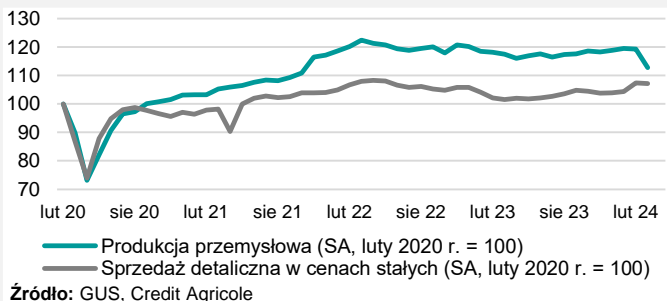
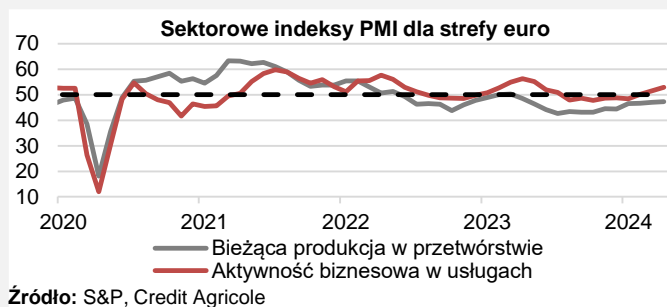


W tym tygodniu

- ✓ **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie śródowa publikacja danych o kwietniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej w kwietniu zwiększyła się do 5,5% r/r w kwietniu wobec -6,0% w marcu. W kierunku silnego przyspieszenia tempa wzrostu produkcji oddziaływały przede wszystkim korzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się nieznacznie poniżej konsensusu (5,9%), a tym samym jej materializacja może być lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✓ **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o krajowej sprzedaży detalicznej.** Oczekujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych zmniejszyła się do 3,0% r/r w kwietniu wobec 6,1% w marcu. W kierunku spowolnienia wzrostu sprzedaży oddziaływało przesunięcie terminu świąt Wielkiejnocy względem ub. r. Publikacja danych o sprzedaży detalicznej będzie naszym zdaniem lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✓ **W środę opublikowane zostaną Minutes z majowego posiedzenia FOMC.** Istotnym elementem Minutes będą kwestie różnic w poglądach członków Fed w zakresie odpowiedniego momentu pierwszej obniżki stóp procentowych. Podczas konferencji prasowej po majowym posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell stwierdził, że FOMC najprawdopodobniej będzie potrzebowała więcej czasu, aby upewnić się, że inflacja znajduje się na ścieżce, która pozwoli na powrót do celu inflacyjnego, przy czym zaznaczył, że nie wie ile może to potrwać. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o 25pb w lipcu i o 25pb w IV kw. br. Naszym zdaniem publikacja Minutes FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.



- ✓ **W czwartek poznamy wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się nieznacznie w maju do 52,0 pkt. wobec 51,7 pkt. w kwietniu. Tym samym byłby to już trzeci miesiąc z rzędu, w którym indeks PMI ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności w strefie euro. Wzrost aktywności jest – podobnie jak w ubiegłych miesiącach – napędzany głównie przez ożywienie w sektorze usług. Inwestorzy oczekują nieznacznego wzrostu indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 43,3 pkt. w maju z 42,5 pkt. w kwietniu). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.



- ✓ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Prognozujemy, że zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w kwietniu o 0,5% m/m wobec wzrostu o 0,9% w marcu. Uważamy, że w kierunku spadku zamówień oddziaływał niższy popyt na dobra inwestycyjne. Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (679 tys. w kwietniu wobec 693 tys. w marcu) i domów na rynku wtórnym (4,30 mln w kwietniu wobec 4,19 mln w marcu), podobnie jak inne kwietniowe dane z rynku nieruchomości (patrz poniżej) dostarczą

mieszanych sygnałów dotyczących aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (67,4 pkt. w maju wobec 77,2 pkt. w kwietniu) potwierdzi silne pogorszenie nastrojów konsumenckich powiązane z obawami gospodarstw domowych o kształtowanie się inflacji, stopy bezrobocia i stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

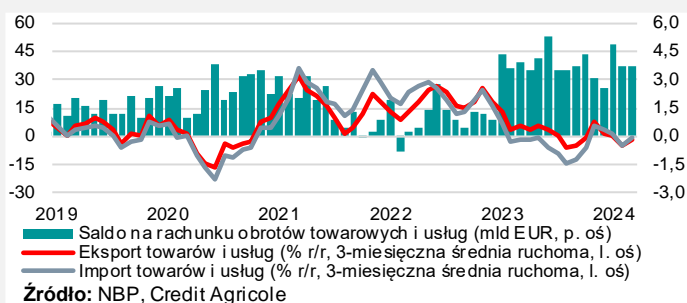
- **W środę opublikowane zostaną kwietniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Uważamy, że trwająca restrukturyzacja w przetwórstwie przemysłowym przyczyni się do spadku dynamiki zatrudnienia z -0,2% r/r w marcu do -0,3% w kwietniu. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia ukształtuje się na wciąż wysokim poziomie (11,6% r/r w kwietniu wobec 12,0% w marcu), wskazując na utrzymywanie się podwyższonej presji płacowej. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zwiększyła się do 1,9% r/r w I kw. br. wobec 1,0% r/r w IV kw. 2023 r., kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (1,8%) i naszej prognozy (1,2%).** Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w I kw. do 0,4% kw/kw wobec -0,1% w IV kw. (rewizja w dół z 0,0%). Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB uwzględniające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec maja. Naszym zdaniem do wzrostu dynamiki PKB w I kw. w porównaniu z IV kw. przyczynił się przede wszystkim wyższy wkład konsumpcji powiązany ze wzrostem realnych wynagrodzeń gospodarstw domowych. Drugim czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy w I kw. był w naszej ocenie większy (tj. mniej ujemny) wkład przyrostu zapasów, co było po części efektem spowolnienia procesu redukcji nadmiarowych zapasów buforowych zakumulowanych w przetwórstwie przemysłowym w okresie pandemii i po wybuchu wojny w Ukrainie. W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast najprawdopodobniej niższe wkłady inwestycji oraz eksportu netto. Uważamy, że w kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego w ujęciu rocznym wzrośnie na skutek dalszego ożywienia konsumpcji. Ubiegłotygodniowe wyższe od naszych oczekiwań dane o PKB w I kw. stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2024 r. (2,8% wobec 0,2% w 2023 r.).
- **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w kwietniu do 2,4% r/r wobec 2,0% w marcu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji była wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (1,9% r/r w kwietniu wobec 0,3% w marcu), co wynikało z przywrócenia 5% stawki podatku VAT na żywność. Jest to spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym ze względu na promocje wprowadzone przez główne sieci handlowe efekt wyższego podatku VAT zostanie w pełni odzwierciedlony w cenach dopiero w maju (por. MAKROmapa z 18.03.2024). W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały również wyższe dynamiki cen w kategoriach „nośniki energii” (-2,2% r/r wobec -2,5%) oraz „paliwa” (-1,2% wobec -4,5%). Przeciwny wpływ miała natomiast niższa inflacja bazowa, która obniżyła się w kwietniu do 4,1% r/r wobec 4,6% w marcu. Miesięczna dynamika cen bazowych zwiększyła się w kwietniu do 0,7% m/m wobec 0,5% w marcu, a tym samym pozostaje ona powyżej poziomów zgodnych z wzorcem sezonowym (ok. 0,5% w kwietniu), mimo odnotowanego w ostatnich miesiącach wyraźnego umocnienia kursu złotego. W naszej ocenie wskazuje to na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w polskiej gospodarce. Uważamy, że w kolejnych miesiącach miesięczna dynamika cen bazowych obniży się, choć nadal pozostanie powyżej swojego wzorca sezonowego. Dane są spójne z naszym

scenariuszem, zgodnie z którym w marcu inflacja osiągnęła swoje minimum lokalne. Prognozujemy, że kolejne miesiące przyniosą stopniowy wzrost inflacji związany w znacznym stopniu z wygaszaniem działań osłonowych w obszarze cen nośników energii i wzrostem dynamiki cen żywności. W konsekwencji w II poł. br. znajdzie się ona ponownie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). Prognozujemy, że w całym 2024 r. inflacja średniorocznie wyniesie 3,3% wobec 11,6% w 2023 r., a w 2025 r. wzrośnie do 3,6%.

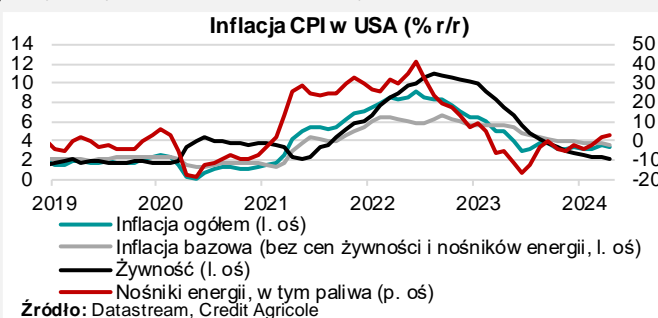
Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w marcu do 325 mln EUR wobec 511 mln EUR w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (651 mln EUR) i poniżej naszej prognozy (1131 mln EUR). Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald usług oraz



dochodów wtórnych (odpowiednio o 131 mln EUR i 530 mln EUR niższe niż w lutym), podczas gdy w przeciwną stronę oddziaływały wyższe salda obrotów towarowych i dochodów pierwotnych (odpowiednio o 162 mln EUR i 313 mln EUR wyższe niż w lutym). Jednocześnie w marcu odnotowano silny spadek dynamiki eksportu towarów (-9,5% r/r w marcu wobec 0,5% w lutym) i dynamiki importu towarów (-8,3% wobec 0,9%). W kierunku zmniejszenia dynamiki obrotów w handlu zagranicznym w marcu oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Zgodnie z komunikatem NBP najwyższe spadki obrotów handlowych, zarówno w przypadku eksportu jak i importu, odnotowano w kategoriach dóbr zaopatrzeniowych i dóbr inwestycyjnych. Najprawdopodobniej jest to spowodowane obniżoną aktywnością w branżach, w przypadku których polskie przetwórstwo jest istotnym elementem międzynarodowych łańcuchów tworzenia wartości. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w I kw. 2024 r. do 1,2% wobec 1,6% w IV kw. 2023 r.

Zgodnie z drugim szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w I kw. do 0,3% wobec -0,1% w IV kw. 2023 r. (brak zmian w porównaniu do pierwszego szacunku). W ujęciu rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 0,4% r/r w I kw. wobec 0,1% w IV kw. Spośród głównych gospodarek zmniejszenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (0,2% kw/kw w I kw. wobec -0,5% w IV kw., we Francji (0,2% wobec 0,1%) oraz Włoszech (0,3% wobec 0,1%), podczas gdy tempo wzrostu PKB w Hiszpanii nie zmieniło się w I kw. w porównaniu do IV kw. i wyniosło 0,7%. Dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w całym 2024 r. PKB w strefie euro zwiększy się o 0,7% r/r wobec wzrostu o 0,5% w 2023 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI w kwietniu obniżyła się do 3,4% r/r wobec 3,5% w marcu, kształtując się zgodnie z konsensusem. W kierunku spadku inflacji oddziaływało obniżenie inflacji bazowej (3,6% w kwietniu wobec 3,8% w marcu), podczas gdy przeciwny wpływ miała



wyższa dynamika cen nośników energii. Tempo wzrostu cen żywności nie zmieniło się w kwietniu w porównaniu do marca. W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się nadal wysoka dynamika cen usług (5,3% r/r w kwietniu i w marcu). Choć dane były zgodne z oczekiwaniami rynku zostały one odebrane przez inwestorów jako wzrost prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych przez Fed, co doprowadziło do osłabienia dolara względem euro. Miesięczna dynamika produkcji

przemysłowej w USA obniżyła się w kwietniu do 0,0% wobec 0,1% w marcu (rewizja w dół z 0,4%), kształtując się poniższej oczekiwań rynku (0,1%). Jej obniżenie wynikało z niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w górnictwie i dostarczaniu metali. Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w kwietniu do 78,4% wobec 78,5% w marcu, pozostając na umiarkowanie wysokim na tle historycznym poziomie. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika obniżyła się w kwietniu do 0,0% m/m wobec 0,6% w marcu (rewizja w dół z 0,7%), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,4%). Bez uwzględnienia samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się w kwietniu o 0,2% wobec wzrostu o 0,9% w marcu (rewizja w dół z 1,1%). Mimo odnotowanego w kwietniu wyraźnego obniżenia dynamiki sprzedaży detalicznej, nadal kształtuje się ona zgodnie ze swoim średniookresowym trendem, wskazując na utrzymujący się silny popyt konsumpcyjny w USA. Jego spowolnienia oczekujemy dopiero pod koniec br. Publikacja słabszych od oczekiwań danych o sprzedaży detalicznej w USA doprowadziła do osłabienia dolara względem euro. Mieszanych informacji z amerykańskiego rynku nieruchomości dostarczyły dane o nowych pozwoleniach na budowę (1440 tys. w kwietniu wobec 1485 tys. w marcu – poniżej konsensusu rynkowego na poziomie 1480 tys.) i liczbie rozpoczętych budów (1360 tys. wobec 1287 tys., przy oczekiwaniach równych 1420 tys.). Odnotowane w kwietniu silne zwiększenie liczby rozpoczętych budów było w znacznym stopniu związane ze spadkiem oprocentowania kredytów hipotecznych w USA ze względu na zwiększenie oczekiwań inwestorów na obniżki stóp procentowych Fed. Pogorszenie nastrojów w przetwórstwie zasygnalizowały natomiast regionalne indeksy NY Empire State (-15,6 pkt. w maju wobec 14,3 pkt. w kwietniu) oraz Philadelphia Fed (4,5 pkt. wobec 15,5 pkt.). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA obniży się do 1,1% w II kw. wobec 1,6% w I kw. Jednocześnie, zgodnie z naszym scenariuszem w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 1,8% wobec wzrostu o 2,5% w 2023 r.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin. Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w kwietniu do 6,7% r/r wobec 4,5% w okresie marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (5,4%). Dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 2,3% r/r wobec 3,1% (przy konsensusie równym 3,8%). Poniżej oczekiwań rynku ukształtowała się również dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich (4,2% wobec 4,5%, przy konsensusie równym 4,6%). Dane o sprzedaży detalicznej i inwestycjach sygnalizują, że popyt wewnętrzny w Chinach pozostaje słaby. Z kolei wzrost dynamiki produkcji przemysłowej wspierany jest przez stopniowe ożywienie aktywności w światowym handlu. Prognozujemy, że chiński PKB zwiększy się w 2024 r. o 4,7% wobec wzrostu o 5,2% w 2023 r. Do osiągnięcia takiego tempa wzrostu konieczne będzie jednak zwiększenie skali działań stymulacyjnych ze strony chińskiego rządu, w szczególności tych skierowanych na pobudzenie aktywności na rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu chiński rząd ogłosił program wsparcia dla rynku nieruchomości polegający na złagodzeniu warunków dla udzielania kredytów mieszkaniowych oraz skupie nieruchomości od deweloperów przez samorządy.

Niewielki wpływ dekoniunktury w niemieckiej branży motoryzacyjnej na polskie przetwórstwo

Rok 2022 był okresem odbudowy produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej po jej silnym załamaniu w trakcie pandemii COVID-19 i utrzymujących się później problemach z ciągłością łańcuchów dostaw i dostępnością niektórych komponentów. W lutym 2023 r. produkcja w kategorii „samochody, przyczepy i naczepy” po oczyszczeniu z wpływu wahań sezonowych osiągnęła maksimum lokalne zbliżone do poziomu produkcji obserwowanego bezpośrednio przed wybuchem pandemii w marcu 2020 r. W kolejnych miesiącach obserwowany był jednak ponowny wyraźny spadek produkcji. W marcu

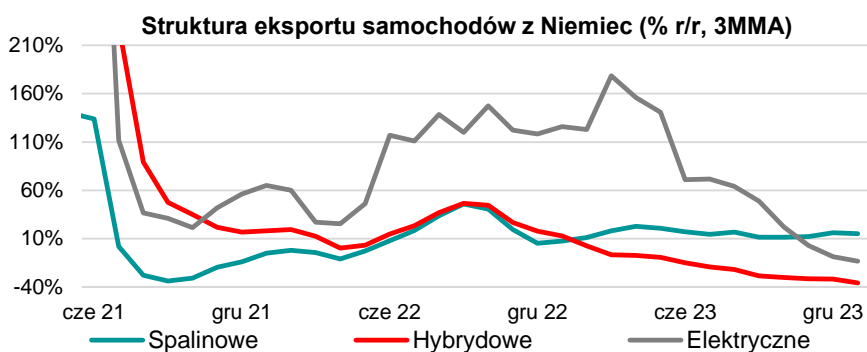
br. produkcja kształtowała się na poziomie niższym o prawie 12% względem wspomnianego wyżej lokalnego maksimum (por. wykres). Poniżej analizujemy perspektywy dla niemieckiej branży motoryzacyjnej i jej wpływ na produkcję w Polsce.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Choć uwaga rynku skupia się na krótkookresowych wahaniami produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej, warto zwrócić uwagę, że produkcja w tej kategorii już od 2017 r. pozostaje w wyraźnym trendzie spadkowym. Jest to efektem szeregu czynników. Niemieccy producenci samochodów przez długi czas opierali się rewolucji technologicznej związanej z ograniczaniem emisji spalin i produkcją samochodów hybrydowych oraz elektrycznych stawiając cały czas przede wszystkim na produkcję samochodów z silnikami spalinowymi, w której przez lata mieli bardzo duże przewagi konkurencyjne. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że w I kw. 2024 r. ponad połowa nowych pojazdów osobowych rejestrowanych w UE posiadała napęd alternatywny, a wśród nich jedną czwartą stanowił napęd elektryczny. Z kolei w 2018 r. napęd alternatywny posiadało jedynie 7,7% nowych pojazdów osobowych. Relatywnie wysokie koszty energii i pracy w połączeniu z zaległościami technologicznymi powodują, że Niemcy są mniej konkurencyjne w stosunku do Chin czy USA w zakresie produkcji samochodów elektrycznych. Ponadto, samochody elektryczne są droższe od alternatywnych modeli o podobnym standardzie oferowanych w wersji spalinowej, a jednocześnie niemieccy konsumenci wykazują wciąż wysoką skłonność do nabywania pojazdów z tradycyjnym napędem. Dodatkowo, rosnąca konkurencja i dążenie do obniżenia kosztów produkcji sprzyjały w ostatnich latach przenoszeniu produkcji samochodów i części na inne rynki, przy jednoczesnym ograniczaniu jej w Niemczech.

Choć uwaga rynku skupia się na krótkookresowych wahaniami produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej, warto zwrócić uwagę, że produkcja w tej kategorii już od 2017 r. pozostaje w wyraźnym trendzie spadkowym. Jest to efektem szeregu czynników. Niemieccy producenci samochodów przez długi czas opierali się rewolucji



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

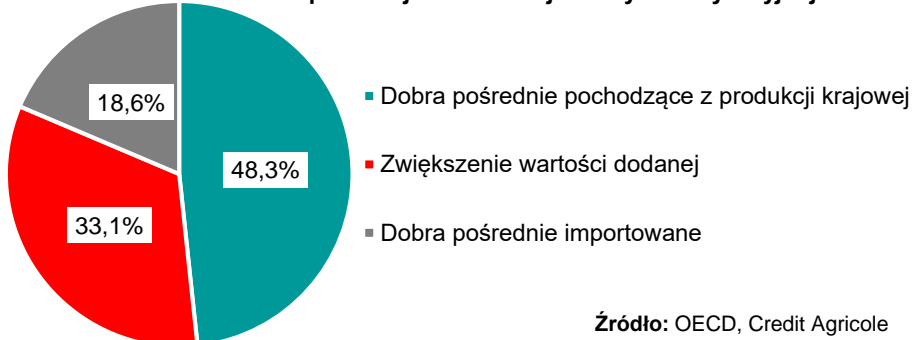
Uważamy, że obniżona aktywność w zakresie produkcji samochodów z napędem alternatywnym jest główną przyczyną spadku produkcji w kategorii „samochody, przyczepy i naczepy” w Niemczech obserwowanego w ciągu ostatniego roku. Tę zależność dobrze obrazują dane o eksporcie samochodów osobowych z Niemiec (por. wykres). Tempo wzrostu eksportu samochodów z silnikami spalinowymi kształtowało się w ciągu ostatnich kilku kwartałów w okolicach kilkunastu procent r/r. Jednocześnie dynamika eksportu samochodów elektrycznych i hybrydowych znajdowała się w silnym trendzie spadkowym przez większość 2023 r. Zgodnie z ostatnimi dostępnymi danymi za styczeń 2024 r. niemiecki eksport aut hybrydowych spadł o 35% r/r, a aut elektrycznych o 15% r/r. Informacje napływające w ostatnim od producentów samochodów sygnalizują, że koniunktura w niemieckiej motoryzacji nie poprawiła się wyraźnie w I poł. br. Uważamy, że dopiero II poł. br. przyniesie poprawę. Oczekujemy, że wówczas zostanie uruchomiona produkcja dużej liczby nowych modeli niemieckich samochodów, których wejście na rynek zaplanowane jest w horyzoncie kilku kwartałów.

Uważamy, że obniżona aktywność w zakresie produkcji samochodów z napędem alternatywnym jest główną przyczyną spadku produkcji w kategorii „samochody, przyczepy i naczepy” w Niemczech obserwowanego w ciągu ostatniego roku. Tę zależność dobrze obrazują dane o eksporcie samochodów osobowych z Niemiec (por. wykres). Tempo wzrostu eksportu

Struktura importu dóbr pośrednich z Polski na potrzeby niemieckiej branży motoryzacyjnej


posłużyliśmy się opracowaną przez OECD tablicą przepływów międzygałęziowych (tzw. analiza *input-output*) dotyczącą 2020 r. Obejmuje ona wartości transakcji pomiędzy 45 branżami gospodarek pomiędzy 79 krajami, co pozwala na bardzo szczegółową analizę rozlewania się tendencji recesyjnych w niemieckiej branży motoryzacyjnej na różne kraje i sektory. Zgodnie z danymi OECD, 8,1% wszystkich importowanych dóbr pośrednich wykorzystywanych w niemieckiej produkcji „pojazdów samochodowych, przyczep i naczep” w 2020 r. pochodziło z Polski. Najwięcej dóbr pośrednich eksportowanych było przez polskie firmy z branży motoryzacyjnej (43,0% całkowitego eksportu) oraz zajmujących się handlem oraz naprawą pojazdów (18,5%). Inni ważni dostawcy to przedsiębiorstwa produkujące wyroby z gumy i tworzyw sztucznych (6,7% całości eksportu dóbr pośrednich na potrzeby niemieckiej branży motoryzacyjnej), metale (6,4%) i wyroby z metali (6,2%).

W kontekście słabej koniunktury w Niemczech pojawia się pytanie w jakim stopniu spadek produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej oddziałuje w kierunku zmniejszenia aktywności w polskim przetwórstwie, które jest dla niej ważnym dostawcą półproduktów i komponentów (tzw. dóbr pośrednich). W celu oszacowania tego wpływu na polską gospodarkę

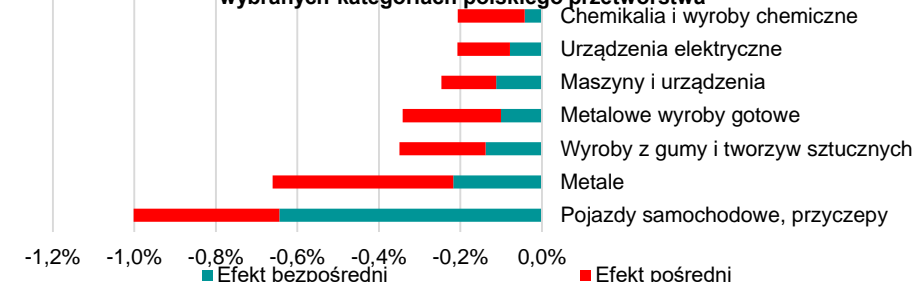
Źródła wartości produkcji niemieckiej branży motoryzacyjnej


Niemczech, w około jednej trzeciej pochodzi ona ze zwiększenia wartości dodanej (wzrost wartości dóbr w wyniku procesu produkcji), a tylko 18,6% powstałej produkcji to wartość importowanych dóbr pośrednich z innych krajów. W rezultacie, z całkowitej wartości produkcji niemieckiej branży motoryzacyjnej tylko ok. 2% stanowią dobra pośrednie importowane z Polski. W powyższym zestawieniu uwzględniamy nie tylko dobra pośrednie z Polski, które są dostarczane bezpośrednio na potrzeby niemieckiej branży motoryzacyjnej, ale również środki produkcji, które są wykorzystywane przez inne kategorie niemieckiego przetwórstwa, a ostatecznie trafiające do branży motoryzacyjnej. Przykładowo może być to eksport przewodów miedzianych z Polski, które następnie przetwarzane są przez niemieckich producentów urządzeń elektrycznych, które stanowią komponent wytwarzanych pojazdów. Na podstawie dostępnych danych szacujemy, że zużycie polskich półproduktów przez niemiecką branżę motoryzacyjną stanowi ok. 3% całkowitej produkcji polskiego przetwórstwa.

Przytoczone powyżej dane mogą jednak błędnie sugerować, że dobra pośrednie eksportowane z Polski są ważnym komponentem w niemieckim procesie produkcyjnym. Należy zwrócić uwagę, że na końcową wartość produkcji wytworzonej przez niemiecką branżę motoryzacyjną w blisko połowie składają się dobra pośrednie wytworzone w

Odnosząc wartość eksportowanych dóbr pośrednich do wielkości produkcji poszczególnych branż polskiego przetwórstwa szacujemy, że spadek produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej o 10% oddziałuje w kierunku obniżenia produkcji w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” w polskim przetwórstwie o 1,0%, w kategorii „metale” o 0,7%, w kategoriach i „wyroby z gumy i tworzyw sztucznych”, „metalowe wyroby gotowe i „maszyny i urządzenia” o 0,3%, w produkcji „urządzeń elektrycznych” i „chemikaliów i wyrobów chemicznych” o 0,2%. W pozostałych branżach polskiego

Wpływ spadku produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej o 10% na produkcję w wybranych kategoriach polskiego przetwórstwa



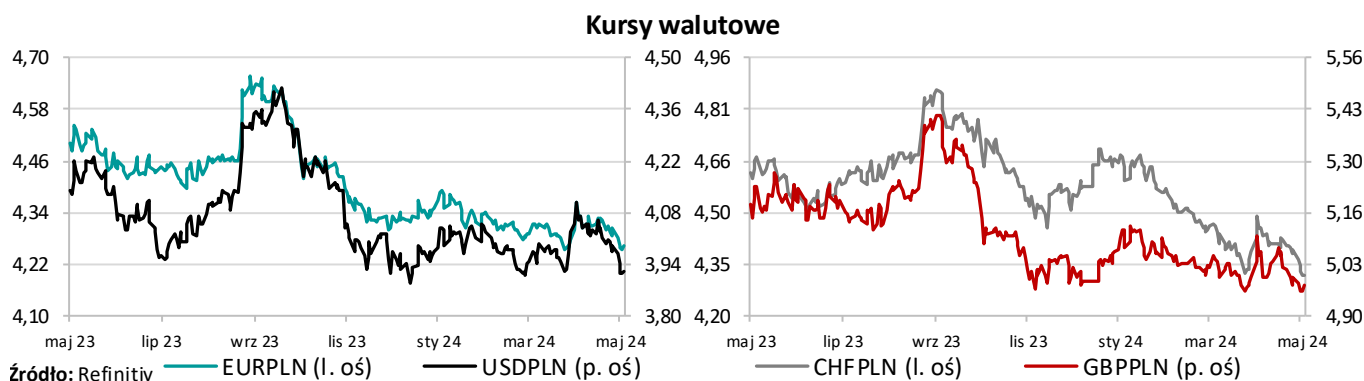
*na wykresie pokazano branże, w których spadek produkcji jest większy niż 0,2%
Źródło: Credit Agricole

przetwórstwa, wspomniany szok w niemieckiej motoryzacji przyczyniłby się do spadku produkcji o mniej niż 0,2%. Należy zwrócić uwagę, że powyższe szacunki uwzględniają efekty bezpośrednie, które reprezentują bezpośredni wpływ spadku produkcji w Niemczech na aktywność polskich branż będących bezpośrednimi dostawcami komponentów i

półproduktów na potrzeby niemieckiego przetwórstwa, jak również efekty pośrednie. Przez efekty pośrednie rozumiemy spadek produkcji w polskich przedsiębiorstwach, które dostarczają dobra pośrednie na potrzeby innych firm będących bezpośrednimi dostawcami dla niemieckich przedsiębiorstw. Efekty pośrednie uwzględniają również spadek produkcji w polskich przedsiębiorstwach, które współpracują z zagranicznymi firmami będącymi dostawcami dla niemieckich przedsiębiorstw. Z uwagi na rozbudowaną siatkę (często międzynarodowych) powiązań efekty pośrednie mogą materializować się z pewnym opóźnieniem. Podsumowując, szacujemy, że spadek niemieckiej produkcji w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” o 10% oddziałuje w kierunku obniżenia produkcji w polskim przetwórstwie o ok. 0,3%.

Przedstawione powyżej obliczenia wskazują, że spadek produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej ma ograniczony wpływ na aktywność w polskim przetwórstwie, a jego negatywne konsekwencje są skoncentrowane w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy”. Tym samym nie stanowi on istotnego ryzyka dla trwałości ożywienia gospodarczego w Polsce i wzrostu eksportu w najbliższych kwartałach. W kolejnej MAKROmapie zajmiemy się tematem perspektyw dla polskiej branży motoryzacyjnej.

Umocnienie dolara wspierane przez wzrost kursu EURUSD

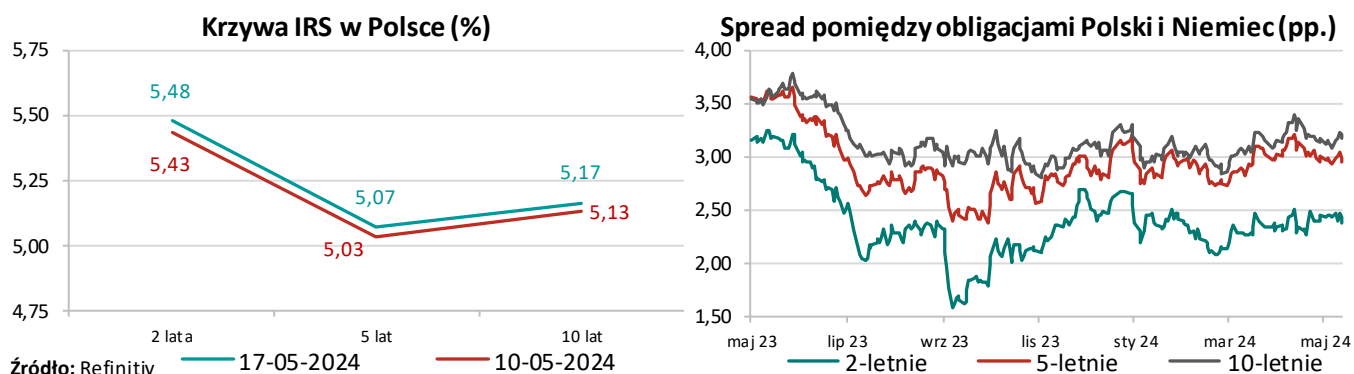


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł 4,2612 (umocnienie złotego o 1,0%). Przez cały ubiegły tydzień kurs złotego kształtował się w wyraźnym trendzie spadkowym. Umocnieniu złotego względem euro sprzyjał obserwowany w ubiegłym tygodniu wzrost kursu EURUSD. Do osłabienia dolara względem euro przyczyniły się publikacja danych o sprzedaży detalicznej i inflacji w USA, które zwiększyły oczekiwania inwestorów na obniżki stóp procentowych przez Fed.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej (środa) oraz sprzedaży detalicznej (czwartek), które mogą przyczynić się do lekkiego osłabienia złotego. Jednocześnie w kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty będzie oddziaływała publikacja

Minutes z majowego posiedzenia FOMC. Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Minutes FOMC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,48 (wzrost o 5pb), 5-letnie do 5,07 (wzrost o 4pb), a 10-letnie do 5,17 (wzrost o 4pb). Na początku ubiegłego tygodnia doszło do zwiększenia stawek IRS, co było kontynuacją ich trendu wzrostowego sprzed dwóch tygodni (por. MAKROMAPA z 13.05.2024). W dalszej części tygodnia doszło do korekty i spadku stawek IRS, niemniej nie powróciły one już do poziomów z poniedziałkowego otwarcia. Do korekty doszło również w przypadku spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. Krajowe dane o PKB nie miały istotnego wpływu na krzywą.

Uważamy, że przewidziane na ten tydzień publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej (środa) oraz sprzedaży detalicznej (czwartek) mogą sprzyjać spadkowi stawek IRS. W kierunku ich podwyższonej zmienności będzie oddziaływała natomiast zaplanowana na środę publikacja Minutes z majowego FOMC. Uważamy, że pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,31
Kurs USDPLN*	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	8,06
Kurs CHFPLN*	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,40
Inflacja CPI (r/r, %)	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-6,5	-3,3	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,9	5,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,6	-8,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	3,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	-2248	-257	4087	55	587	1184	2151	1352	199	1742	511	325		
Eksport (r/r, % EUR)	2,0	4,6	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-4,5	0,5	-9,5		
Import (r/r, % EUR)	-8,8	-4,2	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-5,3	0,9	-8,3		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	1,2	2,7	3,5	3,5	5,0	4,7	4,2	4,5	0,2	2,8	4,6	
Konsumpcja (% r/r)	3,5	4,3	3,1	2,9	3,4	1,9	2,8	2,2	-1,0	3,4	2,7	
Inwestycje (% r/r)	0,5	2,1	1,6	0,7	8,4	9,2	10,2	10,3	13,1	1,2	9,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,8	0,6	4,9	7,8	7,9	5,7	4,3	7,1	3,4	4,0	6,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,4	2,3	8,8	9,2	8,9	7,3	5,4	7,3	-2,0	4,9	7,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,1	2,5	1,8	1,5	2,1	1,1	1,7	1,1	-0,5	1,9	1,5
	Inwestycje (pp.)	0,1	0,3	0,3	0,2	1,1	1,5	1,7	2,3	2,1	0,2	1,7
	Eksport netto (pp.)	2,0	-0,9	-1,7	-0,3	0,2	-0,5	-0,4	0,2	3,3	-0,2	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,2	2,1	1,7	1,6	1,3	1,1	1,0	1,1	1,6	1,6	1,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,8	4,9	5,2	4,8	4,7	4,8	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	0,1	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	15,5	14,8	15,0	12,1	9,9	8,3	7,8	12,8	14,9	9,5	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,7	3,9	3,9	4,5	3,8	3,0	3,3	11,6	3,3	3,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	5,63	5,51	5,38	5,88	5,88	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,29	4,28	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,97	4,00	4,02	4,04	3,95	3,87	3,83	3,75	3,93	4,04	3,75	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Wtorek 21.05.2024 r.							
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Marzec	29,5			
Środa 22.05.2024 r.							
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	-9,6	-8,5	-8,3	
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	12,0	11,6	12,1	
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	-0,2	-0,3	-0,3	
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	-6,0	5,5	5,9	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Kwiecień	4,19	4,30	4,21	
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Maj				
Czwartek 23.05.2024 r.							
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	42,5		43,5	
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Kwiecień	6,0	3,5	5,9	
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Kwiecień	6,1	3,0	5,1	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Maj	53,3		53,4	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	45,7		46,2	
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Maj	51,7		52,0	
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	50,0		50,1	
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	-14,7		-14,0	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	693	679	673	
Piątek 24.05.2024 r.							
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,2	0,2	0,2	
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	6,6	7,3	6,8	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Kwiecień	0,9	-0,5	-0,7	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	67,4	67,4	67,4	

* 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