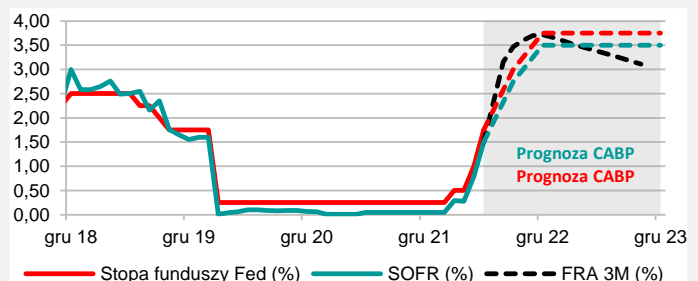


## W tym tygodniu

### Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.

Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych o 75pb, a tym samym docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [2,25%, 2,50%]. Oczekujemy, że

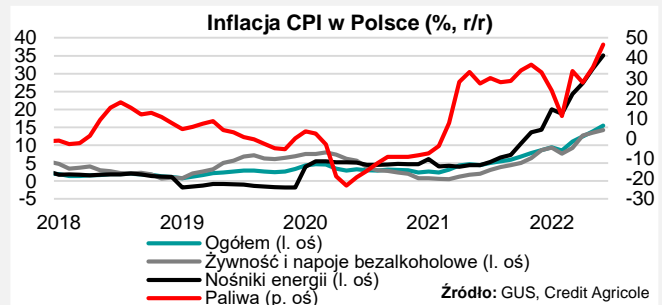
komunikat i konferencja po posiedzeniu FOMC będą utrzymane w relatywnie jastrzębim tonie. Wypowiedzi przedstawicieli Fed w ostatnim czasie sygnalizowały gotowość do dalszego, szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej z uwagi na wysoką inflację i rosnące ryzyko odkotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych. Uważamy, że w treści komunikatu utrzymany zostanie fragment sygnalizujący konieczność kontynuacji zaostrzenia polityki pieniężnej na kolejnych posiedzeniach (tzw. *forward guidance*). Decyzja o podwyżce stóp o 75pb jest zgodna z konsensusem rynkowym. Niemniej jednak, po publikacji wyższej od konsensusu inflacji w USA dwa tygodnie temu (por. MAKROMapa z 18.07.2022) oczekiwania rynku na podwyżkę stóp procentowych o 100pb w tym tygodniu nasiliły się. Zgodnie z wyceną kontraktów terminowych prawdopodobieństwo takiej decyzji wynosi obecnie ok. 25% wobec prawdopodobieństwa podwyżki o 75pb równego 75%. Tym samym materializacja naszego scenariusza podwyżki stóp procentowych o 75pb przez Fed w tym tygodniu będzie lekko negatywna dla kursu dolara, lekko pozytywna dla złotego i negatywna dla rentowności polskich obligacji.



Źródło: Reuters, Credit Agricole

### Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie piątkowa publikacja danych o inflacji w Polsce.

Naszym zdaniem zwiększyła się ona w lipcu do 15,6% r/r wobec 15,5% w czerwcu. Uważamy, że wyższa inflacja w lipcu będzie efektem wyższych dynamik cen żywności i nośników energii. Z kolei inflacja bazowa nie zmieniła się w



Źródło: GUS, Credit Agricole

lipcu w porównaniu do czerwca, a tempo wzrostu cen paliw obniżyło się. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (15,7%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

### W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane ze strefy euro.

Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB zmniejszyła się do -0,2% w II kw. z 0,6% w I kw., co będzie spójne z pogorszeniem koniunktury obserwowanym w badaniu PMI w ostatnich miesiącach (patrz poniżej) Dodatkowych informacji nt. wzrostu gospodarczego w strefie euro dostarczy wstępny szacunek PKB w Niemczech. Prognozujemy, że dynamika PKB nie zmieniła się w II kw. w porównaniu do I kw. i wyniosła 0,2% kw/kw. Ponadto oczekujemy, że inflacja HICP w strefie euro zwiększyła się do 8,8% r/r w lipcu wobec 8,6% w czerwcu przy jednoczesnym wzroście inflacji bazowej do 4,0% z 3,7% r/r. Uważamy, że publikacja wspomnianych wyżej danych będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

### W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.

Na czwartek zaplanowana jest publikacja wstępnego szacunku PKB w II kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB wyniesie +0,8% wobec -1,6% w I kw. Dostrzegamy ryzyko, że dynamika PKB obniży się poniżej zera jeśli wkład zapasów ukształtuje się w II kw. znacząco niżej niż zakładamy. W przypadku materializacji takiego ryzyka gospodarka USA znalazłaby się w technicznej recesji, określanej jako spadek odsezonowanego PKB przez co najmniej dwa

kwartały z rzędu. Prognozujemy, że inflacja bazowa PCE zwiększyła się do 4,8% w czerwcu z 4,7% w maju. Oczekujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w czerwcu o 1,0% m/m wobec wzrostu o 0,8% w maju. Naszym zdaniem, dane o sprzedaży nowych domów (645 tys. w czerwcu wobec 696 tys. w maju) potwierdzą postępujący spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że indeks Conference Board (97,5 pkt. w lipcu wobec 98,7 pkt. w czerwcu) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (51,1 pkt. wobec 50,0 pkt. w czerwcu) wskażą na słabe nastroje gospodarstw domowych z uwagi na utrzymującą się wysoką inflację i obawy o spowolnienie wzrostu gospodarczego w USA. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu pozostaną w cieniu środowowego posiedzenia FOMC i będą neutralne dla rynków finansowych.

- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 90,2 pkt. w lipcu z 92,3 pkt. w czerwcu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi spadek indeksu Composite PMI w Niemczech (patrz poniżej). Publikacja indeksu będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

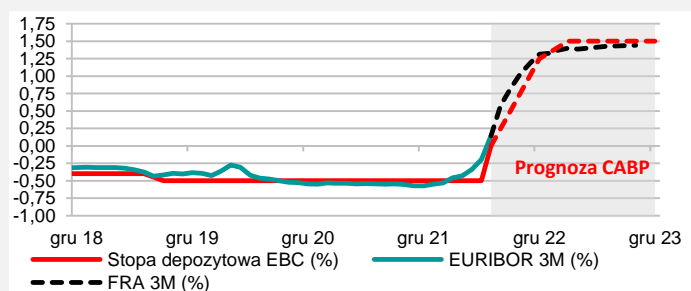
## W zeszłym tygodniu

- **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w czerwcu o 10,4% r/r wobec wzrostu o 14,9% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (11,2%) i powyżej naszej prognozy (9,1%).** W kierunku spadku dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy majem a czerwcem oddziaływał efekt statyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w czerwcu o 0,9% m/m (trzeci z rzędu spadek produkcji w ujęciu miesięcznym). Odnotowany od marca br. skumulowany spadek produkcji wyniósł zatem 3,8%. Spadek dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy majem a czerwcem miał szeroki zakres i wystąpił zarówno w kategoriach, w których sprzedaż w dominującym stopniu skierowana jest na eksport, w branżach powiązanych z budownictwem, jak i pozostałych branżach (por. MAKROpuls z 20.07.2022). Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 5,9% r/r w czerwcu wobec 13,0% w maju, co było wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (10,8%) i naszej prognozy (8,5%). W kierunku spadku dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy majem a czerwcem oddziaływał wspomniany wyżej efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w czerwcu o 3,5% m/m. W danych na szczególną uwagę zasługuje wyraźny spadek dynamiki produkcji w kategorii „budowa budynków” (15,2% wobec 34,7%), co odzwierciedla naszym zdaniem wygasanie efektu rozpoczętych w poprzednich kwartałach inwestycji prywatnych, szczególnie mieszkaniowych (por. MAKROpuls z 21.07.2022). Podtrzymujemy naszą ocenę, że w najbliższych miesiącach aktywność w budownictwie będzie ograniczana przez narastające bariery podażowe (brak wykwalifikowanych pracowników i silny wzrost materiałów budowlanych) i popytowe (zmniejszenie dostępności kredytów mieszkaniowych i spadek popytu gotówkowego na mieszkania związany z niepewnością towarzyszącą wojnie w Ukrainie). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej są spójne z oczekiwanym przez nas silnym spowolnieniem wzrostu PKB w Polsce w II kw. (do 4,9% r/r z 8,5% w I kw. – por. MAKROmapa z 18.07.2022).
- **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się do 19,9% r/r w czerwcu wobec wzrostu 23,6% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (21,5%) oraz nieznacznie powyżej naszej prognozy (19,8%).** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zwiększyła się w czerwcu o 3,2% r/r wobec wzrostu o 8,2% w maju. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyła się w czerwcu o 2,8% m/m, co jest jej najsilniejszym spadkiem od grudnia 2021 r. Spadek dynamiki sprzedaży

detalicznej liczonej w cenach stałych miał szeroki zakres i został odnotowany w większości kategorii, przy czym najsilniej obniżyła się ona w kategoriach „paliwa stałe, ciekłe i gazowe, „pozostałe”, „farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny”, „tekstyli, odzież, obuwie” i „meble, rtv, agd”. W naszej ocenie odzwierciedla to pogarszające się nastroje konsumenckie związane z obserwowanym w ostatnich miesiącach spadkiem realnych wynagrodzeń oraz spowolnieniem wzrostu gospodarczego (por. MAKROpuls z 21.07.2022). Uważamy, że słabe nastroje konsumenckie pozostaną w najbliższych miesiącach głównym czynnikiem ograniczającym wzrost sprzedaży detalicznej.

- ▮ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w czerwcu do 13,0% r/r wobec 13,5% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego zgodnego z naszą prognozą (13,3%).** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zmniejszyły się w czerwcu o 2,2% r/r wobec spadku o 0,3% w maju. Tym samym czerwiec był drugim miesiącem z rzędu, w którym odnotowano spadek realnych wynagrodzeń w ujęciu rocznym, będący efektem szybszego wzrostu cen niż nominalnych wynagrodzeń. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się do 2,2% r/r w czerwcu z 2,4% w maju, kształtując się zgodnie z konsensem rynkowym i powyżej naszej prognozy (2,1%). Zatrudnienie zwiększyło się o 5,1 tys. w ujęciu miesięcznym i wzrost ten miał w znacznym stopniu charakter sezonowy (por. MAKROpuls z 20.07.2022). Spowolnienie wzrostu zatrudnienia i spadek realnych płac w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu rocznym przyczyniły się do zmniejszenia realnej dynamiki funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do -0,1% r/r w czerwcu wobec 2,1% w maju. W konsekwencji przeciętna dynamika realnego funduszu płac obniżyła się w II kw. do 2,1% r/r wobec 3,8% w I kw. W efekcie, dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy przyspieszenia konsumpcji w II kw. (do 7,4% r/r z 6,6% w I kw.).
- ▮ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.** Dane nt. pozwoleń na budowę (1685 tys. w czerwcu wobec 1695 tys. w maju), rozpoczętych budów domów (1559 tys. wobec 1591 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,12 mln wobec 5,41 mln) potwierdziły utrzymujący się na nim spadek aktywności będący w znacznym stopniu efektem rosnącego oprocentowania kredytów hipotecznych. Dane nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA wyniesie 0,8% w II kw. wobec spadku o 1,6% w I kw. (patrz powyżej).

- ▮ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który zdecydował się na podwyżkę swoich stóp procentowych o 50pb.** W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 0,50%, a depozytowa 0,00%. Tym samym skala podwyżki okazała się

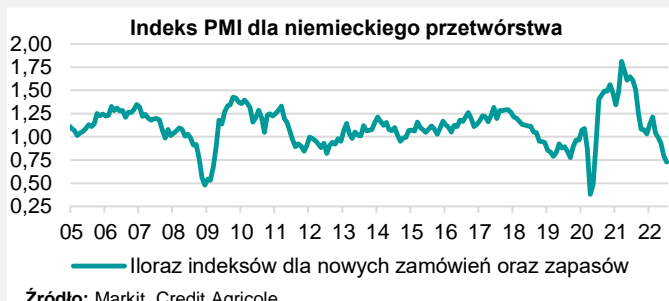


Źródło: Reuters, Credit Agricole

wyższa od wcześniejszych zapowiedzi EBC (por. MAKROmapa z 13.06.2022) oraz oczekiwań rynku zgodnych z naszą prognozą (podwyżka o 25pb). Wyższą skalę zacieśniania polityki pieniężnej EBC uzasadnił m.in. silniejszym od wcześniejszych oczekiwań wzrostem inflacji. Co więcej, w komunikacie zostało podkreślone, że przyspieszone odejście od ujemnych stóp procentowych pozwoli EBC przejść do podejmowania decyzji w sprawie stóp procentowych z posiedzenia na posiedzenie. W komunikacie zostało zaznaczone jednocześnie, że w kolejnych miesiącach stosowna będzie dalsza normalizacja stóp procentowych. Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu EBC ogłosił również uruchomienie narzędzia TPI (*Transmission Protection Instrument*). W ramach narzędzia TPI EBC będzie mógł skupować obligacje krajów strefy euro na rynku wtórnym w sytuacji nieuzasadnionego wzrostu ich rentowności, który mógłby zakłócić transmisję polityki pieniężnej. Aby obligacje mogły zostać skupione w ramach tego narzędzia,

kraj-emitent musi spełniać cztery warunki: 1) nie może być objęty procedurą nadmiernego deficytu, 2) nie może być objęty procedurą dotyczącą zakłóceń równowagi makroekonomicznej, 3) musi mieć stabilną ścieżkę zadłużenia, 4) musi realizować zobowiązania podjęte w planie odbudowy zgłoszonym w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes Ch. Lagarde podkreśliła jednak, że ostateczna decyzja o skupie obligacji w ramach narzędzia TPI zależy będzie od EBC. Zgodnie z komunikatem, zakupy przeprowadzone w ramach narzędzia TPI będą prowadzone w taki sposób, aby nie stanowiły one rozluźnienia polityki pieniężnej. W naszej ocenie oznacza to, że EBC będzie sterylizować zakupy najprawdopodobniej poprzez odpowiednio mniejsze reinwestowanie środków skupionych w ramach programu APP (*Asset Purchase Programme*). Uwzględniając ubiegłotygodniową decyzję EBC zrewidowaliśmy nasz scenariusz stóp procentowych w strefie euro. Obecnie oczekujemy, że EBC we wrześniu podniesie stopy procentowe o 50pb, w październiku o 50pb, w grudniu o 25pb, a w marcu 2023 r. o 25pb, kończąc tym samym cykl podwyżek przy stopie depozytowej na poziomie 1,5%.

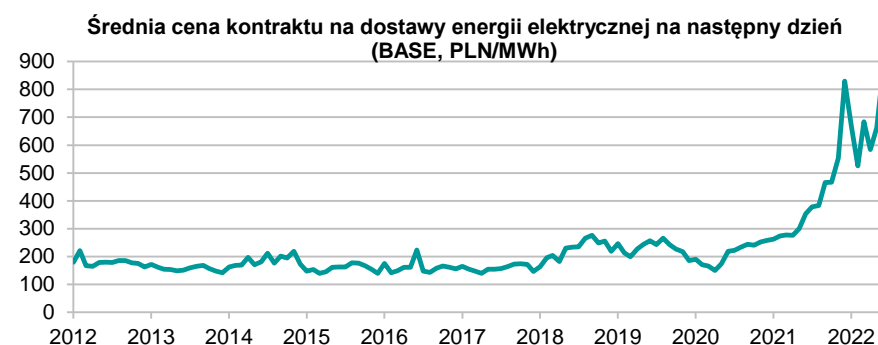
**Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w lipcu do 49,4 pkt. wobec 52,0 pkt. w czerwcu, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (51,0 pkt.). Jednocześnie jest to jego najniższa wartość od lutego 2021 r.**



Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku zarówno składowej dla aktywności biznesowej w usługach, jak i składowej dotyczącej bieżącej produkcji w przetwórstwie. Spadek zagregowanych indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny. Pogorszenie koniunktury odnotowano w Niemczech, Francji i pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W strukturze danych na uwagę zasługuje silny spadek popytu odzwierciedlany obniżeniem składowej dla nowych zamówień wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. Zgodnie z komunikatem przyczyną jego spadku, zarówno w przypadku towarów jak i usług, są rosnące ceny. Co więcej, źródłem pogorszenia nastrojów wśród respondentów były także dalszy wzrost energii oraz obawy o jej dostępność, utrzymujące się bariery podażowe, a także rosnące koszty finansowania, co zgodnie z komunikatem skłoniło część firm do ograniczenia zakupów dóbr pośrednich oraz wstrzymania zatrudniania nowych pracowników. Z punktu widzenia polskiego eksportu na szczególną uwagę zasługuje sytuacja w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zmniejszył się w lipcu do 49,2 pkt. wobec 52,0 pkt. w czerwcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (51,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla zapasów. Warto przy tym zauważyć, że składowa dla nowych zamówień ukształtowała się na najniższym poziomie od maja 2020 r., czyli od czasu załamania aktywności bezpośrednio po wybuchu pandemii. W konsekwencji w lipcu odnotowano dalszy spadek stosunku indeksu nowych zamówień do zapasów również do poziomu najniższego od maja 2020 r., co sugeruje, że w kolejnych miesiącach firmy będą najprawdopodobniej redukować bieżącą produkcję, dopasowując jej skalę do spadającego popytu. Jest to spójne z wyraźnym obniżeniem indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, która kształtuje się już wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. Wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększy się w III kw. do 0,2% wobec -0,2% w II kw. Sygnalizują one ryzyko spadku PKB w III kw., którego materializacja oznaczałaby wystąpienie recesji.

**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. Agencja prognozuje, że średnie tempo wzrostu gospodarczego w latach 2023-2024 wyniesie 2,3% z ryzykiem w dół. Głównymi czynnikami ryzyka dla tej prognozy są potencjalne zakłócenia w dostawach energii, które mogą przyczynić się do wystąpienia recesji u głównych partnerów handlowych Polski oraz ewentualne nieuruchomienie Krajowego Planu Odbudowy i brak napływu środków unijnych przewidzianych w ramach niego. Fitch zmodyfikował 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. Drugim – silny, negatywny zewnętrzny wstrząs gospodarczy (np. związany z zakłóceniami w dostawach energii), który znacząco obniżyłby trajektorię wzrostu PKB w Polsce. Trzeci to utrzymywanie się inflacji na wysokim poziomie, który przyczyniłby się do pogorszenia konkurencyjności polskiej gospodarki oraz wzrostu zadłużenia zagranicznego. W poprzedniej ocenie Fitch zwracał natomiast uwagę na pogorszenie klimatu biznesowego lub naruszenie praworządności, jako jeden z potencjalnie negatywnych czynników dla ratingu Polski. Czynniki, które mogłyby się przyczynić do poprawy oceny wiarygodności kredytowej Polski nie zmieniły się w porównaniu do poprzedniej oceny. Zdaniem Fitch podwyżka ratingu mogłaby nastąpić w przypadku silniejszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego, przyspieszającego konwergencję do Polski zamożniejszych krajów lub poprawy statystyk dotyczących zadłużenia zagranicznego 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.

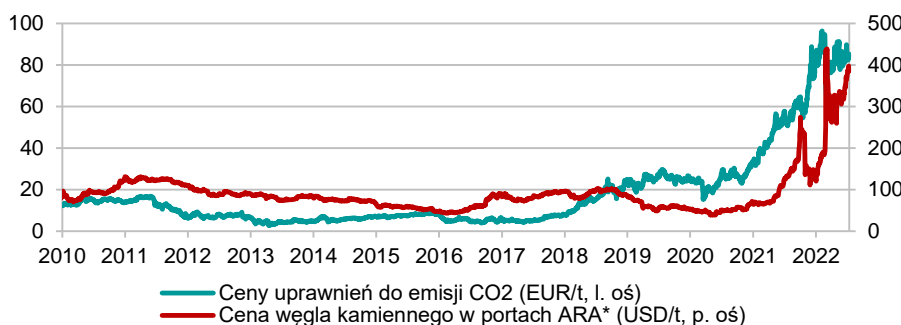
## **Czy dalszy wzrost cen prądu dla firm jest nieunikniony?**



Źródło: TGE, Credit Agricole

Rynek energii elektrycznej dla przedsiębiorstw w Polsce jest zderegulowany. Oznacza to, że w przeciwieństwie do rynku energii dla gospodarstw domowych ceny nie są ustalane przez Urząd Regulacji Energii lecz są w znaczącym stopniu wynikiem działania mechanizmów rynkowych. Od połowy 2020 r. obserwowany jest silny wzrost

hurtowych cen energii elektrycznej w Polsce. Średnia cena kontraktu na dostawy energii elektrycznej na następny dzień (BASE) na Towarowej Giełdzie Energii (TGE) w czerwcu br. wyniosła 884,68 PLN/MWh i była dwuipółkrotnie wyższa niż rok temu i czterokrotnie wyższa niż w czerwcu 2020 r. Poniżej przedstawiamy oczekiwane tendencje na tym rynku.



**Źródło:** EEX, Datastream, Credit Agricole  
 \* Amsterdam, Rotterdam, Antwerpia

Wzrost hurtowych cen energii elektrycznej wynika z dwóch czynników cenotwórczych. Pierwszym z nich jest wzrost cen praw do emisji CO<sub>2</sub>, których cena na Europejskiej Giełdzie Energii (EEX) w czerwcu br. wyniosła 83,75 EUR/t (+59% r/r). Drugim czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen energii elektrycznej jest wyższa cena

węgla, która w czerwcu br. wyniosła 338,94 USD/t (+216% r/r, cena węgla ARA). Wymienione wyżej czynniki mają szczególnie silny wpływ na ceny energii elektrycznej w Polsce, gdyż ok. 70% energii w Polsce pochodzi z paliw stałych. Biorąc pod uwagę wyraźne osłabienie złotego, które nastąpiło w ostatnich miesiącach, ceny praw do emisji CO<sub>2</sub> i ceny węgla wyrażone w złotych wzrosły w analogicznym okresie jeszcze silniej (odpowiednio 64% i 272% r/r), co dodatkowo pobiło hurtowe ceny energii w Polsce.

Z użyciem modelowania ekonometrycznego można wyznaczyć długookresową relację pomiędzy cenami energii elektrycznej, węgla i praw do emisji CO<sub>2</sub>. Te dwa czynniki cenotwórcze tłumaczą ponad 90% zmienności hurtowych cen energii elektrycznej w długim okresie. W krótkim okresie bieżące ceny energii elektrycznej mogą odchylić się od tej długookresowej relacji z uwagi na oddziaływanie innych czynników (np. wzrost niepewności, spekulację, zmianę wysokości marż producentów energii), jednak w długim okresie będą one ponownie do niej zbiegały. Na podstawie danych historycznych, z użyciem naszego modelu ekonometrycznego możemy oszacować, że wspomniane odchylenia są jednak dosyć szybko korygowane. Krótkookresowe odchylenie od długookresowej relacji kosztowo-cenowej jest w 62% korygowane w ciągu jednego miesiąca.

Prognozowanie cen energii elektrycznej jest obecnie utrudnione z uwagi na podwyższoną niepewność (dotyczącą m.in. dalszego przebiegu wojny w Ukrainie i ewentualnych przerwach w dostawach gazu z Rosji). Tym samym nie konstruujemy konkretnego scenariusza dla kształtowania się cen węgla i uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>, który determinowałby ceny energii elektrycznej w naszym modelu. Zakładamy, że będą one kształtowały się na średnim poziomie obserwowanym dotychczas w lipcu. Nie oznacza to jednak, że cena energii elektrycznej również nie ulegnie zmianie względem obecnych poziomów. Na podstawie naszego modelu szacujemy, że bieżąca hurtowa cena energii elektrycznej (884,68 PLN/MWh) kształtuje się obecnie ok. 10% powyżej wspomnianej wyżej długookresowej relacji kosztowo-cenowej i przy założeniu braku zmian nominowanych w złotych cen węgla i cen praw do emisji CO<sub>2</sub> w dłuższym okresie powinna zbiegać do poziomu ok. 800 PLN/MWh. W tabeli poniżej prezentujemy również prognozowane na podstawie modelu ceny energii elektrycznej w zależności od materializacji różnych scenariuszy dla dwóch głównych czynników kosztowych.

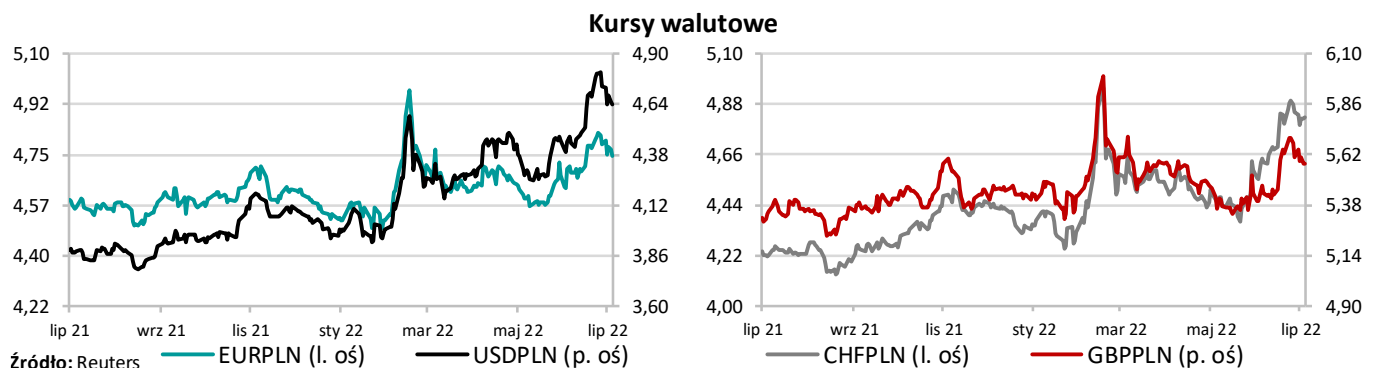
Kształtowanie się ostatecznych obciążeń dla przedsiębiorstw związane ze zużyciem energii elektrycznej jest również obarczone znaczącą niepewnością z uwagi na możliwą interwencję rządu w tym zakresie. Przykładowo, w 2019 r. średnie i duże przedsiębiorstwa w Polsce mogły uzyskać rekompensaty za użytą energię elektryczną w ramach pomocy de minimis w wysokości 15 PLN/MWh. W marcu br. Komisja Europejska przyjęła tymczasowe ramy prawne - *Temporary Crisis Framework* (TCF) - aby kraje członkowskie mogły częściowo zrekompensować przedsiębiorstwom, w szczególności intensywnym użytkownikom energii, dodatkowe koszty wynikające z podwyżek cen gazu i energii elektrycznej. Wsparcie to może być udzielone w dowolnej formie, w tym w formie dotacji bezpośrednich. W ramach TCF Niemcy dofinansują przedsiębiorstwa w łącznej kwocie 5 mld EUR. Wsparcie dla poszczególnych przedsiębiorstw będzie uzależnione od energochłonności danej działalności. Wpływ wyższych cen energii elektrycznej na

koszty funkcjonowania firm w Polsce (w zależności od ich energochłonności) i inflację PPI przedstawiliśmy w MAKROmapie z 8.10.2022.

Prognozowana cena energii elektrycznej w zależności od kształtowania się cen węgla i uprawnień do emisji CO2 (PLN/MWh)		Cena uprawnień do emisji CO2 (PLN/t)											
		-30%	-20%	-10%	-5%	Obecnie	+5%	+10%	+20%	+30%	+50%	+100%	
		281	321	361	381	401	421	442	482	522	602	803	
Cena węgla kamiennego w portach ARA (PLN/t)	-30%	1266	587	626	665	684	703	723	742	781	820	897	1090
	-20%	1447	620	658	697	716	736	755	774	813	852	929	1123
	-10%	1628	652	691	729	749	768	787	807	845	884	961	1155
	-5%	1718	668	707	746	765	784	804	823	862	900	978	1171
	Obecnie	1809	684	723	762	781	800	820	839	878	916	994	1187
	+5%	1899	701	739	778	797	817	836	855	894	933	1010	1203
	+10%	1990	717	755	794	813	833	852	871	910	949	1026	1219
	+20%	2171	749	788	826	846	865	884	904	942	981	1058	1252
	+30%	2351	781	820	859	878	897	917	936	975	1013	1091	1284
	+50%	2713	846	885	923	943	962	981	1001	1039	1078	1155	1349
	+100%	3618	1008	1046	1085	1104	1124	1143	1162	1201	1240	1317	1510

Źródło: Credit Agricole

## Decyzja Fed może umocnić złotego



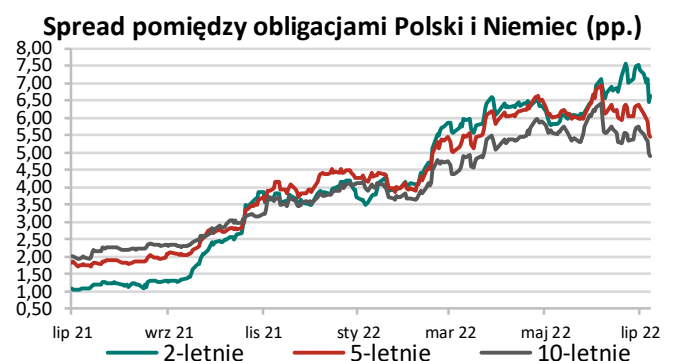
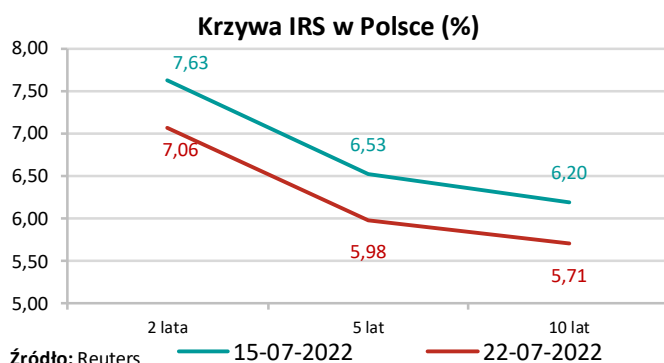
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,7427 (osłabienie złotego o 0,9%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN pozostawał w łagodnym trendzie spadkowym, czemu sprzyjała zmniejszająca się awersja do ryzyka odzwierciedlana obniżeniem indeksu VIX. W kierunku mniejszej niepewności oddziaływało wznowienie przez Rosję dostaw gazu do Europy (pozytywne dla perspektyw wzrostu gospodarczego), a także osiągnięcie porozumienia w sprawie eksportu ukraińskiego zboża przez Morze Czarne (negatywne dla inflacji).

W ubiegłym tygodniu ze względu na wspomniany wyżej spadek światowej awersji do ryzyka doszło również do wzrostu kursu EURUSD. Decyzja EBC o silniejszej od oczekiwań podwyżce stóp procentowych doprowadziła do przejściowego umocnienia euro względem dolara. Przeciwny wpływ miała natomiast publikacja wyraźnie słabszych od oczekiwań indeksów PMI dla strefy euro.

Ogłoszona w ubiegły piątek decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralna dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będzie śródowe posiedzenie FOMC. W przypadku realizacji naszej prognozy zakładającej podwyżkę stóp procentowych o 75pb może

dojść do lekkiego umocnienia złotego. Przeciwny wpływ może mieć natomiast zaplanowana na piątek publikacja wstępnych krajowych danych o inflacji. Publikacje danych ze strefy euro (wstępne szacunki PKB oraz inflacji) mogą sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Jednocześnie istotnym czynnikiem determinującym kurs polskiej waluty pozostaną informacje wpływające na ocenę ryzyka wystąpienia szoku gazowego w Europie, który może istotnie osłabić perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz w Polsce.

## Krajowe dane o inflacji w centrum uwagi rynku



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 7,06 (spadek o 57pb), 5-letnie do 5,98 (spadek o 55pb), a 10-letnie do 5,71 (spadek o 49pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do silnego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia stawek IRS były rosnące obawy inwestorów o perspektywę wzrostu gospodarczego na świecie, dodatkowo nasilone przez publikację wyraźnie słabszych od oczekiwania indeksów PMI w strefie euro. Posiedzenie EBC miało ograniczony wpływ na krzywą.

Ogłoszona w ubiegły piątek decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralna dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC, które może przyczynić się do spadku stawek IRS. W tym samym kierunku może oddziaływać zaplanowana na piątek publikacja krajowych danych o inflacji. Publikacje danych ze strefy euro (wstępne szacunki PKB oraz inflacji) mogą sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Jednocześnie istotnym czynnikiem wpływającym na stawki IRS pozostaną informacje wpływające na ocenę ryzyka wystąpienia szoku gazowego w Europie, który może istotnie osłabić perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz w Polsce.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50
Kurs EURPLN*	4,52	4,56	4,52	4,60	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	<b>4,80</b>
Kurs USDPLN*	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	<b>4,79</b>
Kurs CHFPLN*	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	<b>4,86</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	18,1	9,6	13,1	8,7	7,6	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	
Inflacja PPI (r/r, %)	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	13,0	8,9	10,7	11,1	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	<b>5,0</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	-464	-1017	-527	-1817	-1368	-1269	-2685	-1046	-3787	-4010	-3476	-1909		
Eksport (r/r, %, EUR)	15,8	9,2	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	19,9	11,2	18,7	7,9	26,4		
Import (r/r, %, EUR)	29,2	16,3	33,6	22,4	24,2	23,9	35,1	35,0	22,1	38,2	24,5	35,8		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,5	4,9	1,1	0,2	-0,2	1,0	2,7	3,8	5,9	3,4	1,9	
Konsumpcja (% r/r)	6,6	7,4	0,6	0,5	1,0	1,5	0,7	1,3	6,1	3,7	1,1	
Inwestycje (% r/r)	4,3	-0,2	-0,8	-0,8	0,3	2,5	3,8	4,8	3,8	0,2	3,2	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,0	2,0	3,1	3,2	1,8	0,5	2,9	4,5	11,8	2,6	2,4	
Import (ceny stałe, %, r/r)	8,8	4,9	0,4	0,9	0,7	-1,3	5,1	7,0	15,9	3,5	2,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,9	4,2	0,3	0,2	0,6	0,9	0,4	0,7	3,4	2,1	0,6
	Inwestycje (pp.)	0,6	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,6	1,0	0,7	0,0	0,5
	Eksport netto (pp.)	-3,8	-1,5	1,6	1,4	0,7	1,1	-1,3	-1,3	-1,2	-0,5	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,8	-3,4	-3,7	-4,3	-0,6	-3,6	-4,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,0	4,7	5,0	5,3	5,0	4,7	5,0	5,4	5,0	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	1,5	2,0	2,2	2,2	1,2	0,7	0,3	2,0	2,0	1,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,7	10,3	10,2	10,0	8,3	7,5	6,9	8,9	10,5	8,2	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	15,9	14,7	13,9	8,7	6,1	5,0	5,1	13,6	8,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,38	7,38	7,38	7,38	6,63	6,01	2,54	7,38	6,01	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	7,00	7,25	7,25	7,25	7,25	6,25	1,75	7,25	6,25	
EURPLN**	4,64	4,70	4,77	4,75	4,75	4,73	4,70	4,65	4,58	4,75	4,65	
USDPLN**	4,19	4,48	4,42	4,32	4,32	4,26	4,16	4,04	4,03	4,32	4,04	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 25.07.2022 r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Lipiec	92,3		90,2
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Wtorek 26.07.2022 r.</b>						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Maj	1,8		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Czerwiec	696	645	666
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Lipiec	-11,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	98,7	97,5	97,5
<b>Środa 27.07.2022 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	5,6		5,4
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Czerwiec	0,8	-1,0	-0,5
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Lipiec	1,75	2,50	2,50
<b>Czwartek 28.07.2022 r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Lipiec	1,47		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	8,2	8,2	8,1
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	II kw.	-1,6	0,8	0,4
<b>Piątek 29.07.2022 r.</b>						
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,2	0,2	0,1
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępna inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Lipiec</b>	<b>15,5</b>	<b>15,6</b>	<b>15,7</b>
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	II kw.	0,6	-0,2	0,1
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	8,6	8,8	8,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Czerwiec	-0,4		
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Czerwiec	6,3	6,7	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Czerwiec	4,7	4,8	4,7
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Lipiec	56,0		56,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	51,1	51,1	51,1

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

\*\* Konsensus Reuters