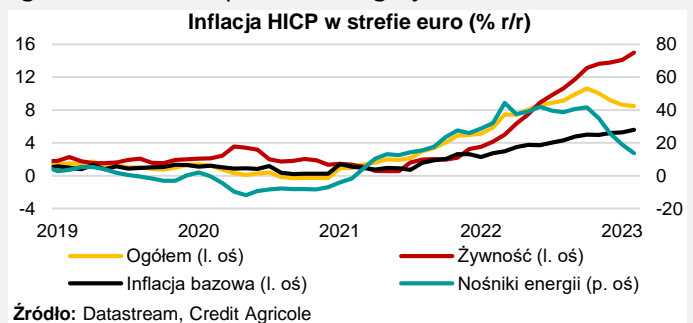
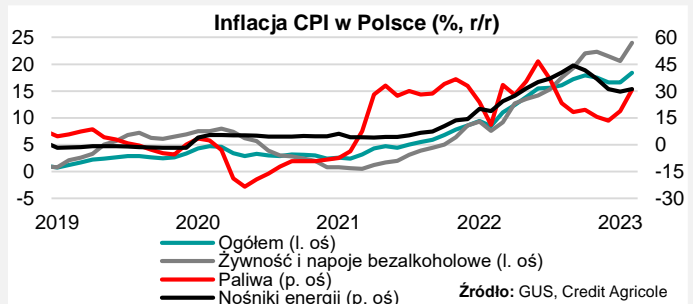


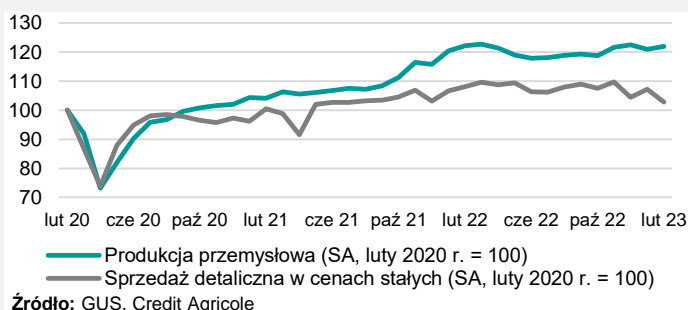
## W tym tygodniu

- 
**W piątek opublikowane zostaną wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się w marcu do 15,8% r/r wobec 18,4% w lutym.** Uważamy, że niższa inflacja w marcu wynikać będzie przede wszystkim z silnego zmniejszenia dynamiki cen paliw (efekt wysokiej bazy związany ze znaczącym wzrostem cen ropy naftowej w następstwie wybuchu wojny w Ukrainie). Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (16,1%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- 
**W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w marcu do 6,8% r/r wobec 8,5% w lutym, co wynikało przede wszystkim z niższej dynamiki cen nośników energii (0,4% r/r wobec 13,7% w lutym). Jednocześnie inflacja bazowa obniżyła się tylko nieznacznie do 5,5% r/r w marcu wobec 5,6% w lutym. W czwartek dodatkowe informacje nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zmniejszyła się ona do 7,2% r/r w marcu wobec 9,3% w lutym. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się poniżej oczekiwań rynku (7,2%), a tym samym jej realizacja będzie sprzyjać umocnieniu złotego i spadkowi rentowności polskich obligacji.
- 
**W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** W piątek opublikowane zostaną dane o inflacji PCE. Uważamy, że zmniejszyła się ona do 5,1% r/r w lutym z 5,4% w styczniu, na co złożyły się niższa dynamika cen nośników energii i stabilizacja inflacji bazowej (4,7% r/r). W czwartek poznamy z kolei trzeci szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. Zakładamy, że będzie on spójny z drugim szacunkiem, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 2,7% w IV kw. wobec 3,2% w III kw. Oczekujemy, że zarówno indeks Conference Board (100,0 pkt. w marcu wobec 102,9 pkt. w lutym) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (61,5 pkt. wobec 67,0 pkt. w lutym) wskażą na pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w związku z obawami o stabilność sektora bankowego w USA. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
- 
**W poniedziałek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 90,9 pkt. w marcu z 91,1 pkt. w lutym. Dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla tej prognozy związane z wyraźną poprawą koniunktury w Niemczech zgodnie z marcowymi wynikami badania PMI (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja indeksu Ifo będzie neutralna dla rynków finansowych.
- 
**W piątek poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Prognozujemy, że indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa obniżył się nieznacznie w marcu do 52,0 pkt. wobec 52,6 pkt. w lutym. Wskaże on tym samym na lekkie spowolnienie wzrostu aktywności w ramach ożywienia obserwowanego po zniesieniu związków z pandemią obostrzeń w Chinach. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.



## W zeszłym tygodniu

**Produkcja przemysłowa w Polsce spadła w lutym o 1,2% r/r wobec wzrostu o 1,8% r/r w styczniu, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (1,0%) i nieznacznie poniżej naszej prognozy (-0,9%).** W kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy styczniem



a lutym oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w lutym o 0,9% m/m. Wzrost produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym został odnotowany jedynie w branżach eksportowych, w których silnym wsparciem dla aktywności była redukcja zaległości produkcyjnych przy mniej dotkliwych brakach surowców i komponentów. Branże eksportowe pozostają zatem relatywnie odporne na dekonjunkturę u głównych partnerów handlowych Polski (por. MAKROpuls z 20.03.2023). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji budowlano-montażowej, która zwiększyła się w lutym o 6,6% r/r wobec wzrostu o 2,4% w styczniu, co było wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (1,2%) i naszej prognozy (0,2%). W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji budowlano-montażowej oddziaływał efekt niskiej bazy sprzed roku. Przeciwny wpływ miał natomiast wspomniany wyżej efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w lutym o 0,8% m/m. W kierunku wzrostu dynamiki produkcji pomiędzy styczniem a lutym oddziaływało jej zwiększenie w kategoriach „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”, w dużym stopniu związane z inwestycjami sektora publicznego (por. MAKROpuls z 22.03.2023). Dane o produkcji przemysłowej oraz produkcji budowlano-montażowej są spójne z naszym scenariuszem „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki. Zgodnie z tym scenariuszem dynamika polskiego PKB w 2023 r. wyraźnie obniży się, jednak pozostanie ona dodatnia (1,2% r/r wobec 4,9% w 2022 r.), a obniżonej dynamice PKB nie będzie towarzyszyć znaczący wzrost bezrobocia.




**Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w lutym do 10,8% r/r wobec 15,1% w styczniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (15,0%) oraz naszej prognozy (14,2%).** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zmniejszyła się w lutym o 5,0% r/r wobec wzrostu o 0,1% w styczniu (rewizja w górę z -0,3%), co jest jej najsilniejszym spadkiem od stycznia 2021 r., kiedy to roczna dynamika sprzedaży ograniczana była przez efekty wysokiej bazy oraz restrykcje epidemiczne związane z pandemią. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyła się w lutym o 4,1% m/m. Aż tak silny spadek odsezonowanej sprzedaży detalicznej stanowi dla nas duże zaskoczenie. W naszej ocenie poprzez niską bazę stwarza on przestrzeń do odbicia sprzedaży detalicznej w kolejnym miesiącu. Obniżenie dynamiki sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych miało w lutym szeroki zakres i zostało odnotowane aż w 7 z 8 raportowanych przez GUS kategorii. Na szczególną uwagę zasługują najsilniejszy od kwietnia 2020 r., czyli od pierwszej fazy pandemii, spadek sprzedaży w kategorii „meble, RTV, AGD”, a także wyraźne spowolnienie sprzedaży w kategorii „tekstylna, odzież, obuwie”. W naszej ocenie jest to efektem obniżającej się siły nabywczej gospodarstw domowych spowodowanej przez utrzymującą się wysoką inflację (por. MAKROpuls z 21.03.2023). Dane o sprzedaży detalicznej wskazujące na jej znaczący spadek są spójne z naszym scenariuszem zakładającym, że w I poł. br. obserwowane będzie wyraźne wyhamowanie konsumpcji. Dostrzegamy jednak ryzyko, że ostateczny spadek konsumpcji może okazać się

silniejszy niż założony w naszej prognozie (-2,0% r/r w I kw. oraz -1,0% w II kw. wobec -1,5% w IV kw.). Ostateczna skala wyhamowania konsumpcji zależy będzie jednak w znacznym stopniu od aktywności w sektorze usług, gdzie nie oczekujemy aż tak głębokich spadków jak w przypadku sprzedaży detalicznej.

**Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w lutym do 13,6% r/r wobec 13,5% w styczniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (12,0%) i naszej prognozy (11,7%).** Nieznaczne przyspieszenie nominalnego wzrostu płac w ujęciu rocznym w lutym nastąpiło mimo efektu ustąpienia wysokiej ubiegłorocznej bazy. Dane o strukturze wzrostu płac w styczniu wskazują, że za zwiększenie tempa wzrostu wynagrodzeń ogółem pomiędzy styczniem a lutym odpowiadała przede wszystkim wyższa dynamika w działach „górnictwo i wydobywanie” i „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę”. Dane te sugerują, że presja płacowa w polskim przemyśle rozkłada się nierównomiernie i jest szczególnie silna w branżach kontrolowanych przez skarb państwa (por. MAKROpuls z 20.03.2023). W pozostałych głównych branżach (przetwórstwo przemysłowe, budownictwo, handel) odnotowano spadki rocznej dynamiki płac. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się do 0,8% r/r w lutym z 1,1% w grudniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (1,0%) i naszej prognozy (0,9%). W porównaniu ze styczniem zatrudnienie zmniejszyło się w lutym o 3,8 tys. osób i był to pierwszy spadek zatrudnienia odnotowany w lutym od 2015 r. Struktura danych wskazuje na nasilające się procesy restrukturyzacyjne w branżach szczególnie silnie dotkniętych spowolnieniem wzrostu gospodarczego oraz zwiększeniem cen surowców energetycznych. Zmniejszenie dynamiki zatrudnienia oraz silniejszy spadek realnych płac w sektorze przedsiębiorstw złożyły się na obniżenie realnej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do -3,3% r/r w lutym wobec -2,1% w styczniu. Oczekujemy, że zatrudnienie w przedsiębiorstwach zacznie wyraźnie rosnąć w II poł. br. wraz z ożywieniem globalnej i krajowej koniunktury. Z kolei w przypadku dynamiki wynagrodzeń uważamy, że po jej przejściowym wzroście w I kw. br. w kolejnych kwartałach powróci ona do trendu spadkowego, który będzie również obserwowany w przypadku przeciętnego wynagrodzenia w całej gospodarce.

**Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed podniósł docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25pb do [4,75%; 5,00%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku.** Warto podkreślić, że decyzja Fed była jednomyślna, mimo ostatnich problemów z płynnością kilku amerykańskich banków, które nasiliły debatę publiczną, czy w tej sytuacji Rezerwa Federalna powinna kontynuować cykl podwyżek stóp procentowych. W komunikacie znalazł się jednak zapis, zgodnie z którym choć amerykański sektor bankowy jest „silny i odporny”, to mamy do czynienia z niepewnością, w jaki sposób problemy płynnościowe kilku banków wpłyną na gospodarkę. W komunikacie Fed odnotował również, że pewne dodatkowe zacieśnienie polityki pieniężnej może być odpowiednie w celu sprowadzenia inflacji do celu inflacyjnego. Zastąpił on fragment mówiący o tym, że Fed spodziewa się „dalszych podwyżek stóp procentowych”. Taka zmiana komunikatu wskazuje, że cykl podwyżek stóp procentowych w USA zmierza ku końcowi. Fed opublikował również swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne. W dół względem grudniowej projekcji zrewidowana została ścieżka wzrostu PKB w 2023 r. i 2024 r., podczas gdy ścieżka stopy bezrobocia nie zmieniła się istotnie. Sygnalizuje to, że członkowie FOMC nie oczekują, aby spowolnieniu wzrostu gospodarczego towarzyszył wyraźny wzrost stopy bezrobocia. Nieznacznie w górę względem grudniowej projekcji zrewidowane zostały ścieżki inflacji PCE ogółem i inflacji PCE bazowej (głównie w 2023 r.). Nie zmieniła się jednak ocena członków FOMC, zgodnie z którą inflacja w USA zbliży się do celu inflacyjnego dopiero w 2025 r. Mediana dla oczekiwanego przez członków FOMC poziomu stóp procentowych w USA również nie uległa istotnej zmianie. Nadal oczekują oni, że na koniec 2023 r. docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [5,00%; 5,25%], co oznacza jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych o 25pb. Nieznacznie zwiększyły się

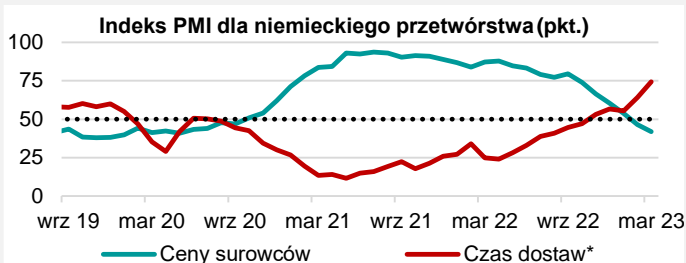
oczekiwania co do poziomu stóp procentowych na koniec 2024 r. (obecnie członkowie FOMC oczekują obniżek o łącznej skali 88pb wobec 100pb w grudniowej projekcji). Nie zmienił się natomiast oczekiwany poziom stóp procentowych na koniec 2025 r. [3,00%; 3,25%]. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell dał do zrozumienia, że determinacja Fed w sprowadzaniu inflacji do celu inflacyjnego jest bezwarunkowa. Nawiązał również do ostatnich problemów z płynnością kilku amerykańskich banków i stwierdził, że mogą one prowadzić do zaostrzenia polityki kredytowej amerykańskiego sektora bankowego, co w jego ocenie mogłoby być substytutem kolejnych podwyżek stóp procentowych. Marcowa projekcja FOMC, komunikat po posiedzeniu, a także wypowiedzi J. Powella stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Fed podniesie stopy procentowe jeszcze o 25pb w maju, a tym samym docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [5,00%, 5,25%].

-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w lutym o 1,0% m/m wobec spadku o 5,0% w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (+0,2%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w lutym do 0,0% wobec 0,4% w styczniu. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zwiększyła w lutym do 4,3% r/r wobec 3,9% w styczniu. Mimo nieznacznego wzrostu dynamiki zamówień w lutym, jej trzymiesięczna średnia ruchoma pozostaje w wyraźnym trendzie spadkowym, co w naszej ocenie wskazuje na dalsze pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. Wyraźny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości sygnalizowany dwa tygodnie temu przez dane o nowych pozwoleniach na budowę oraz rozpoczętych budowach domów (por. MAKROmapa z 20.03.2023) potwierdziły dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,58 mln w lutym wobec 4,0 mln w styczniu) oraz sprzedaży nowych domów (640 tys. wobec 633 tys.). Poprawa koniunktury na amerykańskim rynku nieruchomości jest naszym zdaniem tylko przejściowa, a w najbliższych miesiącach istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku jej pogorszenia będzie zaostrzenie polityki kredytowej przez banki z uwagi na podwyższoną niepewność w amerykańskim sektorze bankowym. 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.
-  **Zrewidowaliśmy nasze prognozy dla amerykańskiej gospodarki.** Utrzymaliśmy naszą ścieżkę stóp procentowych w USA: ostatnia podwyżka o 25pb w maju br. oraz obniżki stóp w skali 100pb w 2024 r. Uważamy jednak, że łagodzenie polityki pieniężnej w 2024 r. będzie bardziej stopniowe niż wcześniej oczekiwaliśmy i Fed będzie obniżał stopy procentowe co kwartał o 25pb. Jednocześnie ze względu na słabsze od naszych oczekiwań spowolnienie aktywności gospodarczej w USA uważamy, że techniczna recesja w USA nastąpi dopiero w II poł. 2023 r. (sprowadzona do wymiaru rocznego zmiana PKB w III i IV kw. wyniesie odpowiednio -1,3% i -0,8%). W konsekwencji zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę amerykańskiego PKB w 2023 r. do 1,3% (wobec 0,5% w poprzedniej prognozie) oraz obniżyliśmy naszą prognozę na 2024 r. do 0,6% (1,3%).
-  **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB podniósł główną stopę procentową o 50pb do 1,50%, 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 w swoim komunikacie nawiązał również do podjętej w weekend dwa tygodnie temu decyzji o przejściu zmagającego się z problemami z płynnością banku Credit Suisse przez bank UBS podkreślając, że kryzys został już zażegnany. SNB opublikował także najnowsze projekcje makroekonomiczne. SNB podniósł swoją prognozę dynamiki PKB w 2023 r. do ok. 1% (0,5% w grudniowej projekcji). Nieznacznie w górę



zrewidowana została ścieżka inflacji, zgodnie z którą wyniesie ona 2,6% w 2023 r. (2,4% w grudniowej projekcji), 2,0% w 2024 r. (1,8%) oraz 2,0% w 2025 r. Ubiegłotygodniowa decyzja SNB jest spójna z naszą prognozą kursów EURCHF (0,98 na koniec 2023 r. i 0,95 na koniec 2024 r.) oraz CHFPLN (4,74 zarówno na koniec 2023 r., jak i 2024 r.).

**Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w marcu do 54,1 pkt. wobec 52,0 pkt. w lutym, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (52,0 pkt.). Tym samym jest to trzeci miesiąc z rzędu, kiedy indeks**



Źródło: Markit, Credit Agricole

\*im niższa wartość indeksu tym większe nasilenie problemu

ukszałtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost zagregowanego indeksu PMI był efektem wyższej składowej dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Zgodnie z komunikatem głównym źródłem obserwowanej w ostatnich miesiącach silnej poprawy koniunktury w strefie euro była wyższa aktywność w usługach, gdzie ożywienie ma szeroki charakter sektorowy i jest widoczne m.in. w sektorze finansowym, na rynku nieruchomości, turystyce, IT oraz ochronie zdrowia. W przypadku przetwórstwa ostatnie miesiące przyniosły stagnację, niemniej na uwagę zasługuje poprawiająca się sytuacja w branży motoryzacyjnej, wspierana przez postępującą odbudowę łańcucha dostaw w tym sektorze. W ujęciu geograficznym poprawę koniunktury odnotowano w Niemczech, we Francji, jak i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zmniejszył się w marcu do 44,4 pkt. wobec 46,3 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (47,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów jego składowych dla nowych zamówień, zapasów i czasu dostaw (w marcu doszło do rekordowego skrócenia czasu dostaw), podczas gdy wkłady składowych dla zatrudnienia i bieżącej produkcji nie zmieniły się istotnie w porównaniu do lutego. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje dalsze, wyraźne skrócenie czasu dostaw, co świadczy o zanikających barierach podażowych. W połączeniu z osłabionym popytem znajduje to odzwierciedlenie w coraz szybszym spadku cen dóbr pośrednich, a w konsekwencji coraz wolniejszym wzroście cen dóbr finalnych. Niepokojącym sygnałem w danych jest spadek wskaźnika dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy. Choć pozostaje on powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, to ukształtował się on w marcu na najniższym poziomie od grudnia 2022 r. W naszej ocenie rośnie prawdopodobieństwo, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro w I kw. będzie dodatnia. Naszą zrewidowaną prognozę przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

**Agencja Moody's nie opublikowała w ubiegłym tygodniu nowego raportu w sprawie ratingu Polski, utrzymując tym samym długookresowy rating na poziomie A2 z perspektywą stabilną.** Stabilizacja ratingu jest neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

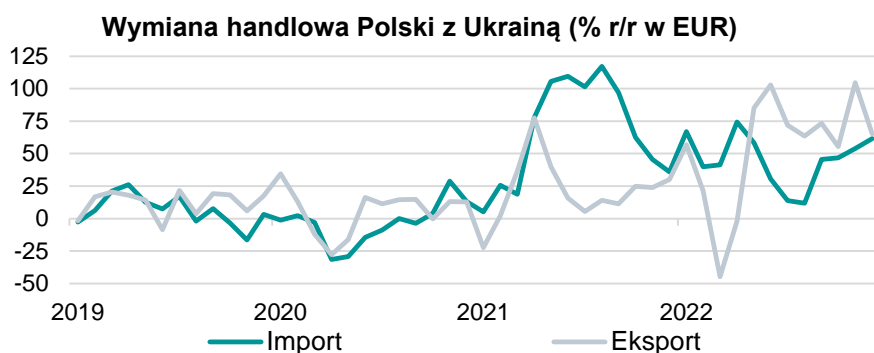
## Wojna zdynamizowała wymianę handlową z Ukrainą



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Wojna w Ukrainie wiąże się z licznymi konsekwencjami gospodarczymi. Przykładowo w MAKROmapie z 27.02.2023 analizowaliśmy, jaki był wpływ napływu uchodźców z Ukrainy do Polski na konsumpcję i PKB. Poniżej przedstawimy główne tendencje w zakresie wymiany handlowej Polski z Ukrainą po wybuchu wojny.

Bezpośrednio po wybuchu wojny obserwowane było załamanie eksportu z Polski do Ukrainy – w marcu ub. r. jego wartość wyrażona w EUR spadła nominalnie o prawie 45%. Niemniej jednak strumień eksportu towarów został szybko (i z nawiązką) odbudowany. W okresie maj-grudzień rósł on przeciętnie w tempie 77,7% r/r (por. wykres). W rezultacie eksport z Polski do



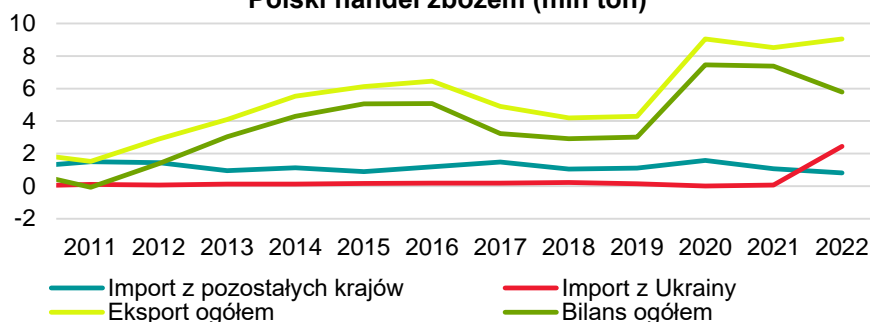
Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Ukrainy zwiększył się w 2022 r. o 55,1% wobec wzrostu o 19,6% w 2021 r. W przypadku importu towarów z Ukrainy do Polski wahania były dużo mniejsze. Od wybuchu wojny cały czas rósł on w tempie przekraczającym 10% r/r i wyraźnie przyspieszył w IV kw. W rezultacie import towarów z Ukrainy do Polski zwiększył się w 2022 r. o 42,7% wobec wzrostu o 65,0% w 2021 r. Należy pamiętać, że przytoczone powyższe dynamiki są przedstawione w ujęciu nominalnym (w cenach bieżących), a tym samym są one podbijane przez silny wzrost cen towarów odnotowany w 2022 r. W całym 2022 r. eksport towarów z Polski do Ukrainy wyniósł 9,7 mld EUR a import z Ukrainy 6,0 mld EUR.

Analizując szczegółowo strukturę handlu zagranicznego pomiędzy Polską i Ukrainą można zauważyć, że w największym stopniu za zwiększenie dynamiki eksportu z Polski do Ukrainy odpowiadał eksport paliw mineralnych, olei mineralnych i produktów ich destylacji (głównie oleje opałowe, oleje napędowe niezawierające biodiesla, inne paliwa). Podbił on dynamikę eksportu ogółem z Polski do Ukrainy o 25,1 pkt. proc. Drugą kategorią, która w największym stopniu dynamizowała polski eksport (o 12,8 pkt. proc.) była „broń i amunicja”. Pozostałe kategorie miały dużo mniejsze znaczenie. Można wśród nich wymienić „pojazdy nieszynowe oraz ich części i akcesoria” (głównie samochody, przyczepy i naczepy oraz czołgi, 3,4 pkt. proc.), akumulatory elektryczne, zespoły prądowców oraz przetwornice jednotwornikowe (2,9 pkt. proc.), kamizelki ratunkowe i pasy ratunkowe (1,0 pkt. proc.), preparaty do czyszczenia (0,9 pkt. proc.), wyroby farmaceutyczne (0,8 pkt. proc.) i warzywa (0,7 pkt. proc.). Warto zwrócić uwagę, że wzrost dynamiki eksportu z Polski do Ukrainy w 2022 r. był w dużej mierze bezpośrednio powiązany z wybuchem wojny w Ukrainie i zrealizował się w ramach kategorii obejmujących różnego rodzaju pomoc i wsparcie (militarne, humanitarne) dla Ukrainy.

Z kolei import był w największym stopniu dynamizowany przez kategorie żywnościowe. Głównie były to „zboża”, „nasiona i owoce oleiste; ziarna, nasiona i owoce różne; rośliny przemysłowe lub lecznicze; słoma i pasza” oraz „tłuszcze i oleje pochodzenia zwierzęcego, roślinnego lub mikrobiologicznego oraz produkty ich rozkładu”, które przyczyniły się do zwiększenia dynamiki polskiego importu ogółem z Ukrainy o

odpowiednio 13,4 pkt. proc., 9,3 pkt. proc. i 7,4 pkt. pomiędzy 2021 r. i 2022 r. Kolejnymi kategoriami podbijającymi dynamikę importu z Ukrainy do Polski były paliwa mineralne, oleje mineralne i produkty ich destylacji (6,0 pkt. proc.), cukry i wyroby cukiernicze (2,8 pkt. proc.), produkty mleczarskie, jaja ptasie, miód naturalny (1,5 pkt. proc.) oraz materiały roślinne do wyplatania; produkty pochodzenia roślinnego, gdzie indziej niewymienione ani niewłączone (1,4 pkt. proc.). Wzrosty dynamiki importu we wspomnianych powyżej kategoriach były częściowo skompensowane przez znaczące ograniczenie importu w innych kategoriach. Do najważniejszych z nich należą „żeliwo i stal” (oddziałujące w kierunku spadku dynamiki importu z Ukrainy ogółem o 39,9 pkt. proc. pomiędzy 2021 r. i 2022 r.), „rudny metali, żeluz i popiół” (-7,5 pkt. proc.) i „tworzywa sztuczne i artykuły z nich” (-3,6 pkt. proc.).

**Polski handel zbożem (mln ton)**


Źródło: GUS, Credit Agricole

W kontekście zwiększonego importu z Ukrainy ważną kwestią jest import zboża. W 2022 r. import zbóż z Ukrainy wyniósł 2,45 mln ton i zwiększył się znacząco (o 2,39 mln ton) w porównaniu do poziomu z 2021 r. (0,06 mln ton). W analogicznym okresie eksport zboża z Polski zwiększył się w dużo mniejszym stopniu (o 0,5 mln ton). Oznacza to, że zboże importowane z Ukrainy jest w dużej mierze konsumowane lub składowane w Polsce, a w ograniczonym zakresie podlega reeksportowi na inne rynki. Wynika to z ograniczonej przepustowości krajowej infrastruktury transportowej, która nie jest w stanie obsłużyć zwiększonej podaży zboża na krajowym rynku. W warunkach braku ograniczeń logistycznych zwiększony popyt na konkurencyjne cenowo zboże w Polsce prowadziłby do wzrostu jego ceny, która zbiegałaby do cen na światowym rynku. Obecnie jednak ten mechanizm jest zakłócony, co prowadzi do spadku krajowych cen widocznego szczególnie w województwach graniczących z Ukrainą. W rezultacie obecnie trwają prace polskiego rządu w porozumieniu z Komisją Europejską polegające na wsparciu poszkodowanych rolników pomocą publiczną w wysokości ok. 900 mln zł.

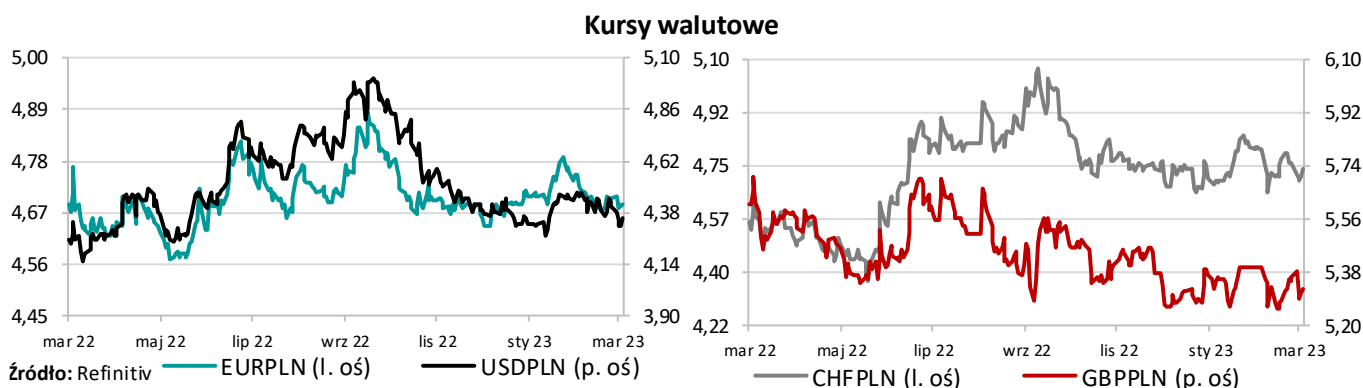
W następstwie zarysowanych powyżej tendencji wymiana handlowa pomiędzy Polską i Ukrainą znacząco nasiliła się w 2022 r. Ukraina stała się dziewiątym największym odbiorcą towarów eksportowanych z Polski (2,8% całości eksportu). Był to awans o sześć miejsc w porównaniu do sytuacji z 2021 r. (2,18%). Warto zwrócić uwagę, że zacieśnianie więzi handlowych przyspieszyło w II poł. ub. r. Dlatego analizując dane włącznie za IV kw. 2022 r. Ukraina plasuje się na jeszcze wyższej pozycji (7. miejsce) z udziałem w eksporcie z Polski wynoszącym 3,6%. W przypadku importu Ukraina również zwiększyła swoją rolę, jednak zmiany te nie były aż tak znaczące. Udział importu z Ukrainy do Polski w całości polskiego importu zwiększył się z 1,4% w 2021 r. do 1,6% w 2022 r., co pozwoliło na awans z 16. miejsca na 15.

Odnotowane w 2022 r. przyspieszenie polskiego eksportu towarów do Ukrainy i spowolnienie importu z Ukrainy oddziaływało w kierunku zwiększenia wkładu eksportu netto do PKB o 0,4 pkt. proc. pomiędzy 2021 r. i 2022 r. Duża część eksportu (sprzęt wojskowy, pomoc humanitarna, dary w postaci np. samochodów terenowych) została jednak przekazana Ukrainie nieodpłatnie, co oznacza, że dotychczasowy pozytywny wpływ na PKB był niższy od wskazanego wyżej szacunku. Zakładamy jednak, że ostatecznie większych kosztów poniesionych przez Polskę w zakresie pomocy Ukrainie zostanie pokryta (zwrócona) z Europejskiego Instrumentu na rzecz Pokoju. Zgonie z informacjami PAP ze stycznia br. Polska przekazała KE faktury o wartości 2,2 mld EUR za dostarczony sprzęt wojskowy, podczas gdy dotąd otrzymała tylko 27 mln EUR. W ubiegłym tygodniu premier M. Morawiecki poinformował, że do Świąt Wielkanocnych do Polski trafi do 300 mln euro rekompensaty, a w kolejnych miesiącach dodatkowe 500-600 mln euro. Tym samym oczekujemy, że pozytywny wpływ na dochód Polski zrealizuje się z pewnym

opóźnieniem w stosunku do tendencji widocznych w ramach statystyk dotyczących handlu zagranicznego. Należy również pamiętać, że konsekwencją wybuchu wojny w Ukrainie nie było jedynie nasilenie wymiany handlowej z Ukrainą, ale również spadku eksportu do Rosji oraz znaczącego zmniejszenia importu z Białorusi i Rosji. Uwzględniając te efekty łącznie ze zmianą wymiany handlowej z Ukrainą, szacujemy, że wojna w Ukrainie podbiła dynamikę PKB w 2022 r. o 1,5 pkt. proc. w porównaniu do 2021 r. Był to głównie efekt spadku importu z Rosji. Powyższe szacunki uwzględniają jedynie wyizolowane efekty w ramach kanału wymiany handlowej z wspomnianymi trzema krajami. Pomijany jest tu szeroki zakres negatywnych konsekwencji wybuchu w wojny w Ukrainie na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce (m.in. niekorzystny dla inwestycji wzrost niepewności, wzrost cen oddziałujący w kierunku zmniejszenia siły nabywczej gospodarstw domowych i konsumpcji), a także pozytywny wpływ napływu uchodźców z Ukrainy na konsumpcję (por. MAKROmapa z 27.02.2023).

Należy podkreślić, że większość kategorii, która przyczyniła się do przyspieszenia wzrostu eksportu była powiązana z bezpośrednią pomocą udzieloną Ukrainie w warunkach (m.in. broń, czołgi, pojazdy, wyroby farmaceutyczne), która z czasem ulegnie zmniejszeniu. Jednocześnie oczekujemy, że dostosowania po stronie importu z Ukrainy będą miały (w ujęciu realnym) dużo mniejszą skalę. Uważamy, że z uwagi na jego konkurencyjność cenową artykuły rolno-spożywcze importowane z Ukrainy będą nadal cieszyły się dużym popytem. Nie można jednak wykluczyć sytuacji, w której rząd podejmie działania zmierzające do ograniczenia importu tych artykułów z Ukrainy. Wygasanie wzmożonego eksportu do Ukrainy i relatywna stabilizacja importu będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku wkładu eksportu netto do PKB w br. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym dynamika PKB w Polsce w 2023 r. wyraźnie się obniży (1,2% r/r wobec 4,9% w 2022 r.).

## Wstępne dane o inflacji w Polsce i w strefie euro kluczowe dla złotego



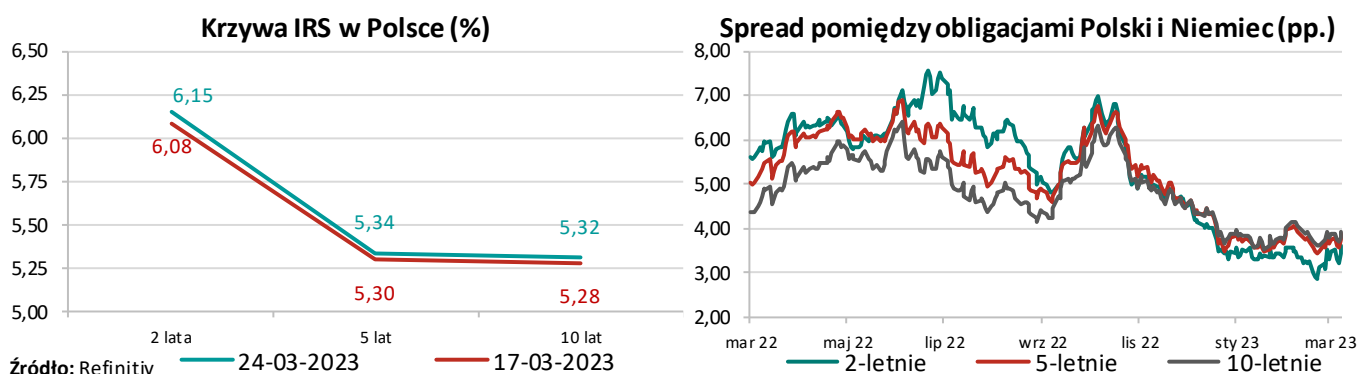
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,6857 (umocnienie złotego o 0,4%).** Na początku ubiegłego tygodnia doszło do nieznacznego umocnienia złotego, co było korektą po wzroście kursu EURPLN dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 20.03.2023). W dalszej części tygodnia kurs polskiej waluty charakteryzował się relatywnie niską zmiennością, ponieważ część inwestorów ograniczyła swoją aktywność w oczekiwaniu na dalszy rozwój sytuacji w światowym systemie bankowym. Opublikowane w piątek lepsze od oczekiwań wyniki badań koniunktury w strefie euro doprowadziły do przejściowego osłabienia złotego.

W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego zwiększenia kursu EURUSD, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 20.03.2023). W środę wzrost kursu EURUSD przyspieszył w reakcji na posiedzenie FOMC. W piątek doszło do częściowej korekty i umocnienia dolara względem euro, która nastąpiła mimo publikacji lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro.



Piątkowa decyzja agencji Moody's w sprawie ratingu Polski jest neutralna dla złotego. W tym tygodniu kluczowe dla kursu polskiej waluty będą przewidziane na piątek publikacje wstępnych danych o inflacji w Polsce i w strefie euro. W naszej ocenie krajowe dane o inflacji będą sprzyjać osłabieniu złotego, podczas gdy przeciwny wpływ będą miały dane o inflacji w obszarze wspólnej waluty. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Istotnym czynnikiem determinującym kurs polskiej waluty pozostaną informacje dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie. Ważnym czynnikiem wpływającym na kurs złotego będą również informacje dotyczące stabilności światowego systemu bankowego. Obecnie uwaga rynku przeniosła się z USA i Szwajcarii do Niemiec i koncentruje się na sytuacji Deutsche Banku, którego akcje spadły w piątek o ponad 8%.

## Wstępne dane o inflacji w Polsce i w strefie euro w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 6,15 (wzrost o 7pb), 5-letnie do 5,34 (wzrost o 4pb), a 10-letnie do 5,32 (wzrost o 4pb). W ubiegłym tygodniu obserwowana była względna stabilizacja stawek IRS na całej długości krzywej. Podobna sytuacja obserwowana była w przypadku rynków bazowych. Z jednej strony problemy płynnościowe części banków nasilają oczekiwania na mniejszą skalę podwyżek stóp procentowych przez główne banki centralne. Z drugiej strony oczekiwania na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej podsycane są przez przedstawicieli głównych banków centralnych (m.in. Fed i EBC), którzy dają do zrozumienia, że nie mają zamiaru iść na kompromis w sprowadzaniu inflacji do celu inflacyjnego. W tej sytuacji wielu inwestorów ograniczało swoją aktywność w oczekiwaniu na dalszy rozwój wydarzeń w światowym systemie bankowym, co sprzyjało obniżonej zmienności stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi będą zaplanowane na piątek publikacje danych o inflacji w Polsce i w strefie euro. Uważamy, że będą one sprzyjać spadkowi stawek IRS. 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. Ważnym czynnikiem wpływającym na stawki IRS będą również informacje dotyczące stabilności światowego systemu bankowego. Szczególnie istotne w tym kontekście będą informacje nt. sytuacji Deutsche Banku, na której obecnie koncentruje się uwaga inwestorów.

## 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*	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,70
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	4,38
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	16,6	18,4	
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	11,7	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	-1,2	
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	20,1	18,4	
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	10,8	
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	13,6	
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	0,8	
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	-2526		
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	11,5		
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	12,1		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,6	2,0	-0,8	0,2	2,4	2,9	4,9	1,2	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	6,7	6,4	0,9	-1,5	-2,0	-1,0	0,5	2,0	3,0	-0,2	3,0	
Inwestycje (% r/r)	4,7	6,6	2,0	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	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	0,6	-0,5	-1,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	14,0	12,8	11,4	9,9	12,1	12,0	7,5	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	17,3	16,9	13,1	10,1	7,1	14,3	11,8	4,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,02	6,90	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	4,70	4,73	4,70	4,65	4,69	4,65	4,50	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,38	4,42	4,31	4,23	4,38	4,23	4,29	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 27.03.2023 r.</b>					
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Marzec	91,1	90,9
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	3,5	3,2
<b>Wtorek 28.03.2023 r.</b>					
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Styczeń	-0,5	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	-16,0	
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	102,9	100,0 100,5
<b>Czwartek 30.03.2023 r.</b>					
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Marzec	0,72	
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	9,3	7,2 7,5
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	2,7	2,7 2,7
<b>Piątek 31.03.2023 r.</b>					
3:30	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Marzec	52,6	52,0
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępna inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>16,6</b>	<b>15,8 16,1</b>
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	8,5	6,8 7,2
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Luty	6,7	6,7
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Luty	5,4	5,1
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Luty	4,7	4,7 4,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Luty	1,1	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Marzec	43,6	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	63,4	61,5 63,4

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

\*\* Konsensus Refinitiv