

W tym tygodniu

Dzisiaj poznamy wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w lipcu do 49,7 pkt. wobec 49,9 pkt. w czerwcu. Tym samym byłby to już drugi miesiąc z rzędu, w którym indeks PMI ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Uważamy, że obniżenie indeksu PMI wynikało z pogorszenia sytuacji w sektorze usług, przy jej nieznacznej poprawie w przetwórstwie. Inwestorzy oczekują zwiększenia indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 41,0 pkt. w lipcu z 40,6 pkt. w czerwcu). Mimo nieznacznego wzrostu potwierdzi on tym samym utrzymywanie się tendencji recesyjnych w niemieckim przetwórstwie. Jutro opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 88,0 pkt. w lipcu z 88,5 pkt. w czerwcu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro oraz w Niemczech będzie neutralna dla rynków finansowych.

Istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.

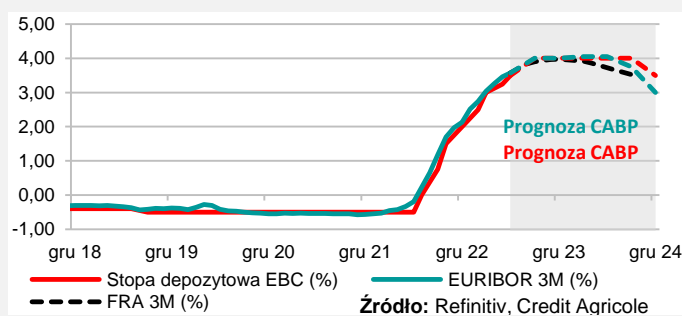
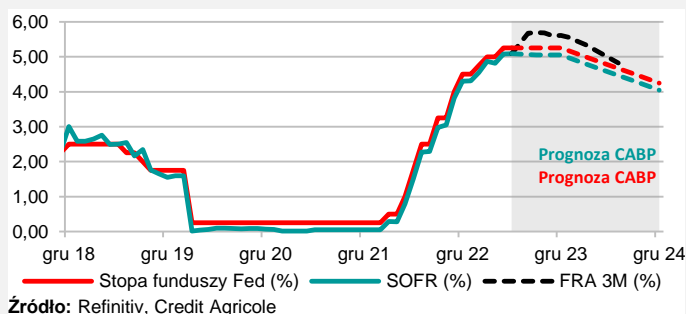
Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych o 25pb (docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej zwiększy się do [5,25%, 5,50%]). Taka decyzja będzie spójna z treścią

Minutes z czerwcowego posiedzenia FOMC, ostatnimi wypowiedziami członków FOMC, a także danymi napływającymi z amerykańskiej gospodarki (por. MAKROmapa z 17.07.2023). Uważamy, że lipcowa podwyżka zakończy cykl podwyżek stóp procentowych w USA. Oczekujemy, że w komunikacie po posiedzeniu zostanie powtórzony zapis, zgodnie z którym kluczowe z punktu widzenia dalszej polityki pieniężnej Fed będą napływające dane z amerykańskiej gospodarki. Podwyżka stóp procentowych w USA o 25pb na lipcowym posiedzeniu byłaby zgodna z oczekiwaniami rynku, stąd uważamy, że nie będzie miała ona istotnego wpływu na ceny aktywów.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.

Oczekujemy, że EBC podniesie stopy procentowe o 25pb. Tym samym stopa refinansowa wzrośnie do 4,25%, a stopa depozytowa do 3,75%. Dopuszczamy jednak scenariusz alternatywny, w którym EBC

podniesie jedynie stopę depozytową, podczas gdy swoje pozostałe stopy procentowe (stopę refinansową oraz lombardową) pozostawi bez zmian. Będzie chciał w ten sposób przywrócić symetryczny korytarz pomiędzy stopą depozytową, a stopami refinansową i lombardową, wyznaczający ramy dla kształtowania się stawki overnight na rynku międzybankowym. Nasze oczekiwania dotyczące decyzji EBC w tym tygodniu są zgodne z konsensusem rynkowym. Ewentualna decyzja EBC o podniesieniu jedynie stopy depozytywnej i pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie może zostać odebrana jako gołąbi sygnał, co oddziaływałoby w kierunku spadku kursu EURUSD oraz EURPLN. Uważamy również, że

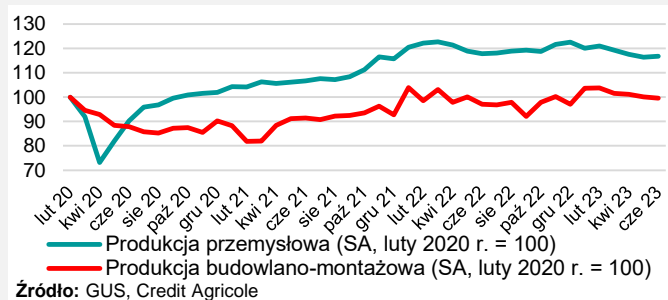


konferencja po posiedzeniu EBC (w tym ewentualne sygnały dotyczące przyszłych decyzji banku centralnego) będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach.

- W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** W piątek opublikowane zostaną dane o inflacji PCE. Uważamy, że zmniejszyła się ona do 3,0% r/r w czerwcu z 3,8% w maju, do czego przyczynił się spadek inflacji bazowej (4,1% r/r wobec 4,6%). W czwartek poznamy z kolei wstępny szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Zakładamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 1,9% w II kw. wobec 2,0% w I kw. Uważamy, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego w II kw., podobnie jak w I kw., była konsumpcja. Prognozujemy, że zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w czerwcu o 3,5% m/m wobec wzrostu o 1,8% w maju. Uważamy, że silny wzrost zamówień wynikał przede wszystkim ze znaczących zamówień na samoloty otrzymanych przez firmę Boeing. Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (715 tys. w czerwcu wobec 763 tys. w maju), podobnie jak inne czerwcowe dane z rynku nieruchomości (patrz poniżej), wskażą na spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Prognozujemy, że zarówno indeks Conference Board (112,0 pkt. w lipcu wobec 109,7 pkt. w czerwcu) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (72,6 pkt. w lipcu wobec 64,4 pkt. w czerwcu) wskażą na wyraźną poprawę nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i będą neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w czerwcu o 1,4% r/r wobec spadku o 2,8% r/r w maju, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (-1,6%) oraz poniżej naszej prognozy (-1,0%).** Do spowolnienia tempa spadku produkcji przyczyniły się efekty niskiej bazy sprzed roku. Po

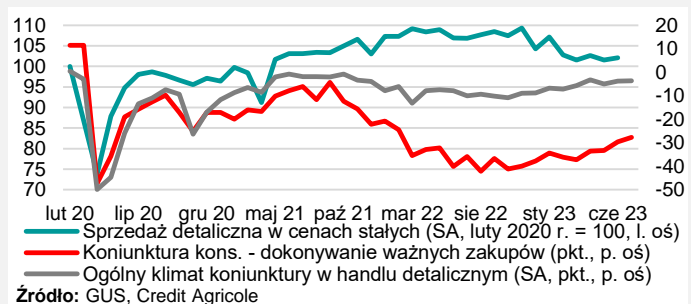


oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w czerwcu o 0,4% m/m, co jest jej pierwszym wzrostem od lutego br. W branżach eksportowych produkcja zwiększyła się, podczas gdy jej dalszy spadek w ujęciu rocznym, choć mniejszy niż w maju, odnotowano w firmach powiązanych z budownictwem i pozostałych branżach. Warto zauważyć, że głównym źródłem wzrostu dynamiki produkcji w branżach eksportowych pomiędzy majem i czerwcem była kategoria „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep”. Jest to spójne z tendencjami obserwowanymi w ostatnich miesiącach - ożywieniem w branży motoryzacyjnej w Niemczech oraz dobrymi wynikami w polskim eksporcie samochodów i części samochodowych (por. MAKROpuls z 20.07.2023). Natomiast utrzymujący się spadek produkcji w branżach nieeksportowych odzwierciedla słabość popytu wewnętrznego (konsumpcyjnego i inwestycyjnego) w Polsce. Podtrzymujemy ocenę, że w II poł. br. można oczekiwać wyraźnego przyspieszenia dynamiki produkcji w tych branżach, wspieranego przez oczekiwany dalszy spadek inflacji, oddziałujący w kierunku zwiększenia realnej dynamiki płac i konsumpcji oraz wzrost inwestycji mieszkaniowych i współfinansowanych ze środków unijnych. W II poł. br. spodziewamy się również dalszego przyspieszenia wzrostu produkcji w branżach eksportowych, dla której wsparciem będzie oczekiwane ożywienie gospodarcze w strefie euro.

- Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 1,5% r/r wobec spadku o 0,6% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (+1,8%) i naszej prognozy (+2,0%).** Wzrost dynamiki produkcji wynikał z efektu niskiej bazy sprzed roku. W

kierunku wzrostu dynamiki produkcji pomiędzy majem a czerwcem oddziaływało jej zwiększenie w kategoriach „wznoszenie budynków” oraz „roboty budowlane specjalistyczne”, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika w kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa ogółem zmniejszyła się w czerwcu o 0,5% m/m, a tym samym obniżyła się już czwarty miesiąc z rzędu (por. MAKROpuls z 20.07.2023). Uważamy, że w kolejnych miesiącach istotnym czynnikiem wspierającym aktywność w budownictwie mieszkaniowym będzie program Bezpieczny Kredyt 2%. Z kolei aktywność w budownictwie w ramach kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej” będzie wspierana przez dążenie jednostek sektora finansów publicznych do wykorzystania i rozliczenia w br. środków unijnych dostępnych w ramach poprzedniej wieloletniej perspektywy finansowej UE 2014-2020. Jest to spójne z naszą oceną, zgodnie z którą w II poł. br. rozpocznie się stopniowe ożywienie aktywności w budownictwie.

Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 2,1% r/r wobec 1,8% w maju, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i poniżej konsensusu rynkowego (2,6%). Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zmniejszyła się w czerwcu o 4,7% r/r wobec spadku o 6,8% w maju. Po



wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w czerwcu o 0,6% m/m. Do zwiększenia rocznej dynamiki sprzedaży przyczyniły się efekt niskiej ubiegłorocznej bazy oraz wyraźny wzrost dynamiki realnego funduszu płac w czerwcu, wspierany przez znaczący spadek inflacji (por. MAKROpuls z 21.07.2023). Naszym zdaniem wyrównana sezonowo sprzedaż detaliczna osiągnęła w II kw. lokalne minimum i począwszy od III kw. jej poziom będzie rósł. Wzrost sprzedaży detalicznej będzie, w połączeniu z ożywieniem w segmencie usług, oddziaływał w kierunku silnego wzrostu dynamiki konsumpcji z -3,5% r/r w II kw. do 0,7% w III kw. Wsparciem dla wzrostu konsumpcji w ujęciu rocznym będą ustąpienie efektu wysokiej ubiegłorocznej bazy oraz dalszy szybki spadek inflacji i powiązane z nim zwiększenie realnej dynamiki funduszu płac. Czynnikiem wzmacniającym ożywienie popytu konsumpcyjnego w najbliższych miesiącach będą również poprawiające się nastroje konsumenckie.

Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w czerwcu do 11,9% r/r wobec 12,2% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (12,1%) i zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w czerwcu o 0,4% r/r wobec spadku o 0,7% w maju, co jest ich pierwszym wzrostem od lipca 2022 r. Dane o strukturze wzrostu płac w czerwcu wskazują, że za zmniejszenie tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń ogółem pomiędzy majem a czerwcem odpowiadała przede wszystkim niższa dynamika płac w górnictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miał natomiast wzrost dynamiki wynagrodzeń w przetwórstwie. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w czerwcu do 0,2% r/r wobec 0,4% w maju. Tym samym ukształtowała się ona poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie. W porównaniu z majem zatrudnienie zmniejszyło się w czerwcu o 4,9 tys. osób. Redukcja etatów była skoncentrowana w przetwórstwie przemysłowym, potwierdzając kontynuację procesów restrukturyzacyjnych obserwowanych w tym sektorze w ostatnich miesiącach (por. MAKROpuls z 20.07.2023). Spadek dynamiki zatrudnienia oraz zwiększenie tempa wzrostu realnych płac w sektorze przedsiębiorstw złożyły się na wzrost realnej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do 0,6% r/r w czerwcu (najwyższy poziom od lipca 2022 r.) wobec -0,3% w maju. W konsekwencji realna dynamika funduszu płac wzrosła w II kw. do -0,5% r/r wobec -2,5% w I kw.

Tym samym dane o funduszu płac są spójne z naszą prognozą dynamiki konsumpcji (-3,5% r/r w II kw. wobec -2,0% w I kw.), ograniczanej przez efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła -0,5%, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,0%). Na stabilizację dynamiki produkcji przemysłowej złożyły się niższa dynamika produkcji w przetwórstwie i dostarczaniu metali oraz jej wzrost w górnictwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w czerwcu do 78,9% wobec 79,4% w kwietniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się w czerwcu do 0,2% m/m wobec 0,5% w maju, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,5%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży spadła w czerwcu do 0,2% wobec 0,3% w maju. Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej miał szeroki zakres i został odnotowany w większości kategorii, przy czym jej najsilniejsze obniżenie odnotowano w przypadku kategorii „materiały budowlane” oraz „galerie handlowe”. Dane o sprzedaży detalicznej za ostatnie miesiące wskazują na wyraźne wyhamowanie popytu konsumpcyjnego. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o nowych pozwoleniach na budowę (1440 tys. w czerwcu wobec 1496 tys. w maju), rozpoczętych budowach domów (1434 tys. wobec 1559 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,16 mln wobec 4,30 mln), które wskazały na utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Mieszanych danych z amerykańskiego przetwórstwa dostarczyły z kolei regionalne wyniki badań koniunktury NY Empire State (1,1 pkt. w lipcu wobec 6,6 pkt. w czerwcu) oraz Philadelphia Fed (-13,5 pkt. wobec -13,7 pkt.). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA spowolniło w II kw. 2023 r. do 1,9% wobec wzrostu o 2,0% w I kw. Jednocześnie w naszym scenariuszu zakładamy niewielką recesję w USA w II poł. br. (-1,3% w III kw. i -0,8% w IV kw.).

Czas podnoszenia marży w branżach eksportowych już się skończył

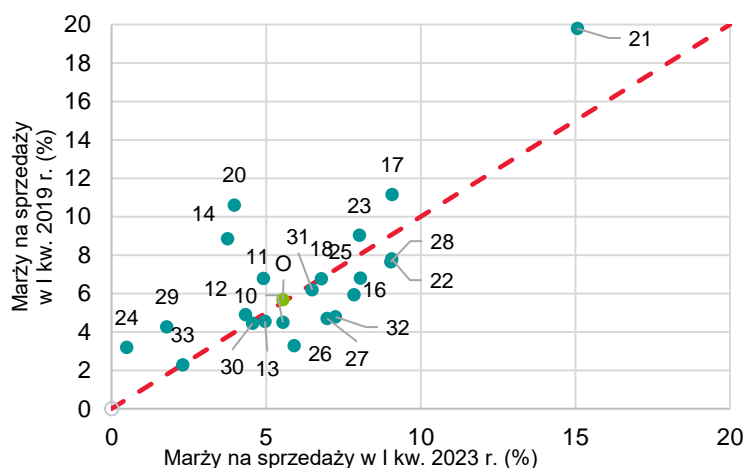
Poprzednią MAKROmapę poświęciliśmy próbie odpowiedzi na pytanie, czy w Polsce występuje tzw. zjawisko *greedflacji*, polegające na podnoszeniu przez firmy cen silniej niż wynikałoby to z rzeczywistego wzrostu ich kosztów, czyli zwiększeniu przez nie swoich marż. Wyniki przeprowadzonej przez nas analizy wskazują, że choć w Polsce występują pewne oznaki *greedflacji*, jednak nie jest to dominujący czynnik objaśniający jej podwyższony poziom (por. MAKROmapa z 10.07.2023). Interesującą obserwacją płynącą z naszej ubiegłotygodniowej analizy jest spadek marży na sprzedaży w przetwórstwie (z 5,7% w I kw. 2019 r. do 5,5% w I kw. 2023 r.). Jest to o tyle ciekawe, że wyniki badań koniunktury sugerowały bardzo silny wzrost cen dóbr finalnych sprzedawanych przez tę branżę i mogłoby się wydawać, że przetwórstwo było w stanie z sukcesem przenieść rosnące koszty produkcji na kolejne odcinki łańcucha dostaw. Stąd przedmiotem poniższej analizy jest zbadanie zjawiska *greedinflacji* na podstawie szczegółowych danych dla poszczególnych działów przetwórstwa.

W naszej analizie posługujemy się dokładnie tą samą metodyką co w ubiegłym tygodniu. W celu oceny tego, jak firmy przenosiły rosnące koszty na kolejne odcinki łańcucha dostaw zestawiliśmy dane PONT Info dotyczące marży na sprzedaży w poszczególnych działach przetwórstwa w I kw. 2023 r. z danymi za I kw. 2019 r. Dla przypomnienia, taki dobór okresu porównawczego wynikał z następujących czynników. Po pierwsze uwzględnia on zarówno zmiany w marżach wywołane pandemią i późniejszym ożywieniem popytu jak również wybuchem wojny w Ukrainie. Po drugie, dane za I kw. 2023 r. przypadają na lokalne maksimum inflacji oraz okres nadal relatywnie silnego popytu, co sugeruje, że ewentualne zjawisko *greedflacji* powinno mieć wtedy swój szczyt. Po trzecie, porównując dane za I kw. 2023 r. z danymi za I

kw. 2019 r. eliminujemy wpływ efektów sezonowych na marże. Analizowane przez nas dane dotyczą firm 50+, a sama marża na sprzedaży dana jest następującym wzorem:

$$\text{Marża na sprzedaży} = \frac{\text{Wynik netto na sprzedaży}}{\text{Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}} * 100\%$$

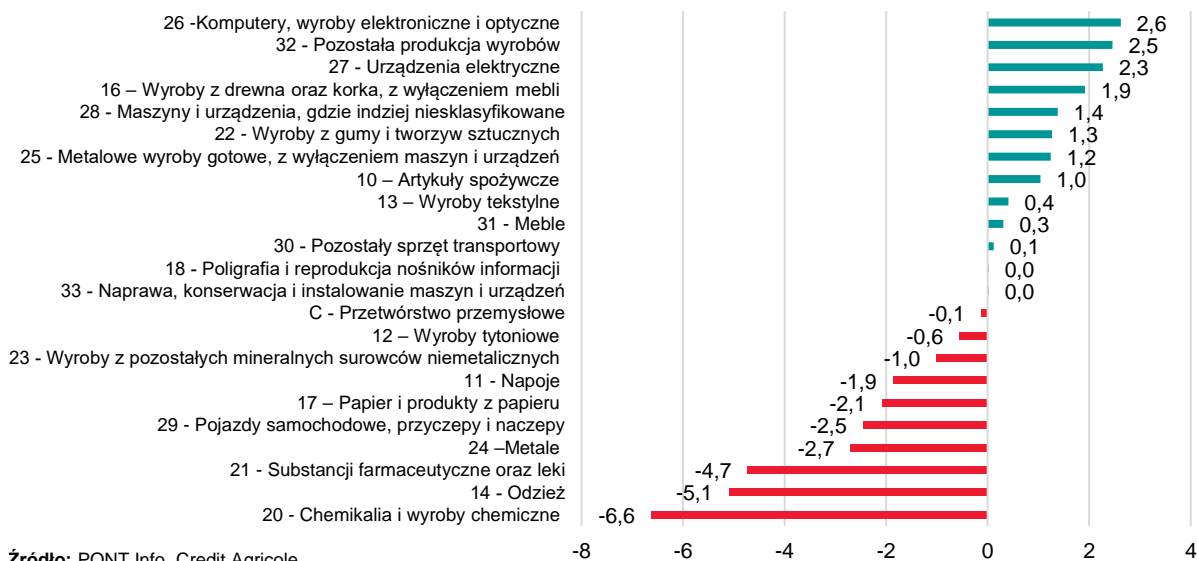
Uzyskane wyniki wskazują, że w 11 z 22 analizowanych działów przetwórstwa marża na sprzedaży w I kw. 2023 r. była wyższa niż w I kw. 2019 r. (punkty znajdujące się na prawo od przerywanej linii na wykresie).



10 – Artykuły spożywcze, 11 – Napoje, 12 – Wyroby tytoniowe, 13 – Wyroby tekstylne, 14 – Odzież, 15 – Skóry i wyroby ze skór, 16 – Wyroby z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli, 17 – Papier i produkty z papieru, 18 - Poligrafia i reprodukcja nośników informacji, 19 - Koks i produkty rafinacji ropy naftowej, 20 - Chemikalia i wyroby chemiczne, 21 - Substancji farmaceutyczne oraz leki, 22 - Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych, 23 - Wyroby z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych, 24 –Metale, 25 - Metalowe wyroby gotowe, z wyłączeniem maszyn i urządzeń, 26 -Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne, 27 - Urządzenia elektryczne, 28 - Maszyny i urządzenia, gdzie indziej niesklasyfikowane, 29 - Pojazdy samochodowe, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli, 30 - Pozostały sprzęt transportowy, 31 – Meble, 32 - Pozostała produkcja wyrobów, 33 - Naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń, O - Przetwórstwo ogółem

Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Marża na sprzedaży (zmiana I kw. 2023 r. vs I kw. 2019 r., pkt. proc.)

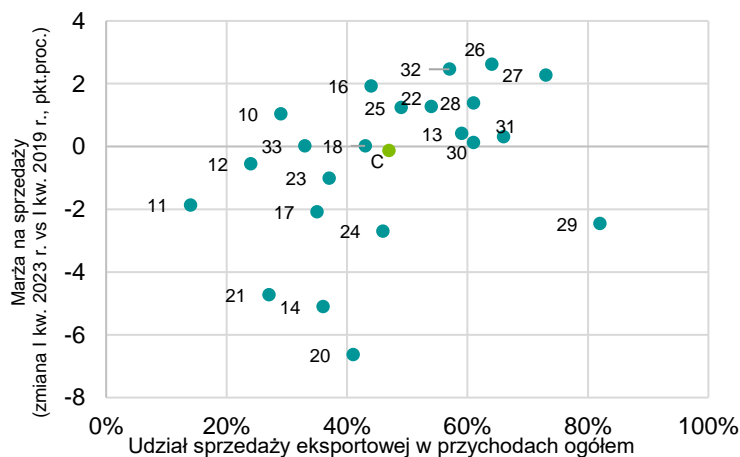


Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Najsilniejszy wzrost marży na sprzedaży został odnotowany w kategoriach „komputery, wyroby elektroniczne i optyczne” (zwiększenie marży na sprzedaży o 2,6 pkt. proc.), „pozostała produkcja wyrobów” (+2,5 pkt. proc.) oraz „urządzenia elektryczne” (+2,3 pkt. proc. – silny wzrost marży w tej kategorii wynikał naszym zdaniem w dużym stopniu z rosnącego popytu na produkowane w Polsce akumulatory litowo-jonowe do samochodów elektrycznych). Z kolei najsilniej marża na sprzedaży obniżyła

się w kategoriach „chemikalia i wyroby chemiczne” (-6,6 pkt. proc.), „odzież” (-5,1 pkt. proc.) i „substancje farmaceutyczne oraz leki” (-4,7 pkt. proc.).

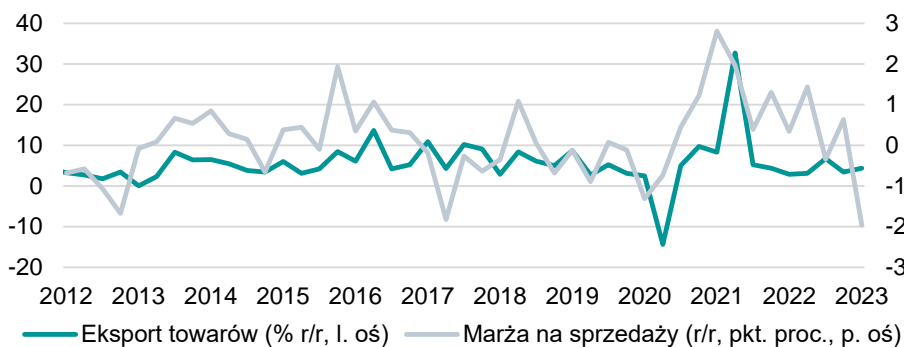
W kolejnym kroku analizy staraliśmy się znaleźć odpowiedź na pytanie, od czego zależało to, że niektóre branże przetwórstwa poradziły sobie lepiej a niektóre gorzej. Analizując miesięczne dane o produkcji przemysłowej można odnieść wrażenie, że w ostatnich kwartałach na ogół lepiej radziły sobie branże o wysokim udziale sprzedaży eksportowej w przychodach. Dlatego aby zweryfikować tę hipotezę obliczoną zmianę marży na sprzedaży zestawiliśmy z udziałem sprzedaży eksportowej w przychodach ogółem w I kw. 2023 r.



10 – Artykuły spożywcze, 11 – Napoje, 12 – Wyroby tytoniowe, 13 – Wyroby tekstylne, 14 – Odzież, 15 – Skóry i wyroby ze skór, 16 – Wyroby z drewna oraz korka, z wyłączeniem mebli, 17 – Papier i produkty z papieru, 18 - Poligrafia i reprodukcja nośników informacji, 19 - Koks i produkty rafinacji ropy naftowej, 20 - Chemikalia i wyroby chemiczne, 21 - Substancje farmaceutyczne oraz leki, 22 - Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych, 23 - Wyroby z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych, 24 –Metale, 25 - Metalowe wyroby gotowe, z wyłączeniem maszyn i urządzeń, 26 -Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne, 27 - Urządzenia elektryczne, 28 - Maszyny i urządzenia, gdzie indziej niesklasyfikowane, 29 - Pojazdy samochodowe, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli, 30 - Pozostały sprzęt transportowy, 31 – Meble, 32 - Pozostała produkcja wyrobów, 33 - Naprawa, konserwacja i instalowanie maszyn i urządzeń, C - Przetwórstwo ogółem

Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Dane wskazują na umiarkowaną dodatnią zależność pomiędzy udziałem sprzedaży eksportowej w przychodach ogółem, a przyrostem marży na sprzedaży w okresie I kw. 2019 r. – I kw. 2023 r. Zależność ta może wydawać się nieintuicyjna, ponieważ firmy o dużym udziale sprzedaży eksportowej funkcjonują w segmencie dóbr handlowych, który charakteryzuje się o wiele wyższym poziomem konkurencji niż segment dóbr niehandlowych. W konsekwencji można byłoby oczekiwać, że ze względu na wyższą konkurencję miały one mniejsze możliwości podniesienia swoich marży bez ryzyka utraty klientów. Warto jednak zauważyć, że firmy te są często elementami skomplikowanych łańcuchów dostaw, mają unikalną specjalizację, stąd można przyjąć, że struktura rynku w której funkcjonują jest bliższa konkurencji monopolistycznej niż konkurencji doskonałej (odbiorcy ich produktów są przynajmniej w krótkim okresie skazani na współpracę z nimi, gdyż często nie mają alternatywnych poddostawców). Z tego powodu uważamy, że firmy te ostatecznie mogły na ogół wynegocjować sobie lepsze marże w warunkach pozrywanych łańcuchów dostaw, o ile same były w stanie kontynuować swoją produkcję. Ponadto można oczekiwać, że skorzystały one również na odnotowanym w analizowanym okresie osłabieniu złotego. Wyjątkiem są dwa działy: „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli” oraz „produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych”, które wyłamują się z opisanej wyżej zależności. Warto jednak zwrócić uwagę, że kategoria „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, z wyłączeniem motocykli” była jedną z najsilniej dotkniętych kategorii przez pozrywane łańcuchy dostaw, w której odnotowano najgłębsze spadki produkcji. Z kolei „produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych” bardzo silnie odczuła wzrost cen gazu, którego jak widać nie była w stanie przerzucić na ceny produkowanych przez siebie dóbr finalnych.

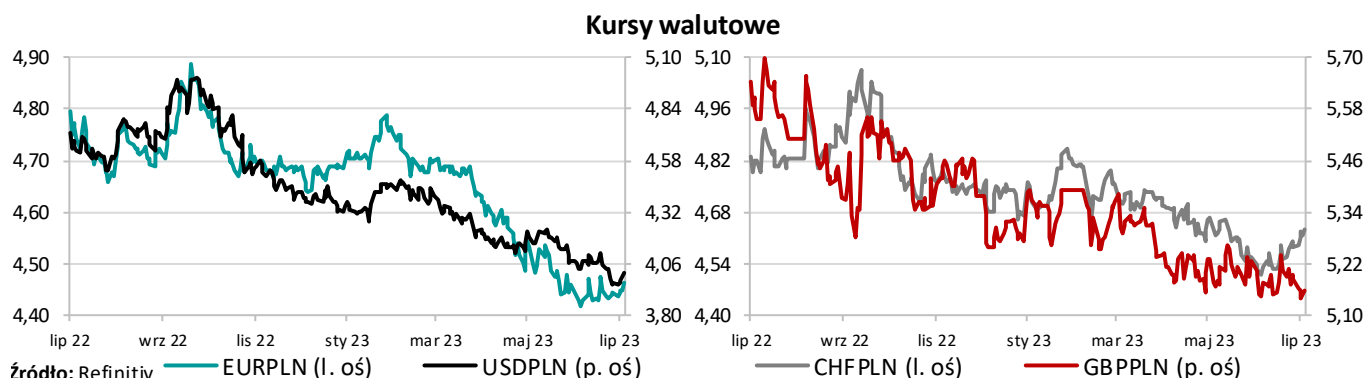


Źródło: PONT Info, Eurostat, Crédit Agricole

Uważamy, że obserwowane obecnie wyraźne spowolnienie w światowym handlu, które znajduje odzwierciedlenie w spadku aktywności w polskim przetwórstwie będzie miało negatywny wpływ na marże firm o dużym udziale sprzedaży eksportowej w przychodach ogółem. Dodatkowym czynnikiem pogarszającym wyniki tych firm jest odnotowane w II kw. br. wyraźne umocnienie złotego. Stanowi

to wsparcie dla naszego scenariusza inflacyjnego, zgodnie z którym we wrześniu br. inflacja spadnie do poziomu jednocyfrowego. Jest to spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą w październiku RPP dokona pierwszej obniżki stóp procentowych o 25pb.

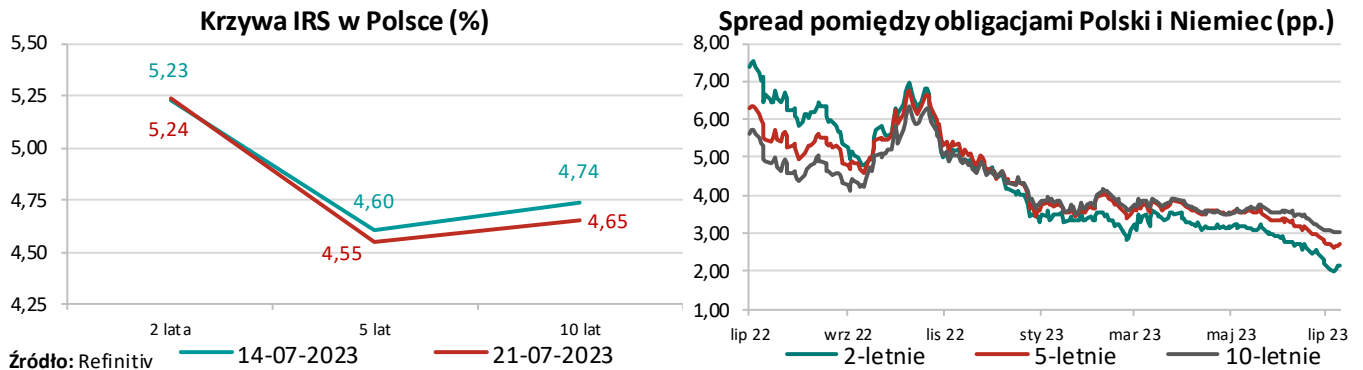
Posiedzenie EBC kluczowe dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4613 (osłabienie złotego o 0,4%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym w ślad za malejącym kursem EURUSD. Umocnieniu dolara względem euro sprzyjało zwiększenie światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie we wzroście indeksu VIX. Wzrost awersji do ryzyka był w naszym stopniu związany z podwyższoną niepewnością przed zaplanowanymi na ten tydzień posiedzeniami głównych banków centralnych (Fed i EBC). Publikacje licznych krajowych danych miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu polskiej waluty będzie posiedzenie EBC. Uważamy, że może ono sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego. Ewentualna decyzja EBC o podniesieniu jedynie stopy depozytowej i pozostawieniu pozostałych stóp procentowych na niezmiennym poziomie może przyczynić się do umocnienia złotego. Posiedzenie FOMC, a także przewidziane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla kursu polskiej waluty.

Posiedzenie EBC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,24 (wzrost o 1pb), 5-letnie zmniejszyły się do 4,55 (spadek o 5pb), a 10-letnie do 4,65 (spadek o 9pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS charakteryzowały się obniżoną zmiennością. Sprzyjała temu niższa aktywność inwestorów w oczekiwaniu na zaplanowane w tym tygodniu posiedzenia głównych banków centralnych (Fed i EBC). Publikacje licznych danych z polskiej gospodarki miały ograniczony wpływ na krzywą.

W tym tygodniu, w centrum uwagi inwestorów będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Uważamy, że może ono oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. W sytuacji, w której EBC zdecydowałby się na podniesienie jedynie stopy depozytowej i pozostawienie pozostałych stóp procentowych na niezmiennym poziomie, może dojść do spadku stawek IRS. Posiedzenie FOMC, jak również zaplanowane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki, będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lip 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	6,75
Kurs EURPLN*	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,46
Kurs USDPLN*	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,09
Kurs CHFPLN*	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,58
Inflacja CPI (r/r, %)	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,4	
Inflacja PPI (r/r, %)	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-273	-1070	-2847	-2208	-439	283	-2635	2381	1738	1355	529	1392		
Eksport (r/r, % EUR)	22,4	20,9	28,1	26,5	23,2	24,2	10,6	15,7	14,7	18,1	2,6	3,3		
Import (r/r, % EUR)	28,1	21,7	29,6	31,4	24,1	18,3	11,3	7,4	3,9	-1,4	-8,9	-6,2		

* 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	
Wkłady 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	9,8	6,5	14,3	11,6	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,02	6,89	6,90	6,51	6,38	7,02	6,38	5,13	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,25	6,75	6,25	5,00	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,69	4,68	4,43	4,48	4,46	4,69	4,46	4,42	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,06	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**
Poniedziałek 24.07.2023 r.					
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	40,6	41,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Lipiec	52,0	51,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	43,4	43,5
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Lipiec	49,9	49,7
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	7,1	8,0 7,8
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	46,3	46,4
Wtorek 25.07.2023 r.					
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Lipiec	88,5	88,0
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Czerwiec	5,1	5,0 5,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Maj	0,9	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Lipiec	-7,0	
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	109,7	112,0 111,5
Środa 26.07.2023 r.					
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Czerwiec	763	715 729
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Lipiec	5,25	5,50 5,50
Czwartek 27.07.2023 r.					
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Lipiec	4,00	4,25 4,25
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	II kw.	2,0	1,9 1,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Czerwiec	1,8	3,5 0,5
Piątek 28.07.2023 r.					
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Lipiec	0,06	
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	6,8	6,6
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Czerwiec	3,8	3,0
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Czerwiec	4,6	4,1 4,2
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Czerwiec	0,0	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	64,4	72,6 72,6

* 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