

## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygo dniu będzie zaplanowana na środę publikacja danych o inflacji w Polsce.** Naszym zdaniem zmniejszyła się ona w czerwcu do 11,5% r/r wobec 13,0% w maju. Uważamy, że niższa inflacja w czerwcu wynikać będzie ze zmniejszenia wszystkich jej

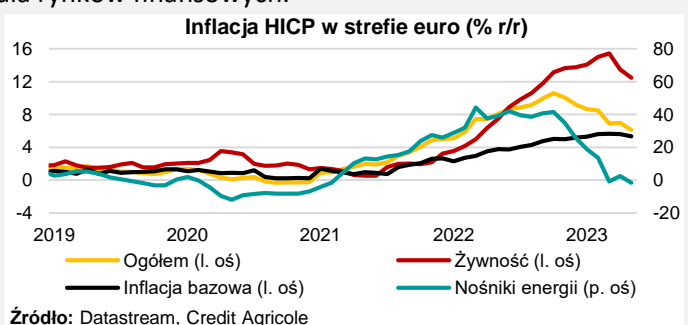
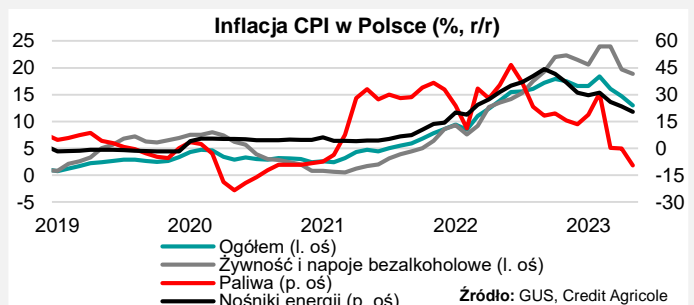
głównych składowych (dynamiki cen żywności, paliw, nośników energii oraz inflacji bazowej). Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (11,8%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** W piątek opublikowane zostaną dane o inflacji PCE. Uważamy, że zmniejszyła się ona do 3,8% r/r w maju z 4,4% w kwietniu, na co złożyły się niższa dynamika cen nośników energii i nieznaczny spadek inflacji bazowej (z 4,7% do 4,6% w maju). W czwartek poznamy z kolei finalny szacunek amerykańskiego PKB w I kw. Zakładamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane nieznacznie w górę do 1,4% względem wstępnego szacunku wynoszącego 1,3%. Prognozujemy, że zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w maju o 0,8% m/m wobec wzrostu o 1,1% w kwietniu. Uważamy, że w kierunku spadku zamówień oddziaływał niższy popyt na dobra inwestycyjne. Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (669 tys. w maju wobec 683 tys. w kwietniu) wskażą na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Oczekujemy, że zarówno finalny indeks Uniwersytetu Michigan (63,9 pkt. w czerwcu wobec 59,2 pkt. w maju), jak i indeks Conference Board (103,5 pkt. w czerwcu wobec 102,3 pkt. w maju) wskażą na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych z uwagi na dalszy spadek inflacji. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

**W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w czerwcu do 5,5% r/r wobec 6,1% w maju, co wynikało ze spadku dynamiki cen żywności i nośników energii. W przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost inflacji bazowej (5,5% w czerwcu wobec 5,3% w maju).

W czwartek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 7,0% r/r w czerwcu wobec 6,3% w maju z uwagi na efekty niskiej bazy sprzed roku. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się tylko nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (5,6%), a tym samym jej realizacja nie powinna mieć istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

**W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Zgodnie z konsensem, indeks NBS PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się nieznacznie w czerwcu do 49,0 pkt. wobec 48,8 pkt. Pomimo wzrostu wskaźnika pozostanie on poniżej granicy 50 pkt., potwierdzając utrzymywanie się tendencji stagnacyjnych w chińskim przetwórstwie. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.

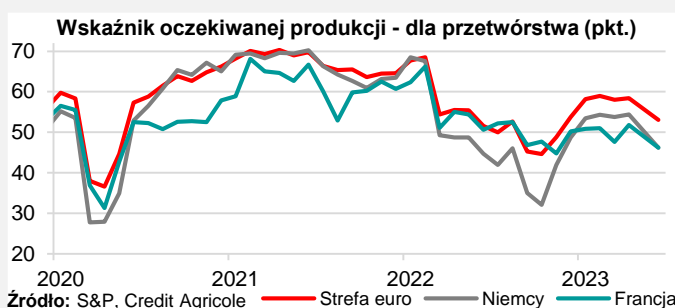


- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 90,7 pkt. w czerwcu z 91,7 pkt. w maju, co będzie spójne ze spadkiem zagregowanego indeksu PMI dla Niemiec w czerwcu (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja indeksu Ifo będzie neutralna dla rynków finansowych.

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell przedstawił półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Jego wystąpienie było spójne z wydźwiękiem konferencji po czerwcowym posiedzeniu FOMC (por. MAKROmapa 19.06.2023) i było utrzymane w jastrzębim tonie. W swoich wypowiedziach zasygnalizował dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej, podkreślając, że walka z wysoką inflacją nie dobiegła jeszcze końca. Jednocześnie, prezes Fed odniósł się do czerwcowej projekcji członków FOMC, która została opublikowana dwa tygodnie temu. Powiedział, że przedstawiona w niej ścieżka stóp procentowych (zakładająca zacieśnienie polityki pieniężnej jeszcze o 50pb w br.) jest dość dobrą wskazówką, co może się wydarzyć, jeśli sytuacja makroekonomiczna będzie ewoluowała zgodnie z oczekiwaniami. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi J. Powella sygnalizują istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza zakładającego stabilizację docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na obecnym poziomie, tj. [5,00%; 5,25%] do końca br.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB podniósł główną stopę procentową o 25pb do 1,75%, 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 opublikował także najnowsze projekcje makroekonomiczne. SNB podtrzymał swoją prognozę dynamiki PKB w 2023 r. wynoszącą 1% r/r. Z uwagi na napływające w ostatnich miesiącach niższe od oczekiwań SNB dane o inflacji prognoza inflacji w 2023 r. została zrewidowana w dół do 2,2% r/r (wobec 2,6% w marcowej projekcji). Z kolei nieznacznie podniesione zostały prognozy na 2024 r. (do 2,2% z 2,0%) i 2025 r. (2,1% z 2,0%) z uwagi na proinflacyjny wpływ efektów drugiej rundy, utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną za granicą oraz wysokie ceny prądu. 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 (4,55 na koniec 2023 r. i 4,65 na koniec 2024 r.).

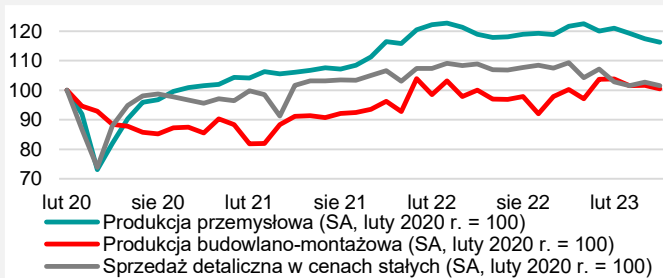
- **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w czerwcu do 50,3 pkt. wobec 52,8 pkt. w maju, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (52,5 pkt.).** Tym samym indeks ukształtował się już tylko nieznacznie



powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Spadek zagregowanego indeksu PMI był efektem niższej wartości składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu aktywności było osłabienie popytu. Nowe zamówienia (łącznie dla przetwórstwa i usług) spadły w czerwcu po raz pierwszy od stycznia br. W przetwórstwie obserwowaliśmy pogłębienie tendencji recesyjnych – indeks PMI ukształtował się wyraźnie

poniżej granicy 50 pkt., najniżej od maja 2020 r. Z kolei usługi pozostały głównym motorem wzrostu PKB, jednak aktywność w tym sektorze wyraźnie spowolniła względem maja. W ujęciu geograficznym pogorszenie koniunktury odnotowano zarówno 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 czerwcu do 41,0 pkt. wobec 43,2 pkt. w maju, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (43,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów wszystkich jego składowych (dla nowych zamówień, zapasów, czasu dostaw, zatrudnienia i bieżącej produkcji). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje dalsze pogłębienie spadku zamówień ogółem. Osłabienie popytu znalazło odzwierciedlenie w coraz szybszym spadku cen dóbr pośrednich oraz pierwszym od września 2020 r. obniżeniu się cen dóbr finalnych. Niepokojącym sygnałem w danych jest dalszy spadek wskaźnika dla oczekiwanej produkcji w niemieckim przetwórstwie w horyzoncie 12 miesięcy. Już drugi miesiąc z rzędu pozostaje on poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, co oznacza, że coraz więcej firm zaczyna uważać, że bieżący spadek aktywności potrwa dłużej niż wcześniej oczekiwały. Średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro w II kw. wyniosła 52,4 pkt. wobec 52,0 pkt. w I kw. sygnalizując ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty w II kw. (0,2% kw/kw wobec -0,1% w I kw.).

**Produkcja przemysłowa w Polsce obniżyła się w maju o 3,2% r/r wobec spadku o 6,4% r/r w kwietniu, kształtując się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego spójnego z naszą prognozą (-3,0%).** W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy kwietniem



a majem oddziaływał efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w maju o 2,4% m/m, co było już jej trzecim spadkiem z rzędu. Z uwagi na oddziaływanie korzystnych efektów kalendarzowych w maju odnotowano zwiększenie rocznej dynamiki produkcji we wszystkich trzech głównych grupach firm. W branżach eksportowych produkcja zwiększyła się w maju o 3,8% r/r wobec wzrostu o 0,7% w kwietniu, podczas gdy spadek produkcji w ujęciu rocznym odnotowano w firmach powiązanych z budownictwem (-8,5% wobec -10,3%) i pozostałych branżach (-5,6% wobec -9,1%). Warto zauważyć, że za ponad połowę wzrostu dynamiki produkcji w branżach eksportowych pomiędzy kwietniem i majem odpowiadała branża motoryzacyjna, natomiast utrzymujący się spadek produkcji w branżach nieeksportowych odzwierciedla słabość popytu wewnętrznego w Polsce (por. MAKROpuls z 22.06.2023). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji budowlano-montażowej, która zmniejszyła się w maju o 0,7% r/r wobec spadku o 1,5% w kwietniu, co było poniżej konsensusu rynkowego (+1,5%) i naszej prognozy (+2,3%). Na spadek dynamiki produkcji złożyły się efekt wysokiej bazy sprzed roku oraz oddziałujący w przeciwnym kierunku efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa ogółem zmniejszyła się w maju o 1,1% m/m. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą sytuacja w budownictwie będzie się stopniowo poprawiać w kolejnych miesiącach, jednak wyraźne ożywienie w tym sektorze zaobserwujemy dopiero w II poł. br. (por. MAKROpuls z 22.06.2023). Dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej sygnalizują nieznaczne ryzyko w dół dla naszej prognozy PKB w II kw. (-0,2% r/r wobec -0,3% w I kw.).

**Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w Polsce zwiększyła się w maju do 12,2% r/r wobec 12,1% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (12,6%) i**

**naszej prognozy (12,7%).** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zmniejszyły się w maju o 0,7% r/r wobec spadku o 2,2% w kwietniu. Dane o strukturze wzrostu płac w maju wskazują, że za zwiększenie tempa wzrostu wynagrodzeń ogółem pomiędzy kwietniem a majem odpowiadała przede wszystkim wyższa dynamika płac w przetwórstwie. Taka tendencja jest zaskakująca w kontekście procesów restrukturyzacyjnych prowadzonych w przedsiębiorstwach i ma naszym zdaniem przejściowy charakter. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach nominalna roczna dynamika płac będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym, który będzie również obserwowany w przypadku przeciętnego wynagrodzenia w całej gospodarce. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniosła 0,4% r/r. Tym samym ukształtowała się ona zgodnie z konsensusem rynkowym i nieznacznie poniżej naszej prognozy (0,5%). W porównaniu z kwietniem zatrudnienie zmniejszyło się w maju o 6,6 tys. osób. Redukcja etatów była skoncentrowana w przetwórstwie przemysłowym (spadek o 3,8 tys. osób), potwierdzając kontynuację procesów restrukturyzacyjnych obserwowanych w ostatnich miesiącach. Stabilizacja dynamiki zatrudnienia oraz wolniejszy spadek realnych płac w sektorze przedsiębiorstw złożyły się na zwiększenie realnej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do -0,3% r/r w maju wobec -1,8% w kwietniu i -2,5% w I kw. Dane o funduszu płac sygnalizują nieznaczne ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki konsumpcji (-3,5% r/r w II kw. wobec -2,0% w I kw.).

**Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zmniejszyła się w maju do 1,8% r/r wobec 3,4% w kwietniu, kształtując się poniżej naszej prognozy (2,3%) i konsensusu rynkowego (4,0%).** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zmniejszyła się w maju o 6,8% r/r wobec spadku o 7,3% w kwietniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych obniżyła się w maju o 1,1% m/m. Tym samym jej spadek w ujęciu miesięcznym odnotowano już czwarty miesiąc z rzędu. Spadek sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych w ujęciu rocznym miał w maju szeroki zakres i został odnotowany we wszystkich raportowanych przez GUS kategoriach. W naszej ocenie jest on efektem obniżającej się siły nabywczej gospodarstw domowych spowodowanej przez wysoką inflację. Tempo spadku sprzedaży wyhamowało jednak w porównaniu do kwietnia w większości kategorii, za co po części odpowiadało ustąpienie efektu wysokiej bazy sprzed roku związanego z wybuchem wojny w Ukrainie i napływem uchodźców. Ponadto, obroty w handlu detalicznym były wspierane przez zwroty nadpłaty podatku PIT z 2022 r., które były w br. większe i dotyczyły większej liczby osób niż zazwyczaj z uwagi na zmiany systemu podatkowego w ramach tzw. „Polskiego Ładu”. Warto jednocześnie odnotować, że pomimo bieżącego osłabienia popytu konsumpcyjnego, nastroje konsumentów dotyczące przyszłości są coraz lepsze. Wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej wg GUS kształtował się w ciągu ostatnich kilku miesięcy w trendzie wzrostowym, a w czerwcu osiągnął najwyższą wartość od października 2021 r. Optywizm wśród konsumentów, połączony z oczekiwanym przez nas spadkiem inflacji będą stanowić wsparcie dla przyspieszenia realnej konsumpcji w II poł. br.

**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 wspierane przez członkostwo w UE, a z drugiej strony wskaźniki opracowane przez Bank Światowy dotyczące praworządności i PKB per capita, które kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating A. Fitch potrzywał ocenę dotyczącą czynników, których materializacja mogłaby się przyczynić do decyzji negatywnej dla ratingu Polski w przyszłości. Pierwszym z nich jest trwały wzrost relacji długu publicznego do PKB. Drugi to utrzymywanie się inflacji na wysokim poziomie, które przyczyniłoby się do pogorszenia konkurencyjności polskiej gospodarki, spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz wzrostu zadłużenia zagranicznego. Trzecim – znaczące pogorszenie sytuacji w zakresie praworządności, nasilenie napięć na linii Polska-UE lub istotny spadek wiarygodności



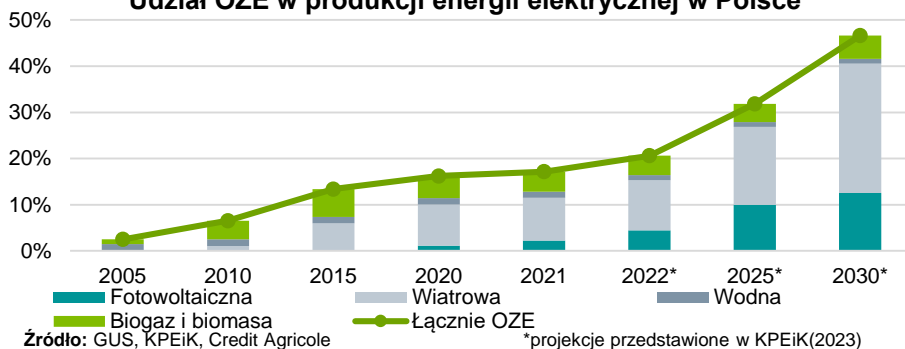
Polski w zakresie sytuacji fiskalnej lub gospodarczej. Czynniki, które mogłyby się przyczynić do poprawy oceny wiarygodności kredytowej Polski nie zmieniły się istotnie w porównaniu do poprzedniego raportu. Zdaniem Fitch podwyżka ratingu mogłaby nastąpić w przypadku silniejszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego i związanego z tym szybszego zmniejszania luki dochodowej pomiędzy Polską i krajami rozwiniętymi, trwałego spadku długu publicznego w relacji do PKB lub poprawy statystyk dotyczących zadłużenia zagranicznego. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Agencja Standard & Poor's nie opublikowała aktualizacji raportu dotyczącego oceny wiarygodności kredytowej Polski, a tym samym utrzymała jej długookresowy rating na poziomie A- z perspektywą stabilną. Stabilizacja ratingu jest neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

## Inwestycje w OZE podbiją wzrost PKB, ale nie od razu

Dwa tygodnie temu Ministerstwo Klimatu i Środowiska opublikowało scenariusz prognostyczny dla sektora wytwarzania energii elektrycznej. Scenariusz ten odzwierciedla obecne trendy i stanowi punkt wyjścia do dalszych prac nad kompleksową aktualizacją strategii energetycznej, która obejmować będzie wszystkie sektory gospodarki. Dokument ma wstępny charakter – został on opublikowany przez ministerstwo w celu przeprowadzenia prekonsultacji. Niemniej jednak zawiera on precyzyjnie zarysowany scenariusz dla transformacji energetycznej w perspektywie do 2040 r. Poniżej prezentujemy najważniejsze wnioski płynące z tego dokumentu w perspektywie kilku najbliższych lat.

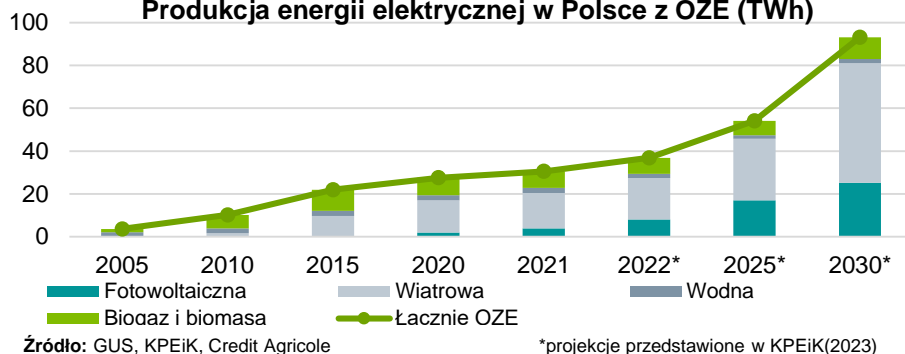
Udział OZE w produkcji energii elektrycznej w Polsce



Scenariusz przedstawiony w aktualizacji „Krajowego planu na rzecz energii i klimatu na lata 2021-2030” (dalej KPEiK) przewiduje wzrost udziału odnawialnych źródeł energii (OZE) w produkcji energii elektrycznej do 46,6% w 2030 r. z 17,2% w 2021 r. Transformacja ta będzie oparta przede wszystkim o zwiększenie udziału elektrowni wiatrowych (z 9,3% w 2021 r. do

28,0% w 2030 r.) i elektrowni fotowoltaicznych (z 2,2% do 12,6%) w całkowitej produkcji energii elektrycznej. Udział pozostałych OZE (energia wodna, biogaz i biomasa) w całkowitej produkcji energii elektrycznej nie ulegnie znaczącym zmianom.

Produkcja energii elektrycznej w Polsce z OZE (TWh)

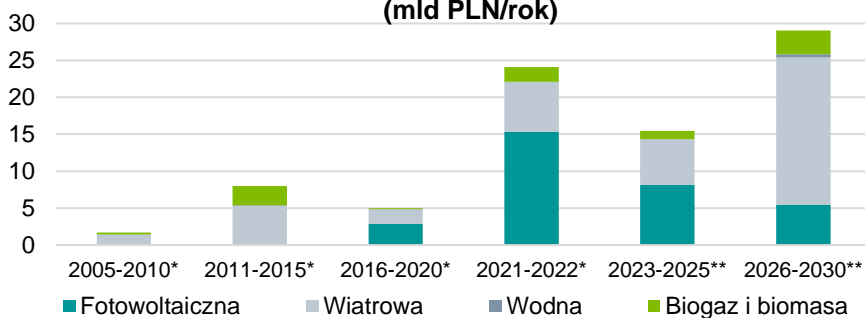


Należy jednocześnie pamiętać, że scenariusz zarysowany w KPEiK zakłada wzrost całkowitej produkcji energii elektrycznej o ok. 12% w latach 2021-2030. Biorąc pod uwagę jednoczesne stopniowe wygaszanie elektrowni wykorzystujących paliwa kopalne oznacza to konieczność znaczącego zwiększenia produkcji energii z OZE aby możliwe było osiągnięcie zarysowanych powyżej

celów. KPEiK zakłada, że produkcja energii elektrycznej z OZE zwiększy się o 78% pomiędzy 2021 r. i 2025 r. i o kolejne 72% pomiędzy 2025 r. i 2030 r. W rezultacie w horyzoncie prognozy (do 2030 r.) zakładany jest ponad sześciokrotny wzrost energii elektrycznej wytwarzanej w elektrowniach fotowoltaicznych oraz ponad trzykrotny wzrost produkcji w energii w elektrowniach wiatrowych względem wartości z 2021 r.

Należy zwrócić uwagę, że ambitny scenariusz transformacji energetycznej zarysowany w KPEiK obarczony jest istotnymi czynnikami ryzyka, w tym przede wszystkim opóźnieniami w jego realizacji. Przykładowo, tegoroczne zmiany przepisów dotyczące zwiększenia minimalnej odległości farm wiatrowych od istniejących zabudowań spowodowały, że dotychczasowe plany umiejscowienia wiatraków stały się w dużej mierze nieaktualne z powodu rozszerzenia dostępnej powierzchni na ich budowę. Ponadto, nowe przepisy są w wielu aspektach niejasne dla inwestorów, przez co wstrzymują się oni z realizacją nowych projektów. Zgodnie z KPEiK energia wiatrowa morska w przyszłości ma być ważnym elementem polskiej elektroenergetyki (ma odpowiadać w 2023 r. za ok. 40% całkowitej produkcji energii elektrycznej z wiatru). Obecnie w Polsce aby przejść z fazy planowania do fazy budowy morskich elektrowni wiatrowych potrzeba 8 lat a następnie 2 lata na ich budowę. Długi proces administracyjny może oddziaływać w kierunku opóźnienia realizacji projektów inwestycyjnych względem scenariusza zarysowanego w KPEiK. Rozwój fotowoltaiki również może napotkać na swojej drodze istotne przeszkody. Do produkcji paneli fotowoltaicznych potrzebne są stosunkowo duże ilości metali ziem rzadkich. Ich ograniczona ilość na świecie oraz trudność odzyskiwania z recyklingu sprawiają, że przy dynamicznym rozwoju OZE na całym świecie koszt produkcji paneli może ulec znaczącemu wzrostowi, ograniczając tym samym atrakcyjność inwestycji. Dodatkowo, istotną przeszkodą dla sektora fotowoltaicznego jest sezonowość produkcji energii. Produkowana energia w czasie okresów słonecznych musi być magazynowana aby mogła być wykorzystana po zmierzchu lub w zimie. Ważnym elementem strategii transformacji energetycznej musi być zatem równoległe rozwijanie mocy w ramach energii słonecznej, jak również rozwiązań pozwalających na jej magazynowanie.

**Szacowana roczna wartość inwestycji w OZE  
(mld PLN/rok)**



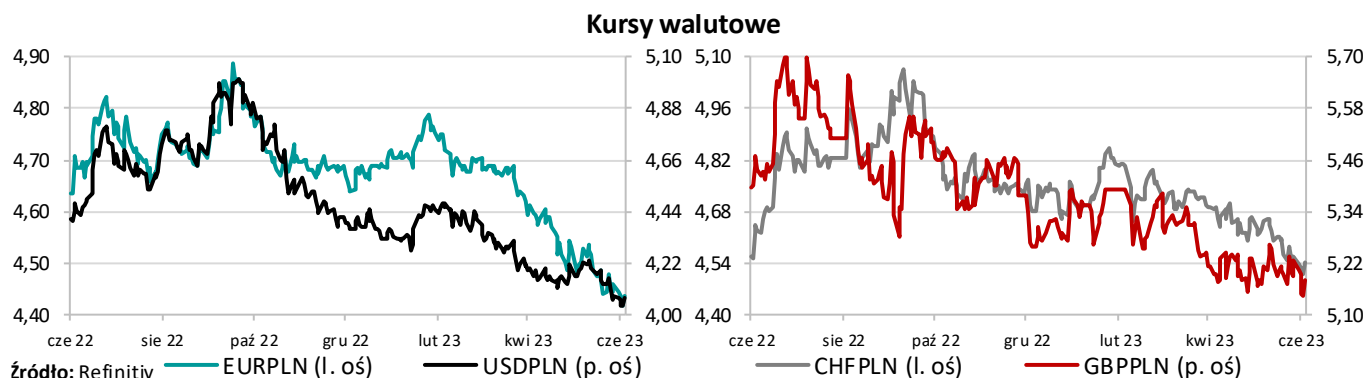
Źródło: GUS, KPEiK, Credit Agricole \*szacunki CABP \*\*projekcje przedstawione w KPEiK (2023)

zakładane w KPEiK wielokrotnienie produkcji energii elektrycznej z OZE będzie wymagało realizacji dużych nakładów inwestycyjnych na rozbudowę mocy wytwórczych. Nie posiadamy danych historycznych dotyczących takich inwestycji, jednak możemy oszacować ich wielkość korzystając z jednostkowych nakładów inwestycyjnych na poszczególne technologie podane w KPEiK i zmian zainstalowanej mocy w ramach danych technologii w ostatnich latach. Na podstawie naszych szacunków (por. wykres) można zaobserwować, że w latach 2005-2020 przeciętna roczna wartość inwestycji w OZE była relatywnie niska i wynosiła ok. 5 mld zł w cenach z 2020 r. (0,2 % PKB). W latach 2021-2022 szacowana wartość inwestycji w OZE zwiększyła się wyraźnie do 24 mld zł rocznie (0,9% PKB) głównie ze względu na zwiększone nakłady na fotowoltaikę. Scenariusz przedstawiony w KPEiK przewiduje, że przeciętna roczna wartość nakładów inwestycyjnych w OZE zmniejszy się do 15,4 mld zł (0,6% PKB) w latach 2023-2025, a następnie wzrośnie do 29,0 mld zł (1,1% PKB) przeciętnie w latach 2026-2030.

Materializacja takiego scenariusza oznacza, że inwestycje w transformację energetyczną będą oddziaływały w kierunku przyspieszenia wzrostu gospodarczego, ale dopiero w drugiej połowie obecnej dekady. Należy pamiętać, że oszacowana powyżej wielkość nakładów na środki trwałe stanowi tylko część inwestycji w transformację energetyczną w Polsce. W naszej analizie pomijamy zmiany, które dokonują się w zakresie transportu (m.in. elektryfikacja motoryzacji), w ramach produkcji energii cieplnej (np.

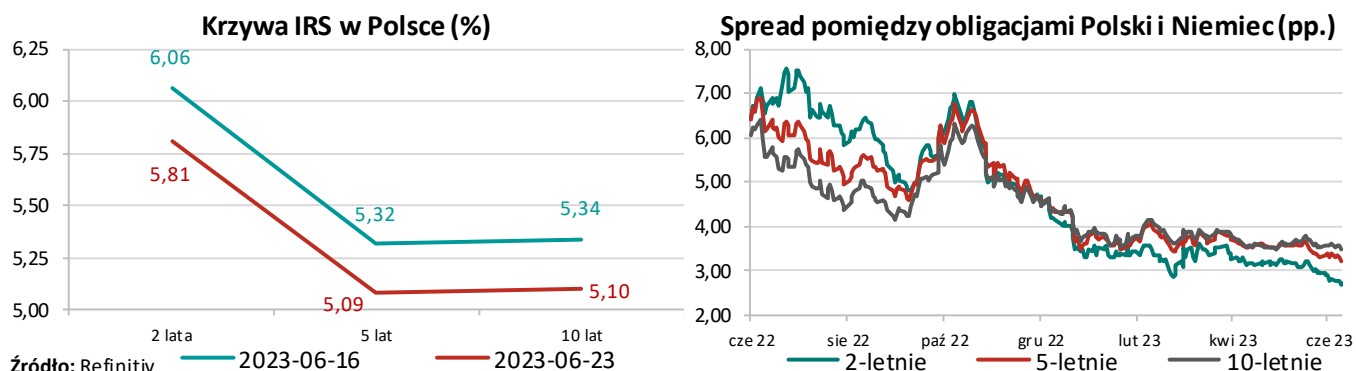
rozpowszechnienie pomp ciepła), jak również inwestycje w modernizację i rozwój infrastruktury przesyłowej i dystrybucyjnej. Takie inwestycje mogą one mieć inny profil czasowy niż inwestycje w OZE w ramach elektroenergetyki, a tym samym w innym stopniu i czasie dynamizować wzrost gospodarczy. Należy również pamiętać, że przedstawione powyżej projekcje mają charakter wstępny i mogą ulec zmianom w toku dalszych konsultacji KPEiK.

## Krajowe dane o inflacji mogą osłabić złotego



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4295 (umocnienie złotego o 0,7%).** Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia ze spadkiem kursu EURPLN, który ponownie obniżył się poniżej poziomu 4,42. Aprecjację polskiej waluty wspierało obniżenie się globalnej awersji do ryzyka odzwierciedlane spadkiem indeksu VIX. W piątek doszło do korekty, w wyniku której kurs złotego powrócił powyżej poziomu 4,43. Publikacje licznych danych z krajowej, jak i ze światowej gospodarki, nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Piątkowe decyzje agencji S&P i Fitch o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy są neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowa dla kursu polskiej waluty będzie zaplanowana na środę publikacja krajowych danych o inflacji, która może przyczynić się do osłabienia złotego. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Jednocześnie istotnym czynnikiem determinującym kurs polskiej będą informacje dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.


**Publikacja krajowych danych o inflacji w centrum uwagi**


**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,81 (spadek o 25pb), 5-letnie do 5,09 (spadek o 23pb), a 10-letnie do 5,10 (spadek o 24pb).** Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia ze spadkiem stawek IRS na całej długości krzywej. Była to wypadkowa zwiększenia rentowności na rynkach bazowych oraz obniżenia się spreadu względem Polski. Zwiększeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych sprzyjało nasilenie oczekiwań części inwestorów na dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne. Podczas gdy niższy spread był wynikiem obniżenia się globalnej awersji do ryzyka.

Piątkowe decyzje agencji S&P i Fitch o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy są neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu, w centrum uwagi inwestorów będzie przewidziana na środę publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce, która może sprzyjać spadkowi stawek IRS. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Ważnym czynnikiem wpływającym na krzywą dochodowości pozostaną informacje dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Kurs EURPLN*	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,44
Kurs USDPLN*	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,07
Kurs CHFPLN*	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,54
Inflacja CPI (r/r, %)	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,4	-3,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,8	3,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,2	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-1373	-273	-1070	-2847	-2208	-416	262	-2530	2133	1410	1643	359		
Eksport (r/r, %, EUR)	27,5	22,4	20,9	28,1	26,5	23,2	24,2	10,6	13,1	13,5	15,5	2,4		
Import (r/r, %, EUR)	33,8	28,1	21,7	29,6	31,4	24,1	18,3	11,3	5,1	2,3	-3,0	-8,8		

\* 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)	8,8	6,1	3,9	2,3	-0,3	-0,2	2,3	2,8	5,1	1,2	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	6,8	6,7	1,1	-1,1	-2,0	-3,5	0,7	2,0	3,3	-0,7	3,0	
Inwestycje (% r/r)	5,4	7,1	2,5	5,4	5,5	2,2	4,0	4,4	5,0	4,0	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,6	6,4	9,0	3,9	3,2	3,0	3,9	5,0	6,2	3,8	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	8,2	7,7	0,7	-4,6	-3,1	2,5	4,0	6,2	-0,1	4,3	
Wkład do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,8	0,6	-0,5	-1,0	-2,1	0,4	1,0	1,8	-0,4	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,7	1,1	0,4	1,2	0,6	0,3	0,6	0,9	0,9	0,7	0,7
	Eksport netto (pp.)	-1,4	-0,7	0,8	1,7	4,3	3,9	0,9	0,7	0,2	2,4	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,5	-3,3	-3,4	-3,0	-1,2	-0,8	-0,9	-1,1	-3,0	-1,1	-2,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,2	5,4	5,0	5,1	5,5	5,2	5,5	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	-0,9	0,3	1,5	1,0	0,5	0,0	0,6	0,7	-1,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	14,3	12,8	11,4	9,9	12,1	12,1	7,5	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	17,3	17,0	13,1	10,1	7,1	14,3	11,8	4,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,02	6,89	6,90	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	4,68	4,44	4,48	4,46	4,69	4,46	4,42	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,07	4,11	4,05	4,38	4,05	4,21	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 26.06.2023 r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Czerwiec	91,7		90,7
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Maj</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>
<b>Wtorek 27.06.2023 r.</b>						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Maj	1,1	-0,8	-1,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Kwiecień	0,5		0,3
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Maj	683	669	670
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Czerwiec	-15,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	102,3	103,5	103,7
<b>Środa 28.06.2023 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	1,9		1,5
<b>Czwartek 29.06.2023 r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Czerwiec	0,19		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	6,3	7,0	6,7
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	I kw.	1,3	1,4	1,4
<b>Piątek 30.06.2023 r.</b>						
3:30	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg NBS (pkt.)	Czerwiec	48,8		49,0
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępna inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Czerwiec</b>	<b>13,0</b>	<b>11,5</b>	<b>11,8</b>
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	6,1	5,5	5,6
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Maj	6,5		6,5
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Maj	4,4	3,8	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Maj	4,7	4,6	4,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Maj	0,5		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Czerwiec	40,4		44,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	63,9	63,9	63,9

\* 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


**Jakub BOROWSKI**

 Główny Ekonomista  
tel.: 22 573 18 40

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)
**Krzysztof JAWORSKI**

 Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41

[krzysztian.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztian.jaworski@credit-agricole.pl)
**Jakub OLIPRA**

 Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto:jakub.olipra@credit-agricole.pl)

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: [mboineau@credit-agricole.pl](mailto:mboineau@credit-agricole.pl)

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.