



# Monitoring Makroekonomiczny

Numer wydania: 2/2023

Warszawa, kwiecień 2023 r.



**Niestabilne banki w niestabilnych  
czasach**



# Spis treści

## Sekcja realna

Inflacja i polityka pieniężna.....	3
Rynek pracy.....	4
Polityka fiskalna.....	5
Koniunktura.....	6
Sprzedaż detaliczna.....	7

## Sekcja finansowa

Globalne rynki finansowe.....	8
Surowce energetyczne.....	9
Surowce nieenergetyczne.....	10
Rynek walutowy.....	11
Indeksy giełdowe.....	12
Najważniejsze informacje o spółkach.....	13

## Sekcja publicystyczna – Okiem Monitoringu

Gospodarka Indii – szanse i zagrożenia.....	14
Jaka polityka publiczna jest najlepsza.....	15



# O autorach

### SKN Finansów i Makroekonomii

SKN Finansów i Makroekonomii to jedno z najbardziej aktywnych pod względem naukowym kół Szkoły Głównej Handlowej. Wśród obszarów zainteresowań SKN FM znajdują się przede wszystkim **polityka pieniężna, modelowanie i prognozowanie ekonometryczne, analizy makroekonomiczne, rynki finansowe, rozwój obywatelski**, a także inne tematy związane z ekonomią.



### Opiekun naukowy SKN FM

**Prof. dr hab. Cezary Wójcik**

Założyciel Center for Leadership, profesor SGH, pracował naukowo jako visiting scholar na uniwersytetach: Harvarda, Berkeley, Melbourne, Glasgow i innych.



### Opiekun naukowy MME

**Szymon Wieczorek**

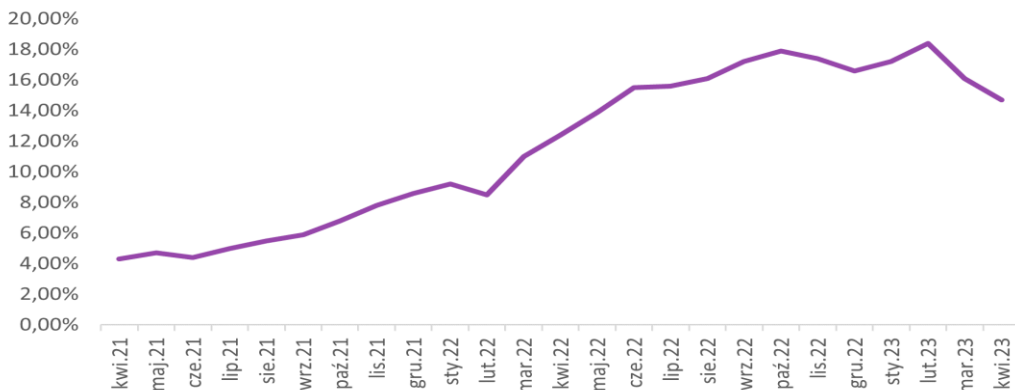
Prezes Zarządu Instytutu Studiów Ekonomiczno-Społecznych. Ekspert ds. ekonomicznych Instytutu Jagiellońskiego. Absolwent programu Models and Methods in Quantitative Economics (QEM) w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie i Universitat Autònoma de Barcelona.



# Inflacja i polityka pieniężna

## Inflacja, %

Inflacji CPI w Polsce, r/r



## Najważniejsze dane

- Według szybkiego szacunku GUS, roczny **wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych** w kwietniu wyniósł 14,7%, w marcu było to 16,1%, a w lutym wskaźnik CPI w Polsce wyniósł 18,4%.
- Eurostat szacuje **inflację HICP** w strefie euro w marcu na poziomie 6,9% r/r wobec 8,5% w lutym.
- Inflacja w Stanach Zjednoczonych** w marcu wyniosła 5% rocznie, natomiast w lutym było to 6%.
- Stopy procentowe wyznaczane przez RPP pozostają od kilku miesięcy na niezmiennym poziomie.
- Obecnie **stopa referencyjna wynosi 6,75%**, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 6,25%, stopa redyskontowa weksli 6,8% a stopa dyskontowa weksli 6,85%.

## Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Szczyt inflacji miał w Polsce miejsce w lutym. Był to najwyższy poziom tego wskaźnika od grudnia 1996 r. Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce **zaczął spadać**. Warto pamiętać o tym, że jest to spadek tempa wzrostu cen, a nie spadek samych cen, którego w obecnej sytuacji raczej nie powinniśmy oczekiwać.

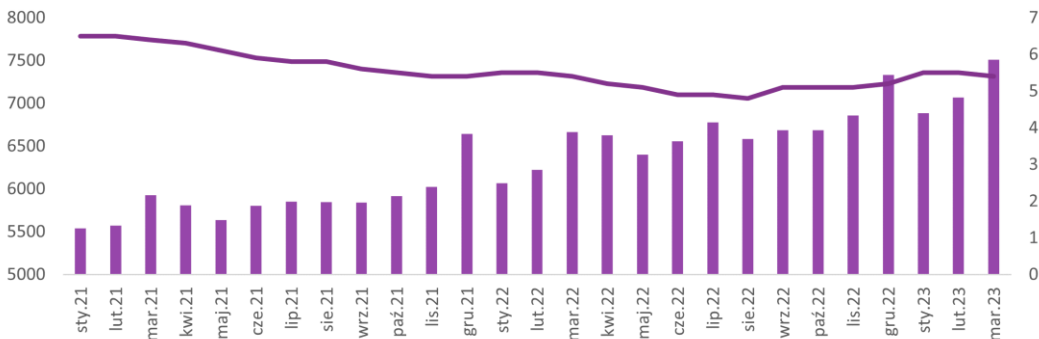
W połowie marca br. Europejski Bank Centralny zdecydował o **podniesieniu stóp procentowych o 50 pkt. bazowych**. Po tej decyzji, stopa depozytu w banku centralnym wynosi 3%, stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących wynosi 3,5%, a stopa kredytu 3,75%. Kolejne posiedzenie EBC odbędzie się na początku maja.

W innych krajach spoza strefy euro inflacja także rośnie. Według komunikatu ONS (Office for National Statistics) w lutym wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w Wielkiej Brytanii wzrósł do poziomu **10,4% r/r**. W Szwajcarii w tym samym miesiącu inflacja osiągnęła poziom 3,1%.

Przechodząc do inflacji w Stanach Zjednoczonych, w marcu odnotowano **nieoczekiwany spadek PPI** do poziomu 2,7%, jest to najniższy wynik od początku 2021 roku. Tak samo pozytywnie zaskoczył niższy od prognoz odczyt wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Agata Aftowicz

## Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w zł i stopa bezrobocia w %



### Najważniejsze dane

- W marcu stopa bezrobocia osiągnęła poziom **5,4 proc.** wyznaczając tym samym spadek o 0,1 p.p. względem lutego. Wzrostowy trend z ostatnich miesięcy został przelamany. Liczba zarejestrowanych bezrobotnych w urzędach pracy wyniosła 847 tys. - o **55 tys.** mniej niż przed rokiem.
- W całym I kwartale 2023 r. w urzędach pracy zarejestrowano **350,6 tys.** nowych bezrobotnych, o 9,8 proc. więcej niż rok temu, a 152 zakłady zadeklarowały zwolnienia grupowe.
- Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło 7508,34 zł w marcu, wzrost o **12,6** proc. względem marca 2022.

### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

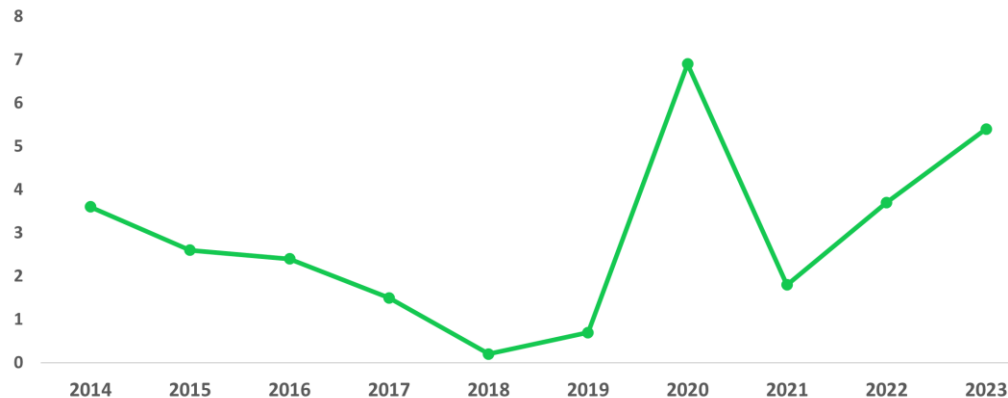
Mimo słabszych danych z ostatnich miesięcy, wynikających częściowo z sezonowo niższej aktywności gospodarczej, sytuacja na rynku pracy **pozostaje stabilna**. Spada liczba osób długotrwale bezrobotnych - w marcu było ich 413,1 tys. Jest to liczba o 17 proc. mniejsza niż przed rokiem. Jednak obecnie zapowiadane spowolnienie gospodarcze znajduje już swoje odbicie w **spadającej o 30 proc.** rok do roku liczbie nowych ofert pracy. Jest to jeden z symptomów oczekiwanego pogorszenia sytuacji pracowników na rynku pracy w kolejnych miesiącach.

Na chwilę obecną, mimo szybkiego zacieśniania polityki monetarnej, wojny na Ukrainie i zmienności cen na rynku surowców polski rynek pracy **wykazuje odporność**. Utrzymuje się silna presja płacowa pracowników. Przy szybko spadającej dynamice inflacji jest szansa na osiągnięcie realnego wzrostu wynagrodzeń jeszcze w tym roku. Daje to nadzieję na odbudowę optymizmu konsumentów i wyjście z okresu spowolnienia gospodarczego w ostatnich kwartałach 2023.

Należy również zwrócić uwagę na fakt, że pomimo wzrostu płacy minimalnej nie doszło w myśl ekonomii klasycznej do skokowego wzrostu bezrobocia, jednak zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych **spadło** w ujęciu miesięcznym w marcu o 9,5 tys. Obserwując dane napływające z rynku pracy nie można jednoznacznie stwierdzić, czy napawają one optymizmem.

*David Dunaj*

## Deficyt budżetowy w stosunku do PKB (w %)



- Według prognoz w tym roku ma wzrosnąć do **5,4% PKB**.
- Koszt rządowego projektu "Bezpieczny Kredyt 2%" ma wynieść **16 mld zł**.
- JPMorgan & Chase przejmując First Republic Bank o aktywach o wartości **229 mld \$**.

### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

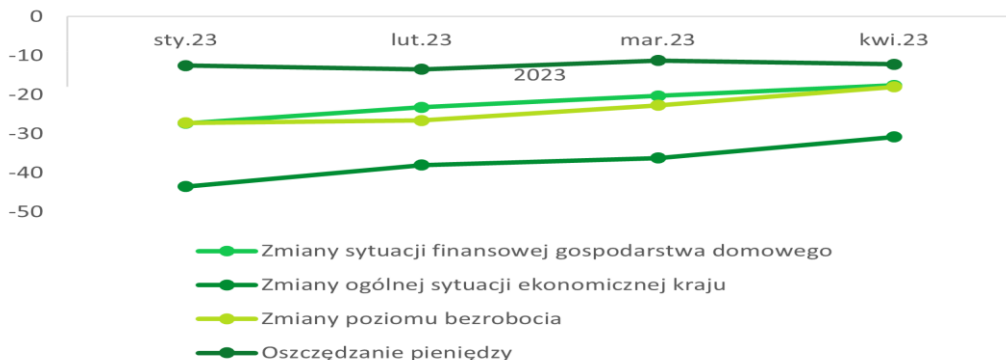
Z oficjalnych danych wynika, że prognozy premiera Mateusza Morawieckiego okazały się nietrafione i deficyt sektora finansów publicznych wyniesie finalnie 0,7 punktu procentowego więcej. Ze względu na wybory parlamentarne jesienią br. szacuje się, że ten trend dalej będzie **wzrostowy**. Nowy rząd będzie czekać nie lada wyzwanie w zaradzeniu aktualnej sytuacji. Według prognoz PKO BP, w roku 2023 deficyt budżetowy ma skoczyć do pułapu 5,4%. Wpływ na to poza nową "kiełbasą wyborczą" będzie miało kilka innych czynników. Wskazuje się przede wszystkim na indeksację wydatków, zmniejszenie dochodów z podatków przez utrzymanie zero procentowego podatku VAT na żywność czy spadek inflacji. Najbardziej prawdopodobnymi działaniami jakie podejmie nowo wybrana władza po wyborach jest podwyżka niektórych podatków i **ograniczenie** wydatków na inwestycje.

Na początku tego roku minister rozwoju i technologii ogłosił start nowego programu rządowego. Zakłada on możliwość wzięcia kredytu hipotecznego, który przez 10 lat będzie oprocentowany dla konsumenta na **2%** w skali roku. Minister rozwoju Waldemar Buda ocenił, że łącznie 200 tysięcy osób będzie mogło skorzystać z tego pomysłu. W celu zabezpieczenia przed dodatkowymi kosztami, takimi jak marża i prowizja, ustawa ma zakazać podwyższania tych obciążeń powyżej wartości ustalonej dla innych kredytów hipotecznych w ofercie. Maksymalna kwota kredytu to 500 tys. zł dla singli i 600 tys. dla małżeństw i wychowujących dzieci. Banki komercyjne nie będą stratne, ponieważ pozostałe koszty kredytu pokryje specjalnie utworzony Fundusz Mieszkaniowy BGK. Na ten moment gotowość przystąpienia ogłosiło **6 banków**, a kolejne 4 rozważają dołączenie, gdy pojawi się pełna treść ustawy. Szacowane koszty tego projektu to 16 mld zł na przestrzeni dekady.

Po głośnych upadkach banków Signature i Silicon Valley trudności spotykają kolejny podmiot z tej branży. Tym razem przez wypłacanie oszczędności z depozytów pomocy wymagał amerykański First Republic Bank (FRB). Pierwotnie dofinansowano go **kwotą 30 mld \$**, ale okazało się to niewystarczające. FRB został przymusowo przejęty przez JPMorgan & Chase, a cały proces był nadzorowany przez instytucje państwowe. Po opublikowaniu wyników kwartalnych okazało się, że od grudnia zeszłego roku klienci **wyjęli z kont ponad 100 mld \$**. Stanowi to około 40% całości zdeponowanych pieniędzy. W planach jest restrukturyzacja, zwolnienie 25% pracowników i pożyczki krótkoterminowe. Zagrożone są kolejne instytucje, a kryzys bankowy w USA dalej trwa.

Wojciech Szulc

## Wskaźnik ufności konsumenta



### Najważniejsze dane

- W kwietniu zaobserwowano wzrost nastrojów konsumenckich, dany wskaźnik wzrósł o **3,4 p. proc.** w porównaniu do ubiegłego miesiąca.
- Coraz mniej konsumentów ankietowanych przez Główny Urząd Statystyczny uważa, że obecna sytuacja na Ukrainie stanowi duże zagrożenie dla polskiej gospodarki. W kwietniu odnotowano spadek o **4,3 p.proc.** odpowiedzi ankietowanych zgadzających się z tą opinią w porównaniu do ubiegłego miesiąca.
- Przedsiębiorstwa coraz częściej odczuwają problemy związane z niedostatecznym popytem, kosztami zatrudnienia, **wysokimi obciążeniami** na rzecz budżetu (głównie w sekcji zakwaterowania i gastronomii) oraz wysokimi odsetkami bankowymi (głównie w handlu hurtowym i detalicznym).
- Poprawiła się** sytuacja związana z pozyskiwaniem surowców, materiałów i półfabrykatów (najbardziej odczuwalna w przetwórstwie przemysłowym).

### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Zanotowana poprawa nastrojów konsumentów wiąże się z **powoli stabilizującą** się sytuacją gospodarczą w kraju. Wzrost płac od stycznia (mimo wzrostu, płace realne dalej są ujemne) oraz ciągle przystosowywanie się społeczeństwa do panujących warunków gospodarczych, umożliwiła im stopniowe regulowanie funduszy domowych oraz znajdowania nowych rozwiązań finansowych.

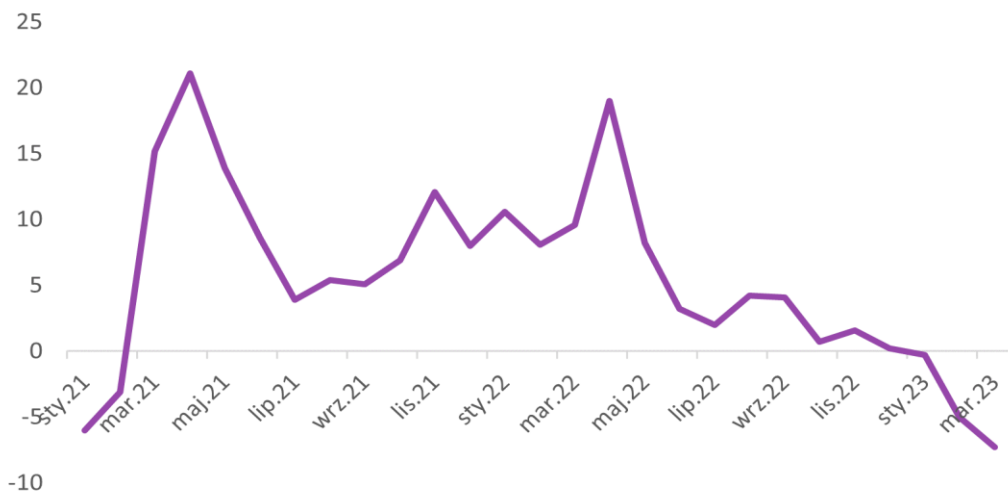
Pomimo tego, że nastąpił wzrost ufności konsumenckiej, nie nastąpiło przełożenie tego na kwestie popytu. Przedsiębiorstwa ciągle odczuwają negatywne skutki pogorszonej sytuacji gospodarczej, pozyskiwanie klientów stanowi dla nich **ciągle wyzwanie**. Ważną kwestią jest również minimalna płaca, która została w styczniu podniesiona do 3490 zł brutto. Dzięki temu zabiegowi pracownicy, a tym samym konsumenci, są w stanie uregulować swoje finanse. Drugą stroną medalu są kwestie kosztów zatrudnienia, które ponosi pracodawca. Przez wzrost płac, przedsiębiorcy coraz dotkliwiej odczuwają koszty związane z wynagrodzeniami pracowników.

Pomimo tego, że stopy procentowe kredytów nie są już podnoszone, raty kredytów ciągle utrzymują się **na wysokim poziomie** co skutecznie uderza w przedsiębiorców, którzy dany kredyt już mają oraz stanowi barierę dla przedsiębiorców, którzy danego kredytu potrzebują i planują zaciągnąć. Znaczącej poprawie uległo pozyskiwaniem surowców oraz materiałów. Dzięki poprawie sytuacji pandemicznej na świecie, łańcuchy dostaw funkcjonują na zdecydowanie bardziej zadowalającym poziomie. Spośród wszystkich ankietowanych sekcji, działalność finansowa i ubezpieczeniowa oraz informacja i komunikacja oceniają jako jedyne oceniają omawianą koniunkturę **pozytywnie**. Sekcja budownictwa oraz przetwórstwa przemysłowego utrzymuje się na zdecydowanie najbardziej pesymistycznym stanowisku.

Magda Siergiejuk

# Sprzedaż detaliczna

## Sprzedaż detaliczna r/r %



### Najważniejsze dane

- Sprzedaż detaliczna w cenach stałych spadła o **7,3% r/r** w marcu.
- Największy spadek sprzedaży, o wysokości **20,7% r/r**, odnotowały jednostki handlujące paliwami stałymi, ciekłymi i gazowymi.
- Jedynie tekstylia, odzież i obuwiu zanotowały wzrost sprzedaży o wysokości **1,7% r/r**.
- Meble, RTV, AGD odnotowały spadek o wysokości **15,2% r/r**.

### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

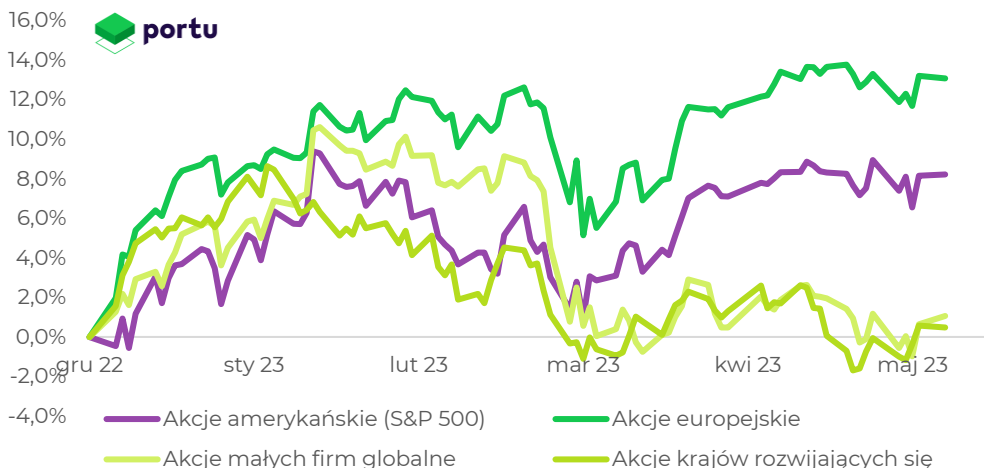
Spadek sprzedaży detalicznej od stycznia wskazuje na **słabnący popyt** ze strony konsumentów. Wynika to z ujemnej od kilku miesięcy dynamiki płac realnych, ale również z tego, że w marcu ubiegłego roku nastąpił znaczący napływ uchodźców z Ukrainy, który podbił sprzedaż detaliczną. W marcu tego roku taka sytuacja nie miała miejsca, więc wynik jest nieco bardziej naturalny.

Dodatkowo, mniejsze wydatki na dobra trwałe takie jak meble, sprzęt RTV i AGD mogą wskazywać, że konsumenci **dokonali zakupu tych dóbr wcześniej**, w okresie lockdownów i w związku z tym nie mają potrzeby ich teraz wymieniać. Innym wyjaśnieniem jest to, że oni odkładają takie zakupy na czasy bardziej stabilne finansowo, kiedy płace realne wrócą do wcześniej obserwowanych poziomów.

Co ciekawe mimo kolejnego spadku sprzedaży detalicznej, **nastroje konsumenckie się poprawiają**. Możliwym jest, że konsumenci spodziewają się poprawy swojej sytuacji materialnej w przyszłości.

Juliusz Śmidowski

# Portu: globalne rynki finansowe



iShares Core S&P 500 UCITS ETF, iShares Core MSCI EMU UCITS ETF,  
SPDR® MSCI World Small Cap UCITS ETF, iShares Core MSCI EM IMI UCITS ETF

## Najważniejsze dane:

- Akcje europejskie przewodzą w tym roku we wzrostach na rynkach finansowych. Brak materializacji kryzysu energetycznego doprowadził do znacznej poprawy sentymentu do spółek Starego Kontynentu.
- W USA prym wiodą z kolei spółki technologiczne. NASDAQ od początku roku zyskał już ponad 20%, podczas gdy szeroki indeks S&P500 jest na plusie niecałe 8%.
- Pozostałe segmenty rynku akcyjnego radzą sobie średnio. Zarówno akcje rynków wschodzących, jak i małych spółek nie zanotowały w tym roku istotnych zwrotów.

## Komentarz

Podczas, gdy w Polsce delektowaliśmy się słoneczną “majówką”, globalne rynki finansowe pracowały. Nastroje nadal pozostają jednak zmienne. **Inwestorzy zastanawiają się na ile potencjalne problemy w amerykańskim sektorze bankowym mogą przełożyć się na realną gospodarkę.** Zarówno więc indeksy akcyjne, jak i rynek obligacji nie może zdecydować się co do kierunku notowań. Kursy indeksów pozostają płaskie od już ponad miesiąca.

Same spółki zaraportowały jednak dobre wyniki za pierwszy kwartał. Apple, Microsoft, Google, Facebook, Visa, Coca-Cola, czy Exxon Mobile – wszyscy zaskakiwali pozytywnie. **Apple** przebił oczekiwania przychodów (\$93bn), jak i zysku na akcję (\$1.52). Pozytywnie zaskoczyła przede wszystkim sprzedaż Iphone’ów. Apple ogłosił również zwiększony do \$90bn skup akcji własnych. **Facebook** z kolei widzi ożywienie na rynku reklamy oraz planuje powrócić do wzrostów zatrudnienia. Z wszystkich platform grupy korzysta już ponad 3 mld ludzi. Z największych spółek jedynie **Amazon** i **Tesla** nie spełnili oczekiwań inwestorów. Kurs giganta sprzedaży detalicznej zanurkował po tym jak spółka poinformowała, że jej biznes “chmurowy” spowalnia. Negatywnie zaskoczyła też Tesla, która nie spełniła oczekiwań rynku odnośnie wzrostu przychodów i osiągniętej marży.

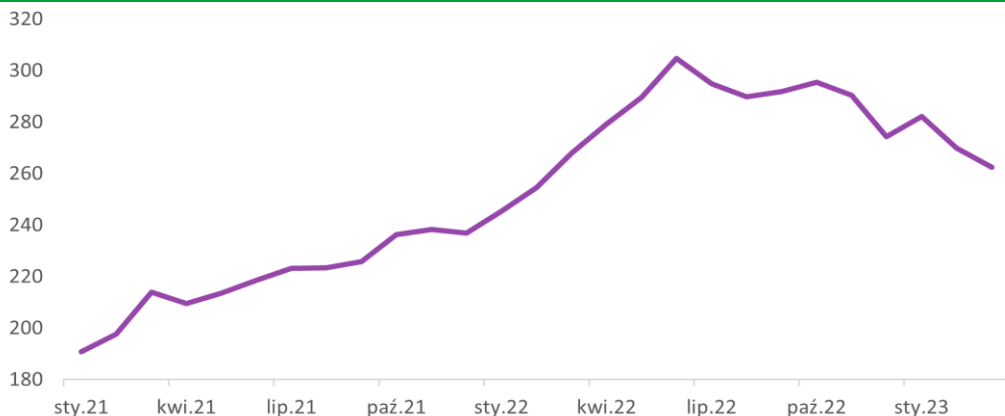
Cały sezon wyników spółek amerykańskich zmierza powoli ku końcowi. Poznaliśmy już wyniki ponad 85% spółek z indeksu S&P500. Odsetek spółek, które wydały negatywne prognozy zysku na akcję (EPS) na drugi kwartał wynosi 56%, co jest poniżej 5-letniej średniej wynoszącej 59% oraz poniżej 10-letniej średniej wynoszącej 66%.

Mikołaj Raczyński, CFA

Dyrektor Zarządzający i Inwestycyjny Portu



# Surowce energetyczne



**Wykres:** Popyt pośredni przetworzonych paliw i smarów dla przemysłu wytwórczego w USA, indeks 1982=100, miesięcznie skorygowany sezonowo

**Źródło:** FRED, obliczenia własne

## Najważniejsze informacje

- Prezydent RP z wizytą w Mongolii, nowe **źródło surowców** dla Polski.
- Zmniejszenie **się zapasów ropy** naftowej w USA.
- Spadek **popytu na diesla** w USA, możliwa recesja amerykańskiej gospodarki.
- Cena ropy: 71,77 \$/baryłkę co oznacza **spadek o 10,74%** do ceny z kwietnia 80,41 \$/baryłkę.

## Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Andrzej Duda 24 kwietnia odwiedził Ułan Bator w celu przedyskutowania z Prezydentem Ukhnaagiinem Khürelsükhim dalszej współpracy Polsko – Mongolskiej. Jednym z poruszonych tematów był **rynek zasobów energetycznych**. Obie strony są zadowolone z bieżącej współpracy. Wsparciem dla dalszej współpracy będzie otwarcie polskiego konsulatu w Ułan Bator na początku 2024 oraz wspólne prace w dziedzinie poszukiwań surowców energetycznych. Utrudnieniem jest położenie geograficzne które zostanie zrekompensowane poprzez nowo podpisaną umowę dot. międzynarodowych przewozów drogowych. W odwiedzinach uczestniczyły również polskie firmy takie jak KGHM. Naszym zdaniem wydarzenia te nie mają znaczenia dla kursu złotego ani cen surowców w Polsce.

W ubiegłym tygodniu amerykański Departament Energii (DoE) ogłosił zmniejszenie się zapasów ropy naftowej w USA o 7,49 mln baryłek co **stanowi 1,56 %** całociowych zapasów USA tego surowca. Jest to największy spadek od listopada 2022, lecz prawdopodobnie jest to sezonowa zmiana i jest ona skutkiem zakończenia sezonu grzewczego w tym kraju, nie mając większego wpływu na gospodarkę.

Niepokojącą informacją dla Amerykanów jest natomiast zmniejszenie popytu, na destylaty który utrzymuje się obecnie na najniższym poziomie od 2016 roku. Może to świadczyć o **powolnie zbliżającej się recesji** w Stanach Zjednoczonych, albowiem spadek popytu na pochodne ropy naftowej w znaczącym stopniu świadczy o osłabieniu się branży transportowej, głównego napędu przemysłu. Naszym zdaniem ewentualna recesja gospodarki USA **może wzmocnić** euro oraz złotego w porównaniu do dolara gdyż mogłaby doprowadzić do luźniejszej polityki monetarnej FEDu.

Stanisław Władyka

# Surowce nieenergetyczne

2100

Złoto USD/uncja

2050

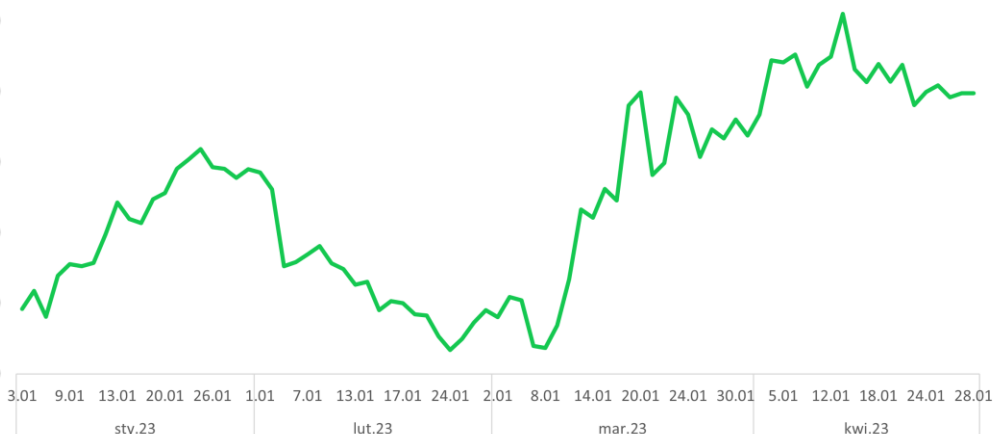
2000

1950

1900

1850

1800



## Najważniejsze informacje

- **Najwyższy** od 55 lat skup złota przez banki centralne, wywołany wojną na Ukrainie i inflacją.
- Cena uncji bliska pobicia historycznego rekordu.
- Prognozy recesji na Zachodzie i niewypłacalności krajów rozwijających się, **zwiększają** niepokoje i popyt na metale szlachetne.

### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Cena złota rozpoczęła kwartał kontynuując trwający od listopada 2022 trend wzrostowy, osiągając poziom **1845 dolarów za uncję**. Było to wynikiem zarówno decyzji Rezerwy Federalnej o **niższych niż przewidywano podwyżkach stóp procentowych**, jak i ogólnej tendencji banków centralnych do powiększania rezerw w 2022. Popyt na złoto, uważane za trwałe i bezpieczne aktywo finansowe, zwiększyło również ostrzeżenie Międzynarodowego Funduszu Walutowego o nadchodzącej recesji w Europie i Stanach Zjednoczonych.

Napędzany tymi doniesieniami wzrost trwał aż do początku lutego, zatrzymując się na poziomie **1969 USD/uncja**. Nowe doniesienia o pogarszającej się sytuacji inflacyjnej Stanów Zjednoczonych oraz polepszającej się rentowności konkurencyjnych dla złota obligacji rządowych, wywołały 7-procentową korektę.

Cenę złota „uratował” **upadek Silicon Valley Bank (SVB)**, spowodowany odpływem środków z mało opłacalnych depozytów w stronę obligacji rządowych. Gdy bank zmuszony był sprzedać własne obligacje ze znaczną stratą, zaczęła się „panika bankowa”, ostatecznie doprowadzając do niewypłacalności. Jako, że złoto jest postrzegane jako bezpieczne aktywo, problemy bankowe pozytywnie wpływają na jego cenę.

Widmo kryzysu bankowego nadal wisi nad światową gospodarką. Do SVB dołączyły **koljne dwa amerykańskie banki** oraz **szwajcarski Credit Suisse**, przejęty przez bank UBS, przy wsparciu i gwarancji finansowej rządu szwajcarskiego. W rezultacie, od początku marca cena złota **wzrosła o około 2000 USD za uncję**.

*Łukasz Konkol*



Monitoring  
Makroekonomiczny

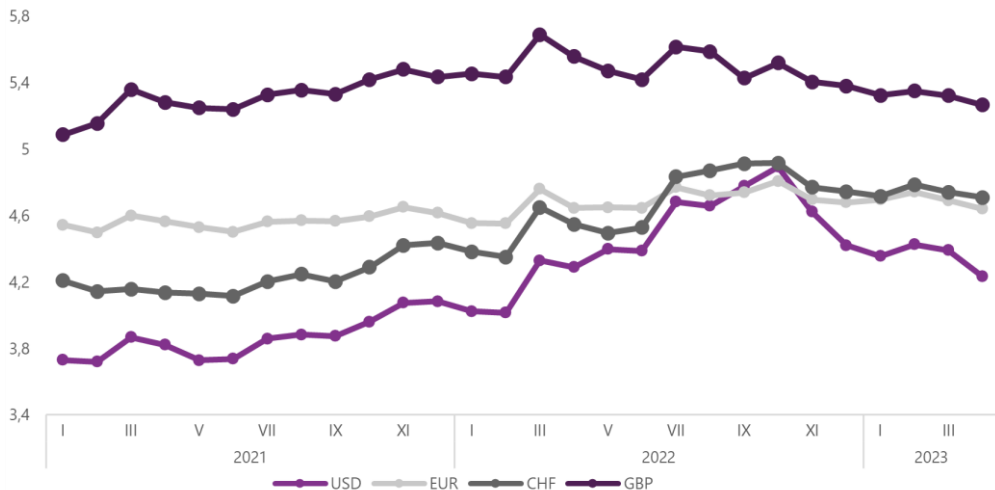


portu



STUDENCKIE KOŁO NAUKOWE  
FINANSÓW I MAKROEKONOMII

## Średnioważony kurs walut



### Najważniejsze dane

- Marzec oraz kwiecień 2023 to czas **umocnienia** polskiego złotego oraz podobnego trendu we wszystkich analizowanych walutach.
- Kurs EUR/PLN zanotował **duży spadek** w grudniu 2022 do poziomu 4,68 PLN z 4,80 PLN (w listopadzie), aby następnie w lutym 2023 wznieść się do 4,74 PLN. Wzrost ten okazał się przejściowy – obecnie kurs plasuje się w okolicach 4,64 PLN.
- Zauważalna obniżka cen paliw na polskich stacjach jest mocno uwarunkowana uszczupleniem wartości dolara względem złotego i jego dalszą tendencją schyłkową przy końcowej wartości na poziomie 4,23 PLN
- Pomimo zaburzeń w szwajcarskim sektorze bankowym kurs CHF nie zaliczył **dużej deprecjacji** i pozycjonuje się na poziomie 4,71 PLN.
- GBP **również osłabia** się w porównaniu do polskiej waluty osiągając średnią wartość 5,26 PLN w kwietniu 2023 przy 2,6% spadku w ciągu 6 miesięcy.

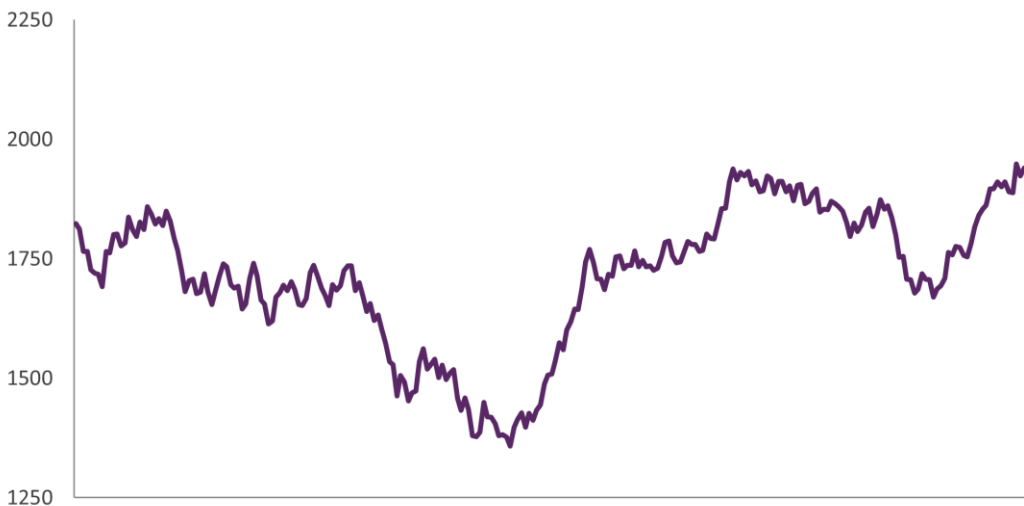
### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Wiosna 2023 dała impuls rodzimej walucie i stała się **silnym** środkiem płatniczym w koszyku regionalnym mimo niepewnego kierunku całego forexa. Nadszarpnięte zaufanie w sektorze bankowym USA przy obawach kolejnych upadków instytucji finansowych stały się problemem dolara, który traci względem najważniejszych światowych walut. Słabsze dane z Europy oraz wątpliwa decyzja banku centralnego Szwajcarii co do fuzji dwóch największych banków **umożliwiło aprecjację** złotego. Ponadto, rynek wskazuje na możliwe podwyżki stóp przez FED w najbliższym czasie oraz podobną decyzję EBC.

Kajetan Nowakowski

## Notowania WIG20

WIG20 02.05.2022-02.05.2023



### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Na warszawskim parkiecie niezwykle udany początek roku, wiązany głównie z tzw. **efektem stycznią**, przerodził się w korektę, którą spotęgowały informacje płynące zza oceanu o kłopotach regionalnych amerykańskich banków. Ostatecznie kwiecień inwestujący w polskie blue chipy zakończyli w dobrych nastrojach, przy zwwyżce indeksu WIG20 o ponad 8 procent. O wiele lepszą postawę, przypominającą raczej indeksy z zachodniej Europy, prezentuje ostatnio grupujące małe spółki sWIG80, którego od szczytu wszechczasów dzieli zaledwie 5 procent.

Indeksy amerykańskie, w ramach których są/były notowane zagrożone bankructwem banki, spośród omawianych indeksów doświadczyły największej przeceny w marcu. Upadłość najpierw Silicon Valley Bank, a następnie First Republic Bank spowodowały z jednej strony **głębokie obawy** o stan amerykańskiego sektora finansowego, a z drugiej nadzieje na długo wyczekiwany pivot FED-u czyli zaprzestanie prowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej przez tamtejszy bank centralny. Z czasem, gdy sytuacja się uspokoiła, indeksy powróciły do wzrostów i kwiecień zakończyły na **poziomach z przed potencjalnego kryzysu**.

Dobra passa na giełdach zachodnioeuropejskich trwa w najlepsze. Na początku roku swój **historyczny szczyt** pobił brytyjski FTSE 100, a chwilę później dołączył do niego francuski CAC 40. Indeks DAX, grupujący 40 największych spółek z niemieckiej giełdy, znajduje się na rocznych szczytach, a do samego ATH brakuje mu mniej niż 5 procent. Inwestorom ze strefy Euro zdaje się **nie przeszkadzać** jastrzębia polityka EBC, ani ryzyko ze strony potencjalnego rozlania się kryzysu bankowego, materializującego się w tej części świata w postaci upadłości szwajcarskiego Credit Suisse oraz kłopotów finansowych Deutsche Banku

Michał Krześniak

### Ambitne plany Grupy LPP

Przy okazji publikacji raportu rocznego zarząd LPP podzielił się z akcjonariuszami wizją dalszego rozwoju giganta odzieżowego. Jako **główny kierunek ekspansji** wskazano na Europę Południową i z tego powodu spółka planuje zbudować duże centrum dystrybucyjne dla sklepów stacjonarnych w Rumunii. Grupa poinformowała również o coraz bardziej ostrożnym podejściu klientów i braku akceptacji dla wyższych cen. LPP w czwartym kwartale roku obrotowego 2022/2023 wypracowała mniejszy zysk netto od oczekiwań, jednakże chęć wypłacenia dywidendy w wysokości 430 zł na akcję spowodowała gwałtowne podbicie kursu akcji w końcówce kwietnia do poziomu **12 000 zł**.

### Kontrowersyjny Kernel

Główny akcjonariusz Kernel Holding, ukraińskiego kombinatu rolnego, wezwał w marcu do **sprzedaży 100% akcji spółki**, gdyż jak twierdzi wady z notowania akcji Kernela na giełdzie przewyższają wszelkie korzyści. Byłoby w tym nic dziwnego, gdyby nie zaproponowana cena, która w momencie ogłoszenia była znacznie poniżej ceny rynkowej. Kolejny problem ujawnił się w połowie kwietnia kiedy to Rada Dyrektorów Kernel zdecydowała o wycofaniu akcji z obrotu na GPW (tzw. delisting). Jako że spółka jest zarejestrowana w Luksemburgu, może przez to obejść polskie przepisy mówiące o **wymaganej 90% większości głosów**, w ramach NWZ, do przeprowadzenia delistingu. W odpowiedzi do tych poczynań zawiązało się **porozumienie 15 inwestorów instytucjonalnych**, głównie Otwartych Funduszy Emerytalnych, dotyczące koordynacji działań celem respektowania przez Kernel i jego głównego akcjonariusza krajowych standardów rynku kapitałowego i poszanowania praw akcjonariuszy mniejszościowych. Zostały skierowane w tej sprawie pisma do zarządu GPW oraz KNF, z prośbą o rozpatrzenie tej kwestii i podjęcie odpowiednich kroków. W przypadku gdyby delisting akcji się udał, inwestorzy mniejszościowi, którzy by nie odpowiedzieli na wezwanie, zostaliby z akcjami, które ciężko byłoby jakkolwiek upłynnić.

### Zielona transformacja wspiera Sunex

Dla producentów pomp ciepła nadchodzące lata mogą być jeszcze bardziej udane niż niedawny okres boomu na OZE. Agencja Reuters poinformowała o potencjalnie rewolucyjnych zmianach prawnych w Niemczech, w kontekście zeroemisyjności budynków. Tamtejszy rząd ma procedować nad ustawą, która zakłada, że każdy system grzewczy od 1 stycznia 2024 roku ma opierać się w **65% na energii odnawialnej**, a do inwestycji w OZE rząd będzie oferował wysokie dopłaty. Informacje te znacząco podbiły w drugiej połowie kwietnia notowania akcji Sunex, dużego producenta pomp ciepła, dla którego rynek niemiecki odpowiada za ponad połowę przychodów. Co więcej spółka na początku roku zakomunikowała o przejęciu austriackiej firmy działającej w branży **instalacyjno-grzewczej** co dodatkowo zwiększy jej mocną pozycję w tym regionie.

### Nowe spółki na NewConnect

Od bieżącym roku na giełdzie alternatywnej zadebiutowały następujące spółki:

- Olymp – producent z branży fitness
- Frozen Way – gaming
- Prosta Giełda – IT
- Yetiforce – dostawca oprogramowania CRM dla biznesu
- Robs Group Logistics – usługi w obszarze logistyki magazynowej

Michał Krześniak



# Gospodarka Indii – szanse i zagrożenia

### Nowa potęga

Dwa ostatnie dziesięciolecia przebiegały pod znakiem wzrostu znaczenia gospodarczego Chin, które akurat przeżywają teraz zestaw kryzysów: demograficzny, nieruchomości i zadłużenia. Jednakże kiedy chiński wzrost i perspektywy wyraźnie hamują, to wzrok świata kieruje się na inny obiecujący kraj – Indie.

Jak podaje Bank Światowy wzrost indyjskiego PKB znajduje się od lat stabilnie **powyżej 5%**, przy czym 7-8% wzrostu nie jest czymś wyjątkowym. Jednak gospodarka Indii wyraźnie różni się od chińskiej i posiada swoje określone szanse i zagrożenia. Przyjrzyjmy się więc czynnikom, które będą sprzyjać wzrostowi gospodarczemu Indii w przyszłości i czynnikom, które będą mogły go hamować.

### Cyfryzacja i ludzie

Zacznijmy od szans i przewag dla indyjskiej gospodarki. Najważniejszym zasobem tej gospodarki są **ludzie**, których liczba przekroczyła już ludność Chin. Ale nie w samej liczebności należy dopatrywać się sukcesu. Ze względu na przeszłość kolonialną większość Hindusów biegle włada językiem angielskim, co zwiększa ich szanse na światowym rynku.

Młodzi Hindusi już teraz pracują jako specjaliści IT, menedżerowie średniego szczebla i księgowi, tworząc konkurencję dla Europejczyków i Amerykanów. Choć też **nie mało prominentnych Hindusów** jest wśród ekonomistów (Amartya Sen), myślicieli współczesnego świata (Shashi Tharoor), szefów korporacji (Satya Nadella) i polityków (Rishi Sunak).

Niewątpliwą szansą rozwoju Indii jest również **cyfryzacja**. Procent ludności Indii korzystającej z internetu wzrósł z 4% w 2007 roku do 48,7% w 2022 roku. Jest to olbrzymi wzrost, choć granice jego nie są jeszcze osiągnięte.

Rząd Indii stara się wdrażać różne programy, aby podnieść poziom cyfryzacji Hindusów. Wzrost aktywności Hindusów w sieci przyczyni się do **większego zainteresowania** korporacji z Doliny Krzemowej rynkiem indyjskim, jak również może stać się indyjskim soft power, bowiem setki milionów Hindusów korzystających z anglojęzycznej przestrzeni internetowej mogą zmienić kulturowy krajobraz platform internetowych.

### Nowy podział kastowy i brak przemysłu

Jednak rozwój indyjskiej gospodarki wiąże się z pewnymi zagrożeniami. Pierwszy z nich to ogromny wzrost nierówności. Sukcesy milionów młodych indyjskich menedżerów, specjalistów IT, księgowych mogą przyćmić nam wciąż **ogromną biedę**, która dotyka setek milionów Hindusów. Indyjski rynek pracy jest odzwierciedleniem tego problemu. Udział dorosłych Hindusów aktywnych zawodowo **spadł** z 42,9% w 2019 do 39,3% w 2022 roku. Nie oznacza to, że mniej Hindusów pracuje, lecz po prostu pracuje w szarej strefie bez stabilnego zatrudnienia i bezpieczeństwa socjalnego. Może Indie są świadkami tworzenia się nowego systemu kastowego przez nierówności w miarę upadku starego ładu ekonomiczno-społecznego?

Drugim problemem jest **słabo rozwinięty przemysł**. Udział przemysłu w PKB stanowi zaledwie 15% i spada. Jak pokazuje doświadczenie chociażby państw europejskich, brak własnego przemysłu czyni gospodarkę wyjątkowo niestabilną.

Czy Indie zdołają uporać się z zagrożeniami i w pełni wykorzystać swoje szanse? Czas pokaże, lecz możemy przypuszczać, że ich wejście na arenę gospodarczą i polityczną świata będzie mniej spektakularne, niż wzrost Chin.

Artur Veryho



# Jaka polityka publiczna jest najlepsza?

### Jak ocenić czy polityka publiczna działa?

Rządy w ramach poprawy społecznego dobrobytu decydują się na różne polityki publiczne. Jednakże jak można porównać skutki programów, które dotyczą zróżnicowanych obszarów? Autorzy badania „A Unified Welfare Analysis of Government Policies” próbują podjąć się tego zadania, analizując **133 różnych polityk społecznych** prowadzonych w ciągu ostatnich 50 lat na terenie Stanów Zjednoczonych. Autorzy wyróżnili 4 obszary do zbadania, a mianowicie: ubezpieczenia społeczne, edukacja, podatki i transfery pieniężne oraz transfery rzeczowe.

Do oceny korzyści z programu używają tzw. krańcowej wartości środków publicznych (MVFP). Określa ona stosunek między korzyścią dla beneficjentów a kosztem netto dla rządu (zarówno koszt z góry jak i długookresowy koszt dla budżetu). Jeśli program prowadzi do większych dochodów beneficjentów, a zatem też dochodów podatkowych, **koszt netto spada** i program sam się finansuje w większym stopniu. MVFP wynoszące 1 oznacza, że korzyści i koszty są takiej samej wielkości. Wyższe MVFP oznacza, że wydatek o wysokości dolara **przynosi większe korzyści**.

### Polityka publiczna polityce nierówna

Autorzy policzyli MVFP dla 133 polityk publicznych i doszli do następujących wniosków. MVFP w dużej mierze zależy od **wieku beneficjenta**, choć wraz z wiekiem dziecka nie spadają gwałtownie, gdyż przykładowo wydatki na uczelnie nadal przynoszą istotne korzyści. Największe wartości natomiast można znaleźć przy programach edukacyjnych i zdrowotnych dla dzieci z rodzin nisko dochodowych. Przykładowo, przy czterech dużych rozszerzeniach ubezpieczeń zdrowotnych dla dzieci, każdy dolar wydatków zwraca rządowi w długim okresie **1,78 \$**. Wcześniej wspomniane programy odpłacają się przeważnie same, gdyż dzieci nimi objęte potem uzyskują większe dochody oraz rządziej korzystają z transferów socjalnych.

Programy skierowane do dorosłych **częściej odnotowują niższe MVFP**. Różnica jest istotna, gdyż większość wartości dla dorosłych leży między 0,5 a 2, gdy jednocześnie projekt Perry Preschool skierowany do dzieci posiada wartość około 44. Oznacza to, że programy skierowane ku dorosłym rzadziej niż w przypadku dzieci będą się same finansować, choć jest to nadal możliwe. Oczywiście są też wyjątki. Jednym z przykładów tego jest zapewnienie bonów i usług doradczych w ramach eksperymentu "Moving to Opportunity", co pomogło rodzinom przenieść się do dzielnic o niższym poziomie ubóstwa i tym samym stworzyć lepsze możliwości zarówno dla dorosłych jak i dzieci.

### Implikacje

Pierwszy wysuwający się wniosek to duże znaczenie programów skierowanych do **najmłodszych z mniej zamożnych rodzin**. Sprawia to, że nie tylko dostaną oni szansę na lepszą przyszłość, ale rozwiązanie to zwróci się także rządowi w przyszłości. Dla podatnika jest to swego rodzaju inwestycja. Drugim wnioskiem, nieco mniej intuicyjnym jest, to że niskie MVFP **nie oznacza** tego, że dana polityka publiczna **jest bezzasadna** z perspektywy społeczeństwa. Transfery na rzecz dzieci niepełnosprawnych i ich rodzin charakteryzują się niskim MVFP, a dalej mogą być przydatne, jeśli chodzi o tworzenie dobrobytu. Jest więc to wskaźnik warty do wzięcia pod uwagę przy analizie polityki publicznej, ale nie należy go traktować bezkrytycznie.

Juliusz Śmidowski



# Zespół redakcyjny

Juliusz Śmidowski – redaktor naczelny

Agata Aftowicz

Artur Veryho

Bartosz Traczyk

Dawid Dunaj

Kajetan Nowakowski

Łukasz Konkol

Magda Siergiejuk

Michał Krześniak

Stanisław Władyka

Wojciech Szulc

Korekty: Tomasz Piechula, Szymon  
Wieczorek, Maciej Wysocki



## Słownik najważniejszych pojęć

**Efekt bazy** – w przypadku wskaźników  $r/r$  i  $m/m$  należy zwracać uwagę na kształtowanie się danego wskaźnika w poprzednich okresach. Jeżeli wówczas obserwowano niskie wartości, to w kolejnym okresie prawdopodobnie odnotowany zostanie dynamiczny wzrost.

**Efekt sezonowy** – niektóre wskaźniki wykazują pewne sezonowe prawidłowości np. bezrobocie jest niższe w środku roku, a sprzedaż detaliczna silnie maleje  $m/m$  w styczniu.

**Rentowność** – stopa zwrotu (zysk) z obligacji w ujęciu rocznym.

**Punkt bazowy** – setna część procenta (0,01%).

**PMI** – indeks aktywności sektora produkcyjnego, który jest jednocześnie miernikiem koniunktury gospodarczej. Wartości powyżej 50 świadczą o dobrej koniunkturze, zaś PMI poniżej 50 oznacza złą koniunkturę.

**Fed** – Bank Rezerwy Federalnej, czyli bank centralny Stanów Zjednoczonych.

**EBC (ECB)** – Europejski Bank Centralny, czyli bank centralny dla strefy euro.

**CPI** – inflacja cen konsumenckich. Określa, o ile wzrosły ceny towarów z koszyka inflacyjnego dóbr najczęściej wykorzystywanych przez gospodarstwa domowe.

**PPI** – inflacja cen przemysłowych. Określa, o ile wzrosły ceny towarów z koszyka inflacyjnego dóbr najczęściej wykorzystywanych przez firmy o charakterze przemysłowym.

**T-notes, Bunds, Gilts** – alternatywne nazwy obligacji kolejno amerykańskich, niemieckich i brytyjskich.

**Koszyk inflacyjny** – Zestaw dóbr wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa i/lub gospodarstwa domowe, zmiany cen których kształtuje dany wskaźnik inflacyjny. Każde dobro wchodzące w skład koszyka ma swoją wagę - wpływ dobra na inflację może być duży, średni lub mały.

## Partner projektu – portu

Partnerem Monitoringu Makroekonomicznego jest Portu. Portu to największa platforma inwestycyjna w Europie Środkowej, która funkcjonuje w ramach prominentnej grupy finansowej WOOD & Company. Platforma oferuje szeroki zakres usług inwestycyjnych, w tym niskokosztowe usługi pasywnego robo-doradztwa inwestycyjnego. Portu oferuje w ten sposób każdemu nowoczesny, cyfrowy, automatyczny i efektywny sposób inwestowania, dostarczając ogółowi społeczeństwa usługi, które wcześniej były dostępne tylko dla zaможnych. Portu posiada obecnie ponad 198 000 użytkowników i zarządza środkami o wartości ponad 770 milionów euro. Nazwa Portu wywodzi się od angielskiego wyrażenia „portfolio for you”.



# Nasi partnerzy



**Obserwator**finansowy.pl

EKONOMIA - DEBATA - POLSKA - ŚWIAT



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych  
CASE – Center for Social and Economic Research



Instytut Studiów Ekonomiczno-Społecznych  
Institute for Social and Economic Studies



**Olimpiada  
Wiedzy Ekonomicznej**



Monitoring  
Makroekonomiczny



STUDENCKIE KOŁO NAUKOWE  
FINANSÓW I MAKROEKONOMII