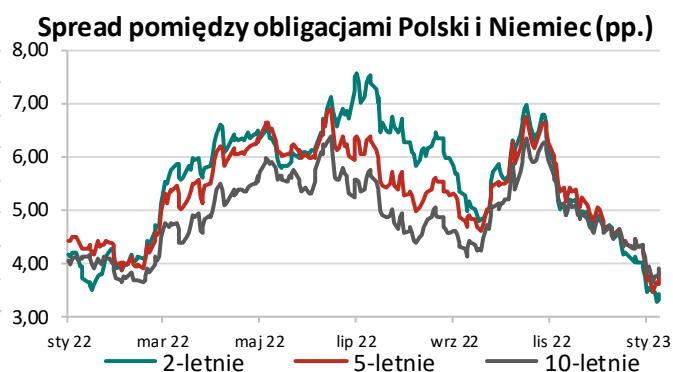
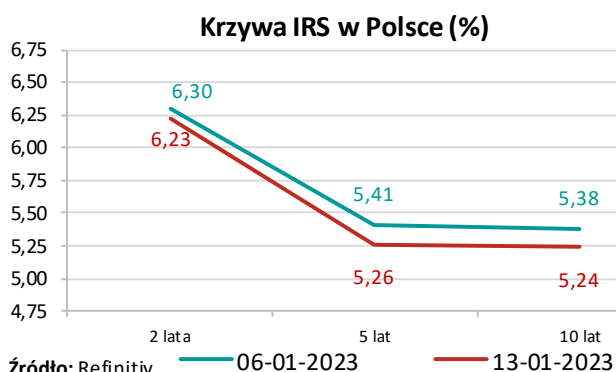


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6925 (osłabienie złotego o 0,1%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN był dość stabilny i kształtował się wokół poziomu 4,69. Obniżonej zmienności kursu EURPLN sprzyjał relatywnie ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. Publikacja zgodnych ze wstępnym szacunkiem krajowych danych o inflacji nie miała istotnego wpływu na kurs złotego.

Z wyższą zmiennością mieliśmy natomiast do czynienia w przypadku kursu EURUSD. W czwartek doszło do nieznacznego osłabienia dolara względem euro po publikacji danych wskazujących na wyraźny spadek inflacji w USA, co osłabiło oczekiwania części inwestorów na dalsze, silne podwyżki stóp procentowych przez Fed.

Ogłoszona w ubiegły piątek decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralna dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych z Chin (PKB, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich). Uważamy jednak, że nie będzie miała ona istotnego wpływu na kurs złotego. Oczekujemy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje sugerujące ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej oraz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Dalszy spadek rentowności w ślad za rynkami bazowymi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 6,23 (spadek o 7pb), 5-letnie do 5,26 (spadek o 15pb), a 10-letnie do 5,24 (spadek o 14pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Spadkowi rentowności na rynkach bazowych sprzyjają zmniejszające się oczekiwania na dalsze, silne podwyżki przez Fed i EBC w warunkach pojawiających się sygnałów o słabnącej presji inflacyjnej w USA i w strefie euro.

Ogłoszona w ubiegły piątek decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralna dla stawek IRS. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na stawki IRS. Ważnym czynnikiem wpływającym na krzywą dochodowości pozostaną informacje sugerujące ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej oraz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	sty 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	6,75
Kurs EURPLN*	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	4,69	4,70
Kurs USDPLN*	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,39
Kurs CHFPLN*	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,80
Inflacja CPI (r/r, %)	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,5	3,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	20,8	19,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	18,4	18,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	12,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	-3883	-1091	-2032	-4206	-2834	-1078	-499	-1206	-2743	-1839	-597	-422		
Eksport (r/r, % EUR)	25,0	27,4	20,3	11,9	17,6	26,8	21,5	20,3	27,6	26,5	24,4	20,3		
Import (r/r, % EUR)	39,6	38,7	29,7	31,4	36,0	32,7	27,1	21,8	29,4	30,1	25,3	17,7		

* 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	-0,7	-0,9	0,7	2,5	2,9	0,3	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	
Wkład do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,6	0,5	-1,0	-0,4	-0,5	0,4	1,2	1,6	0,2	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	5,2	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	14,0	14,5	13,2	11,4	9,9	12,5	12,3	7,5	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	17,3	18,3	13,5	10,1	6,4	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	5,76	
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	4,69	4,78	4,73	4,70	4,65	4,69	4,65	4,50	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,78	4,59	4,43	4,27	4,38	4,27	4,29	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 16.01.2023 r.							
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Grudzień	11,4	11,6	11,6	
Wtorek 17.01.2023 r.							
3:00	Chiny	PKB (% r/r)	IV kw.	3,9	1,6	1,8	
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	2,2	-1,0	0,5	
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	-5,9	-8,0	-7,8	
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Grudzień	5,3	4,8	5,0	
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	-11,2		-8,7	
Środa 18.01.2023 r.							
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	9,2	9,2	9,2	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	-0,6	-0,7	-0,8	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	-0,2	-0,2	-0,1	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Grudzień	79,7		79,6	
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Listopad	0,3		0,4	
Czwartek 19.01.2023 r.							
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Listopad	-0,4			
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Styczeń	-13,8		-11,0	
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Grudzień	1427	1350	1358	
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Grudzień	1351	1350	1370	
Piątek 20.01.2023 r.							
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	13,9	12,4	12,4	
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	2,3	2,3	2,3	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Grudzień	4,09	3,96	3,95	

* 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