

## Słabe dane za luty

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Początek tygodnia przyniósł złagodzenie obaw o sektor bankowy i poprawę nastrojów inwestycyjnych.** Amerykańskie władze poinformowały, że poziom depozytów w bankach ustabilizował się – odpływy z najbardziej narażonych instytucji spowolniły, a w niektórych przypadkach nastąpiło ich odwrócenie. Redukcja obaw o banki przełożyła się na wzrost rentowności amerykańskich obligacji, aczkolwiek nadal oczekiwana docelowa stopa Fed pozostaje znacząco poniżej poziomów wycenianych przed dwoma tygodniami (obecnie szczyt na poziomie 4,9% w maju, dwa tygodnie temu było to 5,5% we wrześniu). Dolar się osłabił. Złoty był stabilny wobec głównych walut, wyróżniając się pozytywnie na tle regionu. Rentowności krajowych obligacji nieznacznie spadły, przy nieco głębszych spadkach stawek FRA.
- W tle bankowej sagi będą kolejne dane makro z głównych gospodarek.** Poznamy m.in. niemiecki indeks ZEW za marzec. Konsensus spodziewa się jego spadku, który będzie miał jednak miejsce po zaskakująco wysokim odczycie w lutym, wobec czego nastroje inwestorów nadal będą korzystne. Zza oceanu napłyną dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym za luty, ale ich znaczenie rynkowe jest marginalne, szczególnie w kontekście turbulencji w systemie finansowym.
- Lokalnie warto zwrócić uwagę na kolejną dawkę krajowych danych makro za luty.** W sprzedaży detalicznej spodziewamy się pogłębienia spadku (podobnie jak dla produkcji przemysłowej publikowanej wczoraj nasza prognoza jest poniżej konsensusu), który wzmocni nasze przekonanie, że spadek realnych dochodów ma silne przełożenie na decyzje zakupowe, co z kolei powinno wspierać proces dezinflacji. W produkcji budowlanej spodziewamy się spowolnienia wzrostu, ze względu na trwającą dekoniunkturę we wznoszeniu budynków (efekt wysokich stóp procentowych, które „zamroziły” strumień kredytowania inwestycji mieszkaniowych).

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL: Produkcja sprzedana przemysłu w lutym spadła o 1,2% r/r** (PKO: +0,2% r/r, kons. +1,2% r/r) po zrewidowanym w dół wzroście o 1,8% r/r w styczniu. Dynamika realnej produkcji przemysłowej była ujemna po raz pierwszy od maja 2020. **Inflacja PPI obniżyła się do 18,4% r/r** (PKO: 18,1%

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

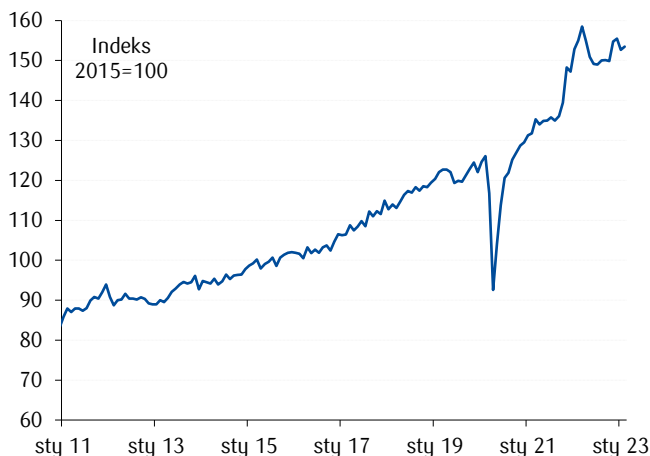
www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

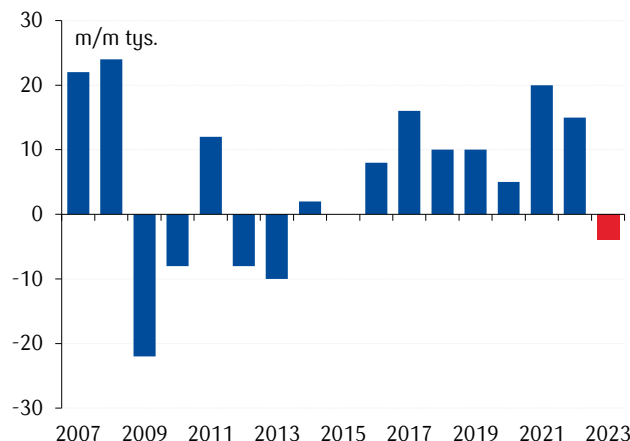
	Wartość 2023-03-20	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,7018	0,0
USDPLN	4,3854	-0,7
CHFPLN	4,7312	-0,5
GBPPLN	5,3862	0,3
EURUSD	1,0722	0,7
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5,84	-5
PL5Y	5,86	-3
PL10Y	5,96	-4
DE10Y	2,10	-2
US10Y	3,48	8
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	56 451,0	0,3
DAX	14 933,4	1,1
S&P500	3 951,6	0,9
Nikkei**	26 945,7	0,0
Shanghai Comp.**	3 246,5	0,4
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1978,47	0,9
Ropa Brent	73,79	1,6

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Poziom produkcji przemysłowej



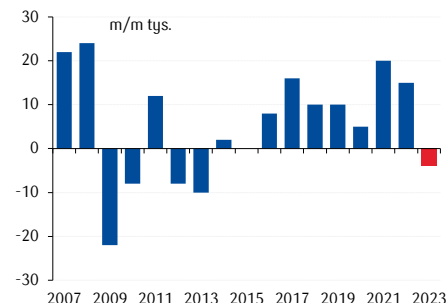
### Zmiana zatrudnienia w lutym



r/r; kons.: 17,8% r/r) wobec zrewidowanego mocno w górę wyniku 20,1% r/r w styczniu. Rewizja danych za styczeń wynikała przede wszystkim ze znacznie silniejszego niż podano wcześniej wzrostu cen w energetyce (71,6% r/r vs 58,7% r/r). Dane za luty wpisują się w scenariusz hamowania aktywności w przetwórstwie. Więcej w Makro Flashu: „[Pierwszy spadek produkcji od pandemii](#)”.

- POL: Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lutym o 13,6% r/r, silniej od oczekiwań** (kons.: 12,0% r/r, PKOe: 11,9% r/r) vs 13,5% r/r w styczniu i wyniosło 7065,56 PLN. W ujęciu m/m przeciętne wynagrodzenie zwiększyło się o 2,6%. Obserwowany wzrost płac jest nieco szerszy niż w 2022, co w dużej mierze może być zasługą wzrostu płacy minimalnej. **Przeciętne zatrudnienie nieco rozczarowało, rosnąc o 0,8% r/r** (kons. i PKOe: 1,0% r/r). Zmiana w ujęciu m/m pokazuje, że na rynku pracy nastąpiło już nasycenie – zatrudnienie zmniejszyło się o 0,1% m/m – a wynik jest relatywnie słaby na tle wzorca sezonowego. Dane o zatrudnieniu wpisują się w naszą ocenę, że koniunktura na rynku pracy osłabia się, co w dalszej perspektywie powinno być widoczne przede wszystkim po stronie płac (hamowanie tempa wzrostu), nie zaś wyraźnej redukcji zatrudnienia (brak masowych zwolnień). Więcej w Makro Flashu „[Nasycenie rynku pracy](#)”.
- EUR: Deficyt handlowy strefy euro w styczniu zmniejszył się do 11,3 mld EUR** (z 13,4 mld EUR, dane odsezonowane), tym samym był najniższy od wybuchu wojny w Ukrainie. Dynamika eksportu poza strefę euro wyniosła 11,0% r/r i po raz pierwszy od 2021 przewyższała dynamikę importu, która wyniosła 9,7% r/r, co odzwierciedla stopniową normalizację cen surowców i poprawę *terms of trade*.
- EUR: Prezes EBC, Ch.Lagarde**, w wystąpieniu przed Parlamentem Europejskim, potwierdziła stanowisko z konferencji po ostatniej decyzji EBC, że europejski sektor bankowy pozostaje odporny, a jego pozycja kapitałowa i płynnościowa jest silna. EBC dysponuje odpowiednimi narzędziami do zapewnienia dodatkowej płynności w sektorze finansowym, jeśli zajdzie taka konieczność. Lagarde wyraziła zadowolenie z szybkiej reakcji szwajcarskich władz wobec Credit Suisse. Przyznała, że napięcia związane ze stabilnością finansową mogą mieć przełożenie na popyt, wykonując część pracy, za którą odpowiada polityka pieniężna. Prezes EBC nie dała jednak żadnych konkretnych wskazówek co do kolejnych decyzji banku. **M.Kazaks** (bank centralny Litwy) przyznał w wywiadzie, że stopy procentowe muszą rosnąć dalej, jeśli utrzyma się bazowy scenariusz projekcji, a zmienność rynkowa uspokoi się. Z kolei **Y.Stournaras** (Bank Grecji) stwierdził, że EBC jest blisko zakończenia cyklu.
- EUR: W odniesieniu do problemów Credit Suisse, ECB Banking Supervision, SRB oraz EBA wydały oświadczenie, w którym przypomniano o zasadach pokrywania strat**, zgodnie z którymi instrumenty kapitałowe znajdują się w pierwszej kolejności do absorpcji strat i dopiero po ich pełnym wykorzystaniu konieczne może być odpisanie kapitału dodatkowego Tier 1.
- POL: Ministerstwo Finansów poinformowało, że zadłużenie państwa na koniec lutego wzrosło o 2,4% m/m do 1243,3 mld PLN**, z czego dług krajowy stanowił 934,8 mld PLN, a w walutach obcych 299,5 mld PLN. Według resortu finansów koszty obsługi długu w tym roku wyniosą 2% PKB.

### Zmiana zatrudnienia w lutym



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 17 marca</b>						
EUR: Inflacja HICP (lut, rew.)	11:00	% r/r	8,6	8,5	--	8,5
EUR: Inflacja bazowa (lut, rew.)	11:00	% r/r	5,3	5,6	--	5,6
USA: Produkcja przemysłowa (lut)	14:15	% m/m	0,3	0,5	--	0,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar, wst.)	15:00	pkt.	67,0	67,3	--	63,4
<b>Poniedziałek, 20 marca</b>						
GER: Inflacja PPI (lut)	8:00	% r/r	17,8	14,5	--	15,8
POL: Inflacja PPI (lut)	10:00	% r/r	20,1	17,8	18,1	18,4
POL: Produkcja przemysłowa (lut)	10:00	% r/r	1,8	1,1	0,2	-1,2
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lut)	10:00	% r/r	13,5	12,0	11,9	13,6
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lut)	10:00	% r/r	1,1	1,0	1,0	0,8
EUR: Bilans handlowy (sty)	11:00	mld EUR	-13,4	--	--	-11,3
<b>Wtorek, 21 marca</b>						
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lut)	10:00	% r/r	2,4	1,2	1,3	--
POL: Sprzedaż detaliczna (lut)	10:00	% r/r	-0,3	-1,4	-3,8	--
GER: Indeks instytutu ZEW (mar)	11:00	pkt.	28,1	17,5	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lut)	15:00	mln	4,0	4,15	--	--
<b>Środa, 22 marca</b>						
POL: Koniunktura konsumencka (mar)	10:00	pkt.	-36	-34,6	-36	--
POL: Podaż pieniądza M3 (lut)	14:00	% r/r	6,9	6,5	6,5	--
USA: Posiedzenie Fed ()	19:00	%	4,75	5,0	5,0	--
<b>Czwartek, 23 marca</b>						
SWI: Posiedzenie SNB ()	9:30	%	1,00	1,50	1,25	--
NO: Posiedzenie Norges Banku ()	10:00	%	2,75	3,0	3,0	--
POL: Stopa bezrobocia (lut)	10:00	%	5,5	5,5	5,5	--
UK: Posiedzenie BoE ()	13:00	%	4,0	4,25	4,25	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (4q)	13:30	mld USD	-217,1	-213,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych ()	13:30	tys.	192	200	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (lut)	15:00	tys.	670	650	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (mar, wst.)	16:00	pkt.	-19	-18,9	--	--
<b>Piątek, 24 marca</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (mar, wst.)	9:30	pkt.	46,3	47,5	--	--
GER: PMI w usługach (mar, wst.)	9:30	pkt.	50,9	51,3	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (mar, wst.)	10:00	pkt.	48,5	48,8	--	--
EUR: PMI w usługach (mar, wst.)	10:00	pkt.	52,7	52,5	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lut, wst.)	13:30	% m/m	-4,5	1,7	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (mar, wst.)	14:45	pkt.	47,3	47,3	--	--

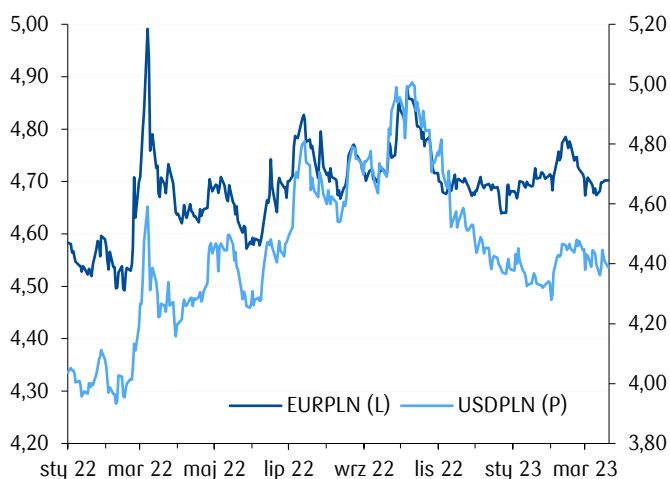
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-03-20	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,7018	0,0	0,4	-0,8	0,1	6,3
	USDPLN	4,3854	-0,7	0,5	-1,1	3,2	10,4
	CHFPLN	4,7312	-0,5	-1,1	-1,5	3,6	12,8
	GBPPLN	5,3862	0,3	1,4	0,8	-4,0	10,3
	EURUSD	1,0722	0,7	-0,1	0,3	-3,0	-3,7
	EURCHF	0,9938	0,5	1,5	0,7	-3,4	-5,8
	GBPUSD	1,2256	1,0	0,8	1,9	-7,2	-0,2
	USDJPY	131,62	-0,3	-1,1	-1,8	10,5	24,6
	EURCZK	23,98	-0,1	1,2	1,1	-2,9	-11,8
	EURHUF	395,23	-0,7	0,6	3,3	5,8	14,8
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5,84	-5	-19	-72	41	462
	PL5Y	5,86	-3	-14	-69	56	414
	PL10Y	5,96	-4	-5	-61	102	369
	DE2Y	2,32	-11	-38	-57	263	320
	DE5Y	2,07	-6	-26	-46	192	275
	DE10Y	2,10	-2	-18	-36	165	256
	US2Y	3,92	8	-11	-70	179	356
	US5Y	3,57	10	-10	-47	123	308
	US10Y	3,48	8	-4	-35	116	275
<b>Akcje</b>	WIG	56 451,0	0,3	-3,0	-6,3	-11,2	49,6
	WIG20	1 686,6	0,5	-3,8	-8,8	-19,4	25,7
	S&P500	3 951,6	0,9	2,5	-3,1	-11,4	65,6
	NASDAQ100	12 562,6	0,3	5,4	1,7	-12,6	78,9
	Shanghai Composite**	3 246,2	0,3	-0,7	-1,3	-0,2	16,4
	Nikkei**	26 945,7	0,0	-3,2	-2,1	0,4	58,5
	DAX	14 933,4	1,1	-0,2	-3,5	4,2	70,8
	VIX	24,15	-5,3	-8,9	13,8	2,6	-70,8
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	73,8	1,6	-8,1	-12,2	-36,8	146,1
	Ropa WTI	67,5	1,4	-9,6	-14,0	-39,8	135,3
	Złoto	1978,5	0,9	3,9	7,3	2,1	31,7

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

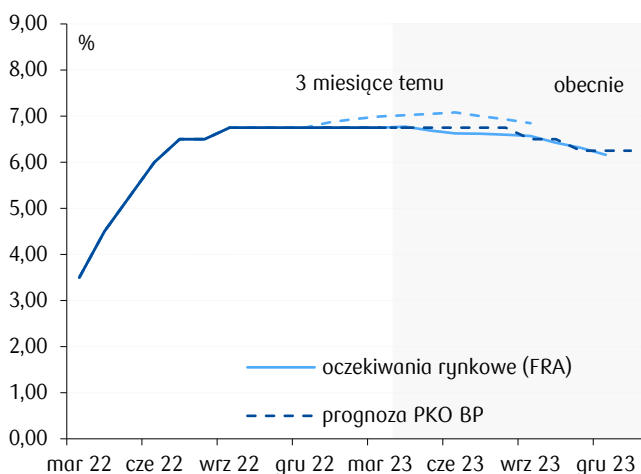
## Notowania złotego wobec głównych walut



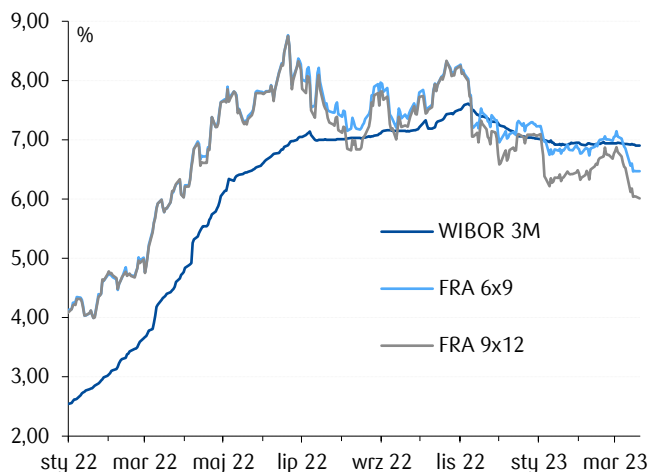
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



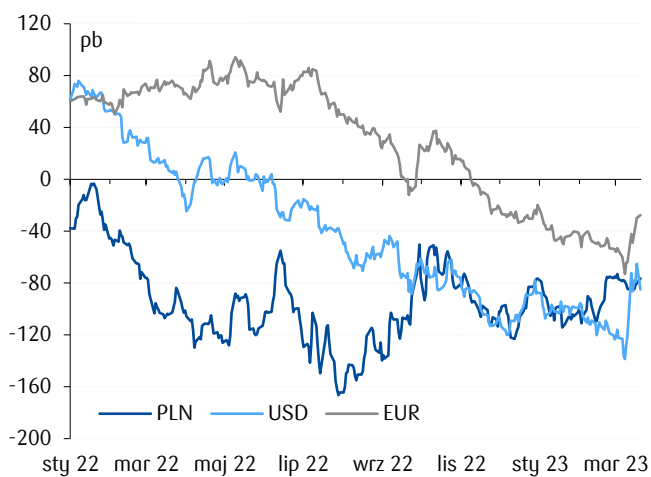
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



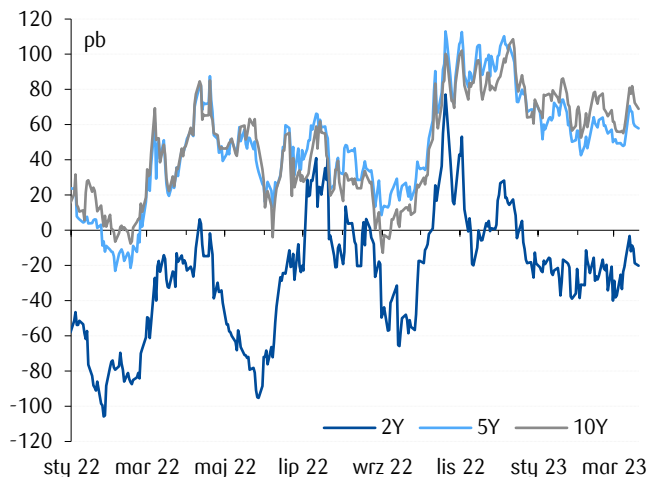
### Krótkoterminowe stopy procentowe



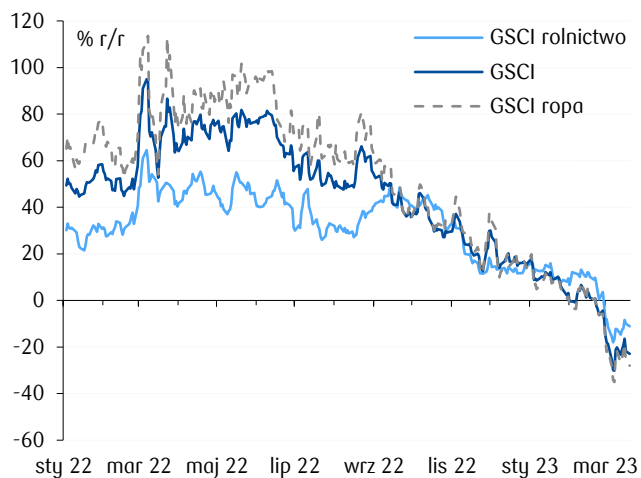
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



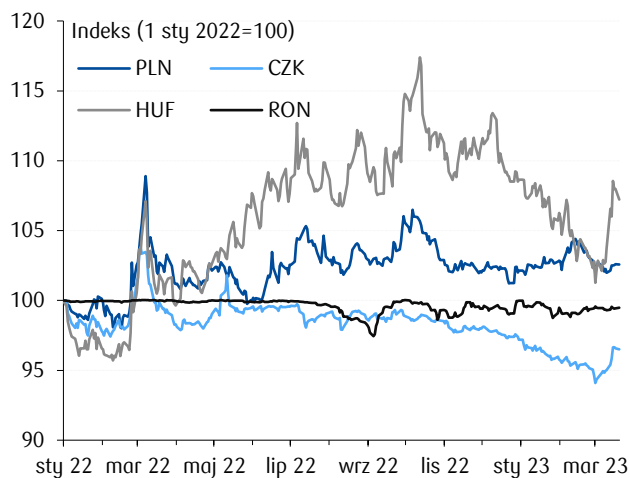
### Spread asset swap dla PLN



### Dynamika globalnych cen surowców w PLN



### Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, \*dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

## Department Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
tel: 22 521 80 84  
email: DAE@pkobp.pl

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	----------------------	--------------

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	------------------------	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	22 521 54 50

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również na **Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum  
Analiz

### Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

#### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.