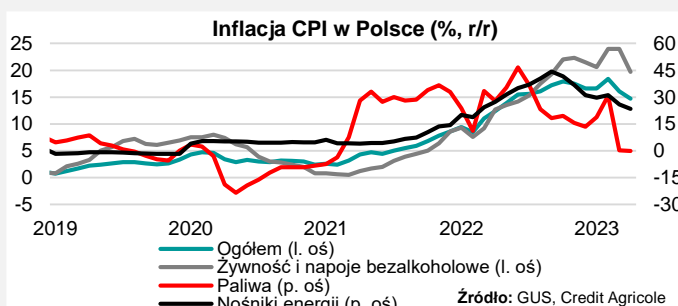


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja danych o inflacji w Polsce.** Naszym zdaniem zmniejszyła się ona w maju do 12,7% r/r wobec 14,7% w kwietniu. Uważamy, że niższa inflacja w maju wynikać będzie ze zmniejszenia wszystkich jej głównych składowych (dynamiki cen żywności, paliw, nośników energii oraz inflacji bazowej). Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (13,4%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W środę opublikowany zostanie również finalny szacunek polskiego PKB w I kw. br. wraz z jego strukturą.** Uważamy, że ukształtuje się on zgodnie ze wstępnym odczytem i wyniesie -0,2% r/r wobec 2,3% w IV kw. Naszym zdaniem do spadku dynamiki PKB w I kw. w porównaniu z IV kw. ub. r. przyczyniły się niższy wkład wzrostu konsumpcji (efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy związanej ze wzrostem wydatków gospodarstw domowych wywołanych napływem uchodźców z Ukrainy, znajdujący odzwierciedlenie w odnotowanym w I kw. br. znaczącym spadku sprzedaży detalicznej w ujęciu rocznym), mniejszy wkład wzrostu inwestycji (związany głównie ze spowolnieniem wzrostu nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw i inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych) oraz mniejszy wkład przyrostu zapasów (efekt redukcji nadmiarowych zapasów buforowych zakumulowanych w przetwórstwie przemysłowym w okresie pandemii i po rozpoczęciu inwazji Rosji na Ukrainę). Oczekujemy, że publikacja danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Oczekujemy, że zwiększyło się ono o 195 tys. osób w maju wobec wzrostu o 253 tys. w kwietniu, przy lekkim wzroście stopy bezrobocia do 3,5% w maju z 3,4% w kwietniu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 170 tys. w maju wobec wzrostu o 296 tys. w kwietniu). W czwartek opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Oczekujemy, że nie zmienił się on w maju w porównaniu do kwietnia i wyniósł 47,1 pkt., co będzie zgodne z wynikami regionalnych badań koniunktury. We wtorek poznamy indeks Conference Board (99,0 pkt. w maju wobec 101,3 pkt. w kwietniu), który wskaże na pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych z uwagi na obawy o oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
- W czwartek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w maju do 6,4% r/r wobec 7,0% w kwietniu, co wynikało ze spadku dynamiki cen żywności i nośników energii, a także nieznacznie niższej inflacji bazowej (5,5% wobec 5,6%). W środę dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zmniejszyła się ona do 6,6% r/r w maju wobec 7,6% w kwietniu. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się tylko nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (6,3%), 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 konsensusem, indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa obniżył się w maju do 49,3 pkt. wobec 49,5 pkt. w kwietniu, a indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w

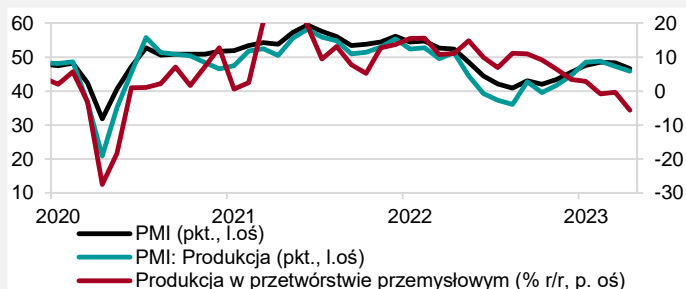


maju do 49,4 pkt. wobec 49,2 pkt. Oba wskaźniki ukształtują się wciąż poniżej granicy 50 pkt. potwierdzając utrzymywanie się tendencji stagnacyjnych w chińskim przetwórstwie (por. MAKROmapa z 22.05.2023). Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.

W czwartek poznamy majowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.

Oczekujemy, że wskaźnik PMI obniżył się w maju do 46,0 pkt. wobec 46,6 pkt. w kwietniu, co będzie spójne z pogorszeniem koniunktury odnotowanym w strefie euro (patrz poniżej). Nasza


prognoza jest zgodna z konsensusem, stąd jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

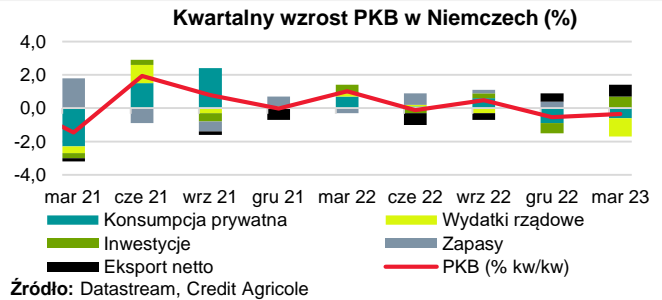


W zeszłym tygodniu


Produkcja przemysłowa w Polsce obniżyła się w kwietniu o 6,4% r/r wobec spadku o 3,0% r/r w marcu, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (-3,4%) i naszej prognozy (-3,0%). W kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy marcem a kwietniem oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Przeciwny wpływ miał natomiast efekt niskiej bazy sprzed roku. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w kwietniu o 1,6% m/m. W kwietniu odnotowano zmniejszenie rocznej dynamiki produkcji w trzech głównych grupach firm. W branżach eksportowych produkcja zwiększyła się w kwietniu o 0,8% r/r wobec wzrostu o 12,8% w marcu, podczas gdy spadek produkcji w ujęciu rocznym odnotowano w firmach powiązanych z budownictwem (-10,3% wobec -9,3%) i pozostałych branżach (-9,1% wobec -8,8%). Taka struktura wzrostu produkcji wskazuje, że dodatni wkład do wzrostu produkcji przemysłowej ogółem w kwietniu miały jedynie branże eksportowe, w których silnym wsparciem dla aktywności w warunkach słabego popytu pozostaje redukcja zaległości produkcyjnych (por. MAKROpuls z 22.05.2023). Natomiast utrzymujący się spadek produkcji w pozostałych branżach odzwierciedla słabość popytu wewnętrznego (konsumpcyjnego i inwestycyjnego) w Polsce. Podtrzymujemy ocenę, że wyraźnego przyspieszenia dynamiki produkcji w branżach nieeksportowych można oczekiwać dopiero w II poł. br., gdy postępująca dezinflacja przyczyni się do zwiększenia realnej dynamiki płac i konsumpcji, a inwestycje publiczne, współfinansowane ze środków unijnych, wyraźnie przyspieszą. W II poł. br. spodziewamy się również przyspieszenia wzrostu produkcji w branżach eksportowych, dla której wsparciem będzie oczekiwane ożywienie gospodarcze w strefie euro. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji budowlano-montażowej, która zwiększyła się w kwietniu o 1,2% r/r wobec spadku o 1,5% w marcu, co było poniżej konsensusu rynkowego (1,8%) i naszej prognozy (3,0%). Na wzrost dynamiki produkcji złożyły się efekt niskiej bazy sprzed rok oraz oddziałująca w przeciwnym kierunku wspomniana wyżej niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa ogółem zwiększyła się w kwietniu o 0,1% 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 23.05.2023). Dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy PKB w II kw. (0,2% r/r wobec -0,2% w I kw.). Zmniejszyło się zatem ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu PKB w całym 2023 r. (1,2% r/r wobec 5,1% w 2022 r.).


- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w kwietniu do 12,1% r/r wobec 12,6% w marcu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i powyżej naszej prognozy (11,6%).** Dane o strukturze wzrostu płac w kwietniu wskazują, że za zmniejszenie tempa wzrostu wynagrodzeń ogółem pomiędzy marcem a kwietniem odpowiadała przede wszystkim niższa dynamika płac w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miał silny wzrost wynagrodzeń w górnictwie. Dane te sugerują, że presja płacowa w polskim przemyśle nadal rozkłada się nierównomiernie i jest szczególnie silna w branżach kontrolowanych przez skarbu państwa (por. MAKROpuls z 22.05.2023). Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach nominalna roczna dynamika płac będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym, czemu sprzyjać będzie oczekiwany przez nas silny spadek inflacji i związane z nim zmniejszenie presji płacowej w przedsiębiorstwach. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się do 0,4% r/r w kwietniu z 0,5% w marcu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (0,2%). W porównaniu w marcu zatrudnienie zwiększyło się w kwietniu o 7,5 tys. osób. Wśród głównych działań najsilniejszy spadek zatrudnienia w ujęciu rocznym odnotowano w przetwórstwie przemysłowym i budownictwie, czyli działach w których w ostatnim czasie obserwowane było nasilenie procesów restrukturyzacyjnych. Podtrzymujemy naszą ocenę, że szczyt procesów restrukturyzacyjnych jest już za nami i skala redukcji zatrudnienia w ujęciu rocznym w kolejnych miesiącach będzie się zmniejszać (por. MAKROmapa z 08.05.2023). Zmniejszenie 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 -1,8% r/r w kwietniu wobec -2,5% w marcu i -2,5% w I kw. Dane o funduszu płac są spójne z naszą prognozą dynamiki konsumpcji (-1,0% r/r w II kw. wobec -3,5% w I kw.).
- **Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w kwietniu do 3,4% r/r wobec 4,8% w marcu, kształtując się poniżej naszej prognozy spójnej z konsensusem rynkowym (3,8%).** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zmniejszyła się w kwietniu o 7,3% r/r (o tyle samo co w marcu). Był to jej najsilniejszy spadek od maja 2020 r., a więc okresu pierwszego lockdownu związanego z wybuchem pandemii COVID-19. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w kwietniu o 1,1% m/m. Spadek sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych w ujęciu rocznym miał w kwietniu szeroki zakres i został odnotowany w 7 z 8 raportowanych przez GUS kategorii (wszystkie poza „włóknem, odzieżą i obuwiem”). W naszej ocenie jest on efektem obniżającej się siły nabywczej gospodarstw domowych spowodowanej przez wysoką inflację. Dane o sprzedaży detalicznej wskazujące na jej znaczący spadek są spójne z naszym scenariuszem zakładającym, że w II kw. br. dynamika konsumpcji nadal będzie utrzymywała się poniżej zera. Warto jednocześnie odnotować, że pomimo bieżącego osłabienia popytu konsumpcyjnego, nastroje konsumentów dotyczące przyszłości są coraz lepsze. Wskaźnik koniunktury GUS „oczekiwane dokonywanie ważnych zakupów w horyzoncie 12 miesięcy” kształtował się w ciągu ostatnich kilku miesięcy w trendzie wzrostowym, a w kwietniu br. osiągnął najwyższą wartość od maja 2022 r. Optymizm wśród konsumentów, połączony z oczekiwanym przez nas spadkiem inflacji, będą stanowić wsparcie dla przyspieszenia realnej konsumpcji w II poł. br. (por. MAKROpuls z 22.05.2023).
- **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zmniejszył się w maju do 91,7 pkt. wobec 93,4 pkt. w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (93,0 pkt.).** Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Pogorszenie koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych działach: przetwórstwie, usługach, handlu i budownictwie. Indeks Ifo w połączeniu z majowym badaniem PMI (patrz poniżej) stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększy się w II kw. do 0,1% wobec -0,3% w I kw.


 **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika niemieckiego PKB zwiększyła się w I kw. do -0,3% wobec -0,5% w IV kw. (-0,2% r/r w I kw. wobec -0,2% w IV kw.), kształtując się wyraźnie poniżej wstępnego szacunku (0,0% kw/kw i 0,2% r/r) oraz zgodnie z naszą prognozą.** Tym samym Niemcy

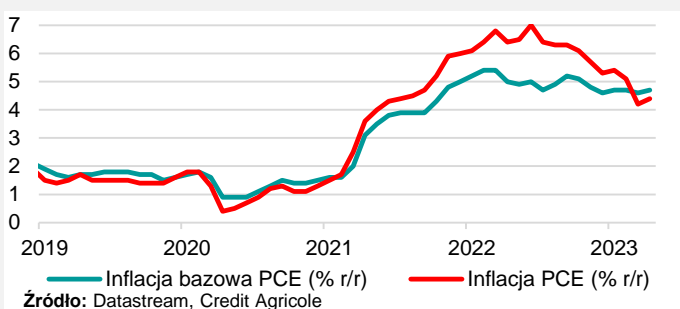


odnotowywały w I kw. tzw. techniczną recesję rozumianą jako przynajmniej dwa kwartały spadku PKB z rzędu w ujęciu kw/kw. Najważniejszą przyczyną zwiększenia dynamiki PKB pomiędzy IV kw. a I kw. były wyższe wkłady inwestycji, konsumpcji prywatnej oraz eksportu netto. Przeciwny wpływ miały natomiast niższe wkłady wydatków rządowych oraz zapasów. Jednocześnie głównym źródłem wzrostu gospodarczego w I kw. były ex aequo inwestycje oraz eksport netto, podczas gdy w IV kw. były to zapasy. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w całym 2023 r. niemiecki PKB obniży się o 0,1% r/r wobec wzrostu o 1,9% w 2022 r.

 **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w maju do 53,3 pkt. wobec 54,1 pkt. w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (53,7 pkt.).** Wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro zwiększy się w II kw. do 0,2% wobec 0,1% w I kw. (patrz poniżej).

 **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes z majowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji wśród członków FOMC pojawiły się różnice zdań dotyczące dalszego kierunku polityki pieniężnej Fed. Wielu członków FOMC wyraziło pogląd, że Rezerwa Federalna po majowym posiedzeniu powinna pozostawić sobie swobodę w podejmowaniu dalszych decyzji i nie deklarować jeszcze swoich dalszych kroków. Część z nich uważa, że konieczna będzie kolejna podwyżka stóp procentowych, jeśli spadek inflacji będzie nadal powolny. Jednocześnie kilku członków FOMC przedstawiło opinię, zgodnie z którą kolejne podwyżki stóp procentowych mogą nie być już konieczne. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Rezerwa Federalna zakończyła w maju cykl podwyżek stóp procentowych. Uważamy jednak, że nie można wykluczyć scenariusza alternatywnego, w którym Fed zdecyduje się na jeszcze jedną podwyżkę stóp o 25pb na czerwcowym posiedzeniu. Naszym zdaniem publikacja Minutes FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

 **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Inflacja PCE zwiększyła się w kwietniu do 4,4% r/r wobec 4,2% w lutym. Wzrost został odnotowany również w przypadku inflacji bazowej PCE (4,7% wobec 4,6%). Przyspieszenie tempa wzrostu inflacji zostało odnotowane również

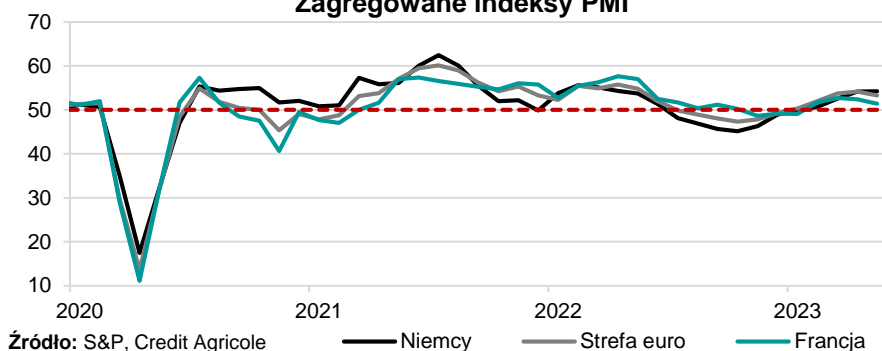


w ujęciu miesięcznym, co wskazuje na utrzymującą się silną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również drugi szacunek amerykańskiego PKB w I kw., zgodnie z którym jego tempo wzrostu sprowadzone do wymiaru rocznego zostało zrewidowane w górę do 1,3% wobec 1,1% w pierwszym szacunku. Na zwiększenie tempa wzrostu PKB złożyły się wyższe wkłady zapasów, wydatków rządowych, inwestycji i konsumpcji prywatnej oraz niższy wkład eksportu netto. Drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. była konsumpcja prywatna, podczas gdy w IV kw. były to zapasy. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach na dobra trwałe, które zwiększyły się w kwietniu o 1,1% m/m wobec wzrostu o 3,3% w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań

rynku (-1,0%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w kwietniu do -0,2% wobec 0,3% w marcu. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się w kwietniu do 1,2% r/r wobec 3,6% w marcu. Jej trzymiesięczna średnia ruchoma pozostaje w wyraźnym trendzie spadkowym, co w naszej ocenie wskazuje na dalsze pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały dane o sprzedaży nowych domów, która zwiększyła się do 683 tys. w kwietniu wobec 656 tys. w marcu. Uwzględniając jednak opublikowane dwa tygodnie temu dane o pozwoleniach na budowę, rozpoczętych budowach i sprzedaży domów na rynku wtórnym nie uważamy, aby dane te świadczyły o trwałym wzroście aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości (por. MAKROmapa z 22.05.2023). Na pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan (59,2 pkt. w maju wobec 63,5 pkt. w kwietniu i 57,7 pkt. we wstępnym szacunku). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA spowolni w II kw. 2023 r. do 0,7%.

Dychotomiczny wzrost gospodarczy w strefie euro

Zagregowane indeksy PMI



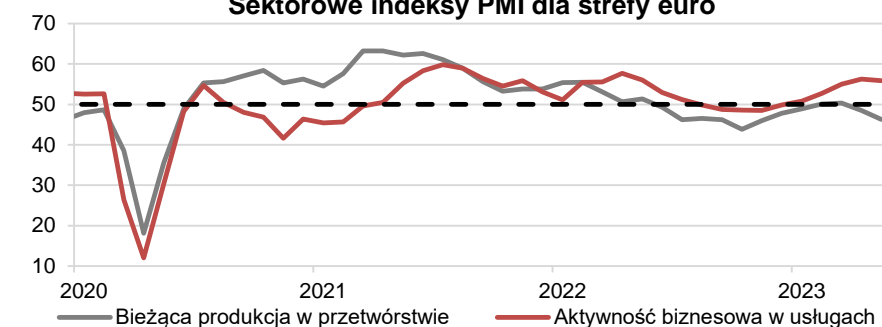
Źródło: S&P, Credit Agricole

— Niemcy — Strefa euro — Francja

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w maju do 53,3 pkt. wobec 54,1 pkt. w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (53,7 pkt.). Spadek zagregowanego indeksu PMI wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak i

bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym poprawę koniunktury odnotowano w Niemczech, podczas gdy we Francji, a także w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do jej pogorszenia. Przeciętna wartość zagregowanego indeksu PMI w strefie euro ukształtowała się w okresie kwiecień-maj wyżej niż w I kw. (53,7 pkt. wobec 52,0 pkt.). Wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro zwiększy się w II kw. do 0,2% wobec 0,1% w I kw.

Sektorowe indeksy PMI dla strefy euro



Źródło: S&P, Credit Agricole

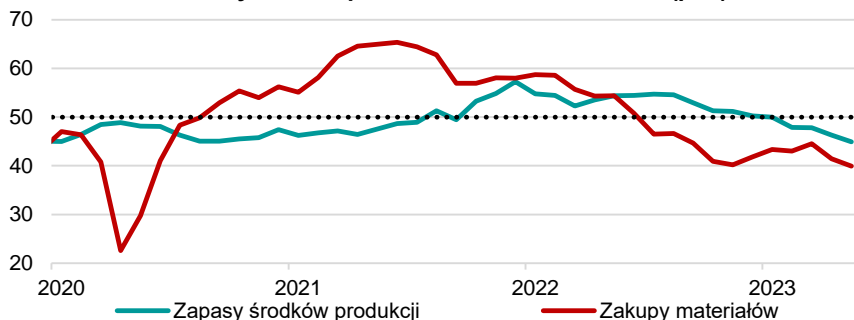
— Bieżąca produkcja w przetwórstwie — Aktywność biznesowa w usługach

Pomimo prawdopodobnego przyspieszenia wzrostu PKB w strefie euro w II kw. sygnalizowanego przez badania PMI, należy zwrócić uwagę, że wzrost gospodarczy ma obecnie nierównomierny charakter. Jest on bowiem skoncentrowany w obszarze sektora usług, podczas gdy aktywność w przetwórstwie maleje. Co więcej, tempo spadku bieżącej

produkcji w przetwórstwie było w maju najszybsze od listopada 2022 r. Różnica w tempie wzrostu aktywności pomiędzy usługami a przetwórstwem w strefie euro sygnalizowana w badaniach PMI osiągnęła w maju najwyższą wartość od 2009 r. Waga sektora usług w tworzeniu wartości dodanej jest kilkakrotnie większa niż w przypadku przetwórstwa, a tym samym wysoka aktywność w usługach pozwala

na osiągnięcie dodatniej dynamiki PKB w strefie euro przy jednoczesnej tendencji recesyjnej w przetwórstwie.

Indeksy PMI dla przetwórstwa w strefie euro (pkt.)

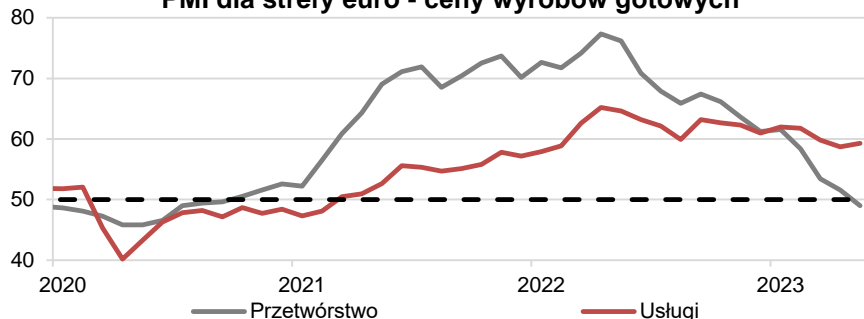


Źródło: S&P, Credit Agricole

realizacja zaległości produkcyjnych. Obniżają się one nieprzerwanie od czerwca 2022 r., a w maju tempo ich spadku było najsilniejsze od października 2022 r. W warunkach słabego popytu i ustępujących barier podażowych firmy przetwórcze decydują się na redukcję poziomu zapasów środków produkcji (w najszybszym tempie od października 2019 r.) i ograniczają zakupy materiałów (najsilniej od maja 2020 r.). Nie jest to działanie ograniczone do obszaru wspólnej waluty, tylko występuje ono globalnie. Zgodnie z badaniem PMI odsetek firm na świecie dokonujących zakupów środków produkcji w celu zapewnienia sobie bufora bezpieczeństwa w postaci wyższych zapasów obniżał się gwałtownie w ostatnich kwartałach i obecnie znajduje się na jednym z najniższych poziomów w historii.

Głównym czynnikiem ograniczającym aktywność w przetwórstwie jest osłabienie popytu znajdujące odzwierciedlenie w spadku nowych zamówień ogółem oraz zamówień eksportowych. Bieżąca produkcja również obniżyła się w maju, jednak w mniejszym stopniu niż napływ zamówień. Czynnikiem stabilizującym produkcję była

PMI dla strefy euro - ceny wyrobów gotowych

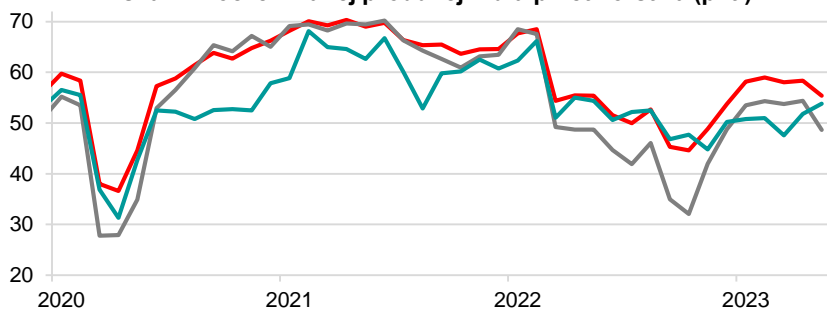


Źródło: S&P, Credit Agricole

pierwszy od września 2020 r. Jednocześnie, w przypadku sektora usług silny popyt sprzyja przeliczaniu wyższych kosztów działalności przedsiębiorstw (zgodnie z raportem - głównie płac) na klientów. Ceny finalne w tym sektorze rosną nieprzerwanie od początku 2021 r., a tempo ich wzrostu przyspieszyło w maju względem kwietnia. Uważamy, że będzie to czynnik ograniczający spadek inflacji w obszarze wspólnej waluty w kolejnych miesiącach.

Warto również zwrócić również, że zróżnicowanie siły popytu powoduje rozbieżności w procesach cenowych w przypadku przetwórstwa i sektora usług. W przypadku przetwórstwa zmniejszony napływ zamówień skłania przedsiębiorstwa do obniżania cen swoich produktów w celu pobudzenia popytu. Ceny wyrobów gotowych w przetwórstwie strefy euro obniżyły się w maju po raz

Wskaźnik oczekiwanej produkcji - dla przetwórstwa (pkt.)



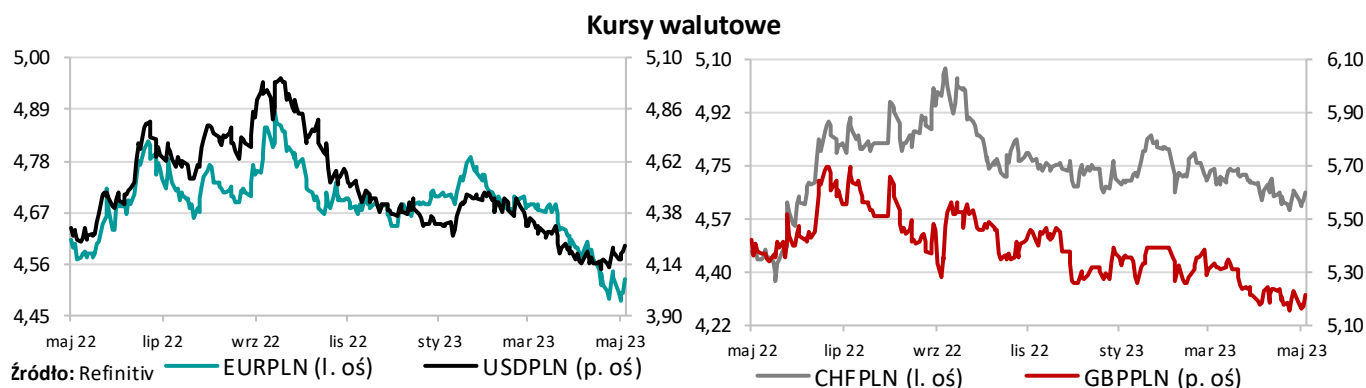
Źródło: S&P, Credit Agricole

Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zmniejszył się w maju do 42,9 pkt. wobec 44,5 pkt. w kwietniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (45,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zatrudnienia), podczas gdy

przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zapasów oraz czasu dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje pogłębiający się silny spadek składowej dla nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych. Zgodnie z raportem część ankietowanych firm zwracała uwagę na odwoływanie zamówień przez część odbiorców z uwagi na podwyższoną niepewność co do perspektyw gospodarczych. Wskaźnik dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy spadł w maju poniżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od grudnia 2022 r., co świadczy, że ankietowane firmy nie widzą obecnie przestrzeni do poprawy sytuacji.

Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane PMI sygnalizują, że w II kw. tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro przyspieszy. Niemniej jednak skala średnioterminowego ożywienia w obszarze wspólnej waluty będzie umiarkowana. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w strefie euro wyniesie przeciętnie 0,3% kw/kw w II poł. br. wobec 0,2% w II kw. Wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro jest spójny z naszym scenariuszem „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki, zgodnie z którym dynamika PKB w Polsce w 2023 r. wyraźnie się obniży, jednak pozostanie ona dodatnia (1,2% r/r wobec 5,1% w 2022 r.), a silnemu spowolnieniu wzrostu gospodarczego nie będzie towarzyszyć znaczący wzrost bezrobocia.

Krajowe dane o inflacji mogą osłabić złotego

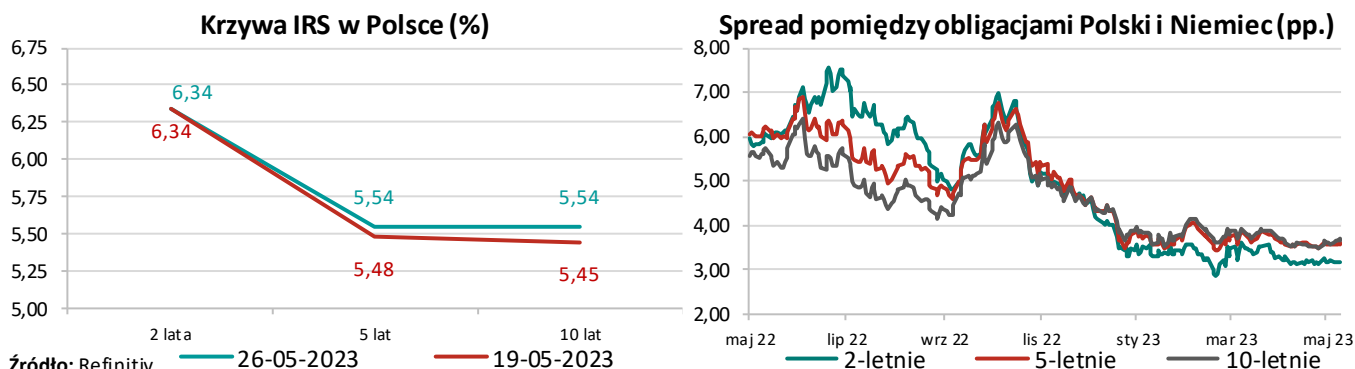


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5275 (umocnienie złotego o 0,1%). Na początku ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkiem kursu EURPLN, który ponownie obniżył się poniżej poziomu 4,50. W kolejnych dniach mieliśmy do czynienia z jego stabilizacją, po czym w piątek doszło do korekty, w wyniku której kurs złotego powrócił do poziomów z początku tygodnia. Publikacje licznych danych z krajowej, jak i ze światowej gospodarki, nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Z kolei kurs EURUSD przez cały ubiegły tydzień, podobnie jak dwa tygodnie temu, pozostawał w łagodnym trendzie spadkowym, czemu sprzyjały oczekiwania inwestorów na to, że Fed nie zakończył jeszcze cyklu podwyżek stóp procentowych. Nasileniu tych oczekiwań sprzyjał dość jastrzębi wydzźwięk publikacji *Minutes* z majowego posiedzenia FOMC, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście kontraktów FRA.

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.

Publikacja krajowych danych o inflacji w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 6,34, 5-letnie zwiększyły się do 5,54 (wzrost o 6pb), a 10-letnie zwiększyły się do 5,54 (wzrost o 9pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia ze wzrostem stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Zwiększeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych sprzyjało nasilenie oczekiwań części inwestorów na dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne, dodatkowo nasilone przez relatywnie jastrzębi wydzwięk *Minutes* z majowego posiedzenia FOMC.

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.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kwi 22	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
Stopa referencyjna NBP* (%)	4,50	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
Kurs EURPLN*	4,67	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
Kurs USDPLN*	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,22
Kurs CHFPLN*	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,68
Inflacja CPI (r/r, %)	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-2,9	-6,4	
Inflacja PPI (r/r, %)	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,1	6,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	-2963	-1373	-273	-1070	-2847	-2208	-416	262	-2530	2133	1410	1643		
Eksport (r/r, % EUR)	16,7	27,5	22,4	20,9	28,1	26,5	23,2	24,2	10,6	13,1	13,5	15,5		
Import (r/r, % EUR)	35,9	33,8	28,1	21,7	29,6	31,4	24,1	18,3	11,3	5,1	2,3	-3,0		

* 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	-0,2	0,2	2,1	2,7	5,1	1,2	3,1	
Konsumpcja (% r/r)	6,8	6,7	1,1	-1,1	-3,5	-1,0	0,5	2,0	3,3	-0,5	3,0	
Inwestycje (% r/r)	5,4	7,1	2,5	5,4	2,0	0,2	1,4	2,6	5,0	1,7	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,6	6,4	9,0	3,9	2,8	3,5	3,7	4,8	6,2	3,7	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	8,2	7,7	0,7	-1,5	0,1	2,5	4,0	6,2	1,4	4,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,8	0,6	-0,5	-2,1	-0,6	0,3	1,0	1,8	-0,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,7	1,1	0,4	1,2	0,2	0,0	0,2	0,6	0,9	0,3	0,7
	Eksport netto (pp.)	-1,4	-0,7	0,8	1,7	2,6	2,2	0,8	0,5	0,2	1,5	-0,2
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	5,2	5,3	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	6,88	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	4,60	4,57	4,54	4,69	4,54	4,45	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,30	4,19	4,13	4,38	4,13	4,24	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 30.05.2023 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	2,5		2,1
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Maj	0,54		
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Marzec	0,1		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	101,3	99,0	99,0
Środa 31.05.2023 r.						
3:30	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Maj	49,2		49,4
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	I kw.	2,3	-0,2	-0,2
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Maj	14,7	12,7	13,4
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Maj	7,6	6,6	6,8
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Maj	48,6		47,0
Czwartek 01.06.2023 r.						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	49,5		49,3
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	46,6	46,0	46,0
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	42,9	42,9	42,9
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	44,6	44,6	44,6
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Maj	7,0	6,4	6,3
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Kwiecień	6,5		6,5
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Maj	296		170
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	48,5		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	47,1	47,1	47,0
Piątek 02.06.2023 r.						
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Maj	3,4	3,5	3,5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Maj	253	195	193

* 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