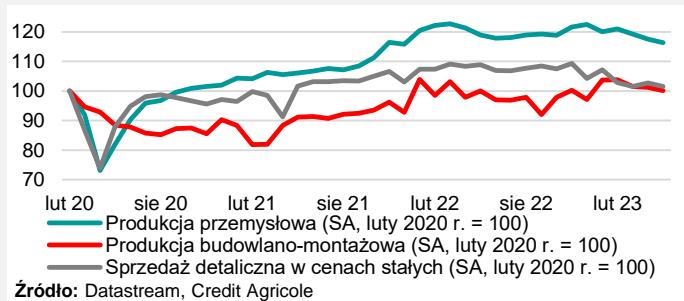
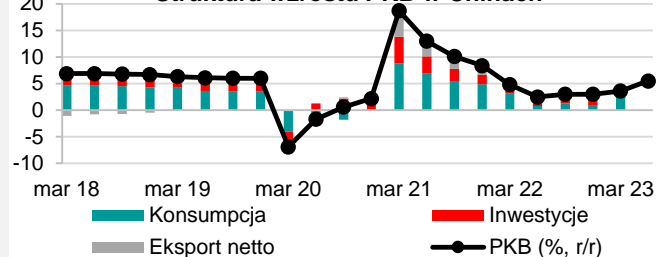


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o czerwcowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do -1,0% w czerwcu wobec -3,2% w maju. Do spowolnienia tempa spadku produkcji przyczyniły się efekty niskiej bazy sprzed roku oraz poprawa koniunktury w przemyśle sygnalizowana przez dane GUS. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (2,6%) stąd publikacja danych może być lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o krajowej sprzedaży detalicznej.** Oczekujemy, że tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w cenach bieżących zwiększyło się do 2,1% r/r w czerwcu wobec 1,8% w maju. W kierunku przyspieszenia wzrostu sprzedaży oddziaływały efekty niskiej bazy sprzed roku, a także wyższa dynamika sprzedaży samochodów. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu (2,6%), a tym samym jej materializacja może być lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W czwartek opublikowane zostaną czerwcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Uważamy, że w czerwcu doszło do nieznacznego wzrostu zatrudnienia w ujęciu miesięcznym. Spójnie z tymi oczekiwaniami prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 0,4%. Jednocześnie oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia spadła do 11,9% r/r w czerwcu wobec 12,2% w maju. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że nominalna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w czerwcu do 0,4% m/m wobec 0,3% w maju, na co złożyły się wyższe tempo wzrostu sprzedaż samochodów i paliw oraz jego obniżenie w pozostałych kategoriach. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w czerwcu do 0,0% m/m wobec -0,2% w maju. Jej wzrost ograniczany był czerwcu przez obniżoną aktywność w przetwórstwie. Oczekujemy, że dane o nowych pozwoleniach na budowę (1466 tys. w czerwcu wobec 1496 tys. w maju), rozpoczętych budowach domów (1435 tys. wobec 1631 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,20 mln wobec 4,30 mln) wskażą na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych
- Dzisiaj opublikowane zostały istotne dane z Chin.** PKB zwiększył się w II kw. o 6,3% r/r wobec wzrostu o 4,5% w I kw. (0,8% kw/kw w II kw. wobec 2,2% w I kw.), kształtując się odpowiednio poniżej i powyżej oczekiwań rynku (7,3% r/r i 0,5% kw/kw). Nasza prognoza wynosiła odpowiednio 6,9% r/r i 0,1% kw/kw. Nieco lepsze od oczekiwań rynku okazały się natomiast dane o produkcji przemysłowej (4,4%



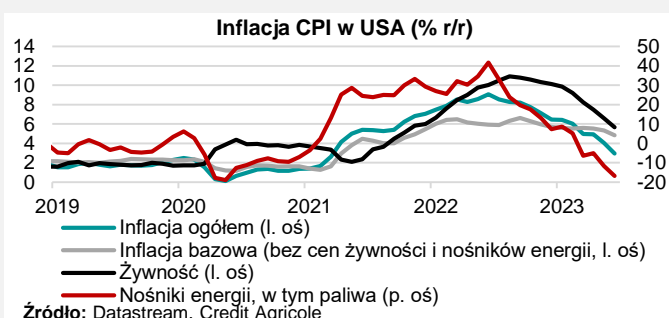
Struktura wzrostu PKB w Chinach



r/r w czerwcu wobec 3,5% w okresie maju, przy oczekiwaniach równych 2,7% oraz naszej prognozie równej 2,2%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (3,8% wobec 4,0%; 3,4%; 3,4%), podczas gdy dane o sprzedaży detalicznej ukształtowały się lekko poniżej konsensusu rynkowego (3,1% wobec 12,7%; 3,2%; 2,6%). Dzisiejsze dane z Chin odzwierciedlają zarówno słaby popyt wewnętrzny, jak i zewnętrzny. W efekcie uważamy, że do osiągnięcia celu dla tempa wzrostu PKB wyznaczonego przez chiński rząd na poziomie „ok. 5%” konieczna będzie dodatkowa stymulacja fiskalna. W naszej ocenie dzisiejsze dane z Chin są neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

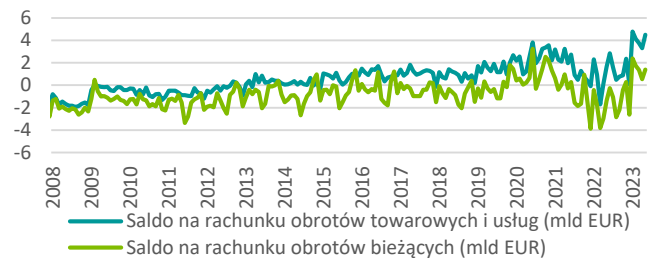
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI zmniejszyła się w czerwcu do 3,0% r/r wobec 4,0% w maju, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i poniżej oczekiwań rynku (3,1%). Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen nośników energii, żywności oraz obniżenia inflacji



bazowej, która zmniejszyła się w czerwcu do 4,8% r/r wobec 5,3% w maju, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (5,0%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w lipcu do 72,6 pkt. wobec 64,4 pkt. w czerwcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (65,4 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Zwiększyła się również podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku (3,4% r/r w lipcu wobec 3,3% w czerwcu), co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych cały czas utrzymują się na podwyższonym poziomie. Uwzględniając opublikowane w ubiegłym tygodniu *Minutes*, ostatnie wypowiedzi członków FOMC, a także napływające dane z amerykańskiej gospodarki zrewidowaliśmy w górę nasz scenariusz stóp procentowych w USA. Obecnie oczekujemy, że Fed dokona jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych o 25pb w lipcu i zakończy w ten sposób cykl podwyżek stóp (wcześniej uważaliśmy, że został on zakończony po majowej podwyżce).

Zgodnie z finalnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w czerwcu do 11,5% r/r wobec 13,0% w maju, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Spadek inflacji miał szeroki zakres i został odnotowany we wszystkich wspomnianych wyżej kategoriach: „żywność i napoje bezalkoholowe” (17,8% r/r w czerwcu wobec 18,9% w maju), „nośniki energii” (18,0% wobec 20,4%) oraz „paliwa” (-18,0% wobec -9,5%). W kierunku zmniejszenia inflacji oddziaływał także spadek inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w czerwcu do 11,2% r/r wobec 11,5% w maju. Mimo spadku inflacji bazowej liczonej w ujęciu rocznym, na uwagę zasługuje utrzymujący się jej wzrost w ujęciu miesięcznym, który szacujemy na 0,3% m/m. Pozostaje on relatywnie wysoki na tle wzorca sezonowego, co wskazuje, że w polskiej gospodarce nadal utrzymuje się silna presja inflacyjna (por. MAKROpuls z 14.07.2023). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja CPI w Polsce pozostanie w trendzie spadkowym i we wrześniu obniży się do jednocyfrowego poziomu (por. MAKROmapa z 10.07.2023). W świetle ostatnich wypowiedzi prezesa A. Glapińskiego uważamy, że skłoni to RPP do obniżenia stóp procentowych na posiedzeniach w październiku (o 25pb) i listopadzie (o 25pb).

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się w maju do 1392 mln EUR wobec 529 mln EUR w kwietniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (856 mln EUR) i naszej prognozy (474 mln EUR).



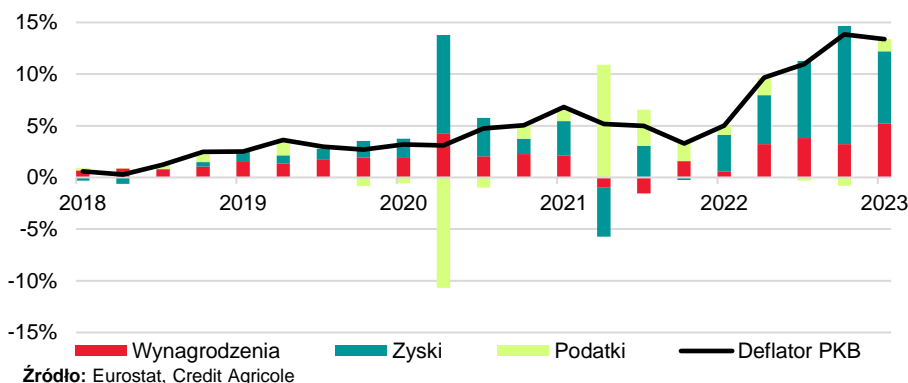
Maj był tym samym piątym

miesiącem z rzędu, w którym Polska odnotowała nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych i usług (odpowiednio o 784 mln EUR i 427 mln EUR wyższe niż w kwietniu), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe salda dochodów pierwotnych i wtórnych (odpowiednio o 258 mln EUR i 90 mln EUR). Jednocześnie w maju odnotowano wzrost dynamiki eksportu (3,3% r/r w maju wobec 2,6% w kwietniu) i dynamiki importu (-6,2% wobec -8,9%), do czego przyczyniły się korzystne efekty kalendarzowe. Zgodnie z komunikatem NBP w maju obserwowany był dalszy wzrost eksportu w branży motoryzacyjnej. Z kolei w kierunku spadku importu oddziaływała niższa wartość importowanych towarów zaopatrzeniowych, paliw oraz dóbr konsumpcyjnych. Ubiegłotygodniowe dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększyło się w II kw. do -0,8% wobec -1,2% w I kw.

Saldo bilansu handlowego w Chinach zwiększyło się w czerwcu do 70,6 mld USD wobec 65,8 mld USD w maju, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (74,8 mld USD). Dynamika eksportu zmniejszyła się do -12,4% r/r wobec -7,5%, a dynamika importu spadła do -6,8% wobec -4,5%, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-9,5% w przypadku eksportu i -4,0% w przypadku importu). Wyraźne pogorszenie wyników w chińskim eksporcie jest spójne z naszą oceną z poprzednich miesięcy, zgodnie z którą jego perspektywy pozostają niekorzystne z uwagi na obserwowane osłabienie popytu zewnętrznego, w szczególności ze strony USA i UE, które odpowiadają za ok. jedną trzecią chińskiej sprzedaży zagranicznej. Z kolei dane wskazujące na spadek dynamiki importu są zgodne z naszą oceną, że obserwowane w Chinach ożywienie popytu wewnętrznego w Chinach realizuje się głównie poprzez sektor usług, stąd nie jest ono wystarczającym impulsem by pobudzić import towarów. Z tego powodu prognozujemy, że mimo ożywienia popytu wewnętrznego, w warunkach osłabienia popytu zagranicznego nadwyżka w chińskim handlu zagranicznym pozostanie wysoka. Taki scenariusz jest spójny z naszą prognozą, zgodnie z którą dynamika PKB w Chinach zwiększy się w 2023 r. do 5,4% r/r wobec 3,0% w 2022 r., co będzie zgodne z ustalonym przez chiński rząd celem dla tempa wzrostu PKB na poziomie „ok. 5%” (por. MAKROmapa z 06.03.2023).

Czy chciwość firm odpowiada za inflację w Polsce?

W ostatnim czasie w Polsce toczy się dyskusja dotycząca przyczyn inflacji. Część ekonomistów twierdzi, że mamy obecnie do czynienia z tzw. *greedflacją*. Innymi słowy uważają oni, że inflacja jest napędzana przez „chciwość” firm, które wykorzystując asymetrię informacji, podnoszą swoje ceny silniej niż wynikałoby to z rzeczywistego wzrostu ich kosztów, a tym samym zwiększają swoje zyski. Przeciwnicy tego poglądu argumentują, że wzrost nominalnych zysków firm wcale nie musi oznaczać wzrostu rentowności. Jednocześnie twierdzą oni, że wyższe nominalne zyski firm są po prostu skutkiem inflacji, która ma charakter popytowy. Poniższą analizę poświęciliśmy odpowiedzi na pytanie, czy rzeczywiście w Polsce mamy do czynienia z *greedflacją*.



Choć dyskusja nt. przyczyn inflacji toczy się już od dłuższego czasu, została ona zintensyfikowana po publikacji artykułu Hansena, Toscaniego i Zhou z MFW pt. „Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages”. Autorzy dokonali dekompozycji deflatora PKB w strefie euro wskazując, że największy wkład do jego dynamiki miały właśnie zyski

firm. Przeprowadzona przez nas replikacja obliczeń dla Polski daje podobny wynik. Autorzy badania wyraźnie zastrzegli, że uzyskane wyniki nie pozwalają na analizę przyczynowości, lecz pokazują jedynie, w jaki sposób deflator PKB jest odzwierciedlany w zyskach firm, wynagrodzeniach i podatkach netto. Mimo to część komentatorów przyjęła je jako niezbity dowód na to, że inflacja jest obecnie nakręcana przez „chciwość” firm, które zwiększają swoje zyski kosztem konsumentów.

Ważnym argumentem teoretycznym podnoszonym przez przeciwników hipotezy o *greedfłacji* jest to, wzrost zysków oraz udziału zysków w wartości dodanej może nastąpić bez zmiany marży. Wynika to z kilku matematycznych zależności. W konkurencji monopolistycznej ceny możemy zapisać jako:

$$P = (1 + \varepsilon)MC$$

Gdzie P to cena, ε to marża a MC koszt krańcowy, oznaczający koszt wytworzenia dodatkowej jednostki produkcji. W konsekwencji zysk jednostkowy będzie dany wzorem:

$$\frac{\pi}{Q} = \varepsilon MC$$

Gdzie π reprezentuje zysk całkowity, a Q wielkość produkcji. Oznacza to, że nawet jeśli marża pozostaje bez zmian, to w warunkach rosnącego kosztu krańcowego będziemy mieli do czynienia ze wzrostem nominalnych zysków. Ze wzrostem kosztu krańcowego możemy mieć w sytuacji, gdy rosną koszty zmienne, czyli np. koszty materiałów i dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, co było w ostatnich kwartałach zjawiskiem powszechnym.

Patrząc z kolei na udział zysków w wartości dodanej stanowiącej sumę wynagrodzeń oraz zysków:

$$\frac{\varepsilon MC * Q}{\varepsilon MC * Q + wL} = \frac{\varepsilon}{\varepsilon + \frac{wL}{Q * MC}} = \frac{\varepsilon}{\varepsilon + \frac{ULC}{MC}}$$

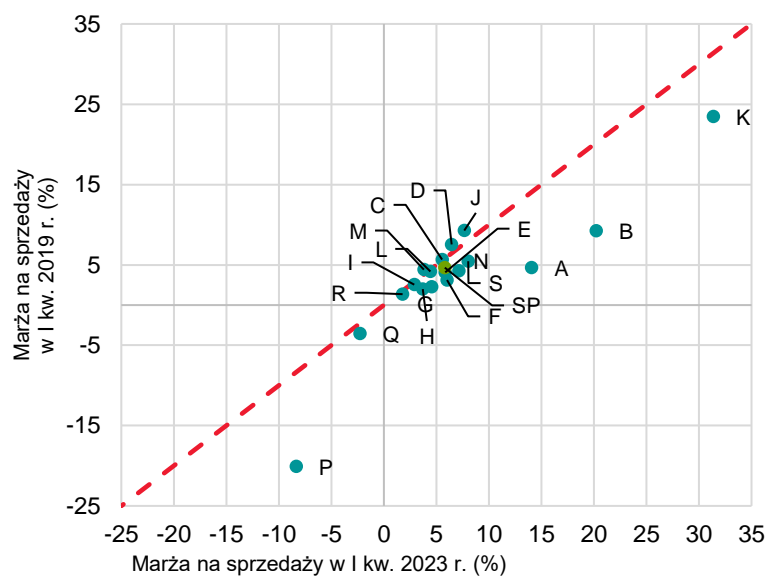
gdzie w to wynagrodzenia pracowników, L liczba pracowników, a ULC jednostkowe koszty pracy, wzrost udziału zysków w wartości dodanej nie musi wynikać ze wzrostu zysków, lecz może wynikać ze spadku udziału kosztów pracy w całkowitych kosztach. Należy pamiętać, że w warunkach szoków cenowych wynagrodzenia na ogół dostosowują się wolniej niż marże. I to jest właśnie poprawna interpretacja badania MFW. Na przykładzie Polski widać, że w ostatnich kwartałach sukcesywnie rośnie wkład wynagrodzeń do deflatora, podczas gdy udział zysków zaczął się obniżać.

Warto jednak zwrócić uwagę, że powyższa argumentacja, choć solidnie podparta obserwacjami rzeczywistości gospodarczej takimi jak silny wzrost cen dóbr pośrednich, czy też większa lepkość płac niż

cen, ma w znacznym stopniu charakter teoretyczny i nie pozwala jednoznacznie odrzucić hipotezy o tym, że zjawisko *greedflacji* w Polsce nie występuje. Tym samym cały spór można sprowadzić do odpowiedzi na pytanie o to, czy rzeczywiście marże firm w Polsce wzrosły (a nie o to, co stało się z nominalnymi zyskami firm). W tym celu przeanalizowaliśmy dane PONT Info dotyczące marży na sprzedaży w firmach zatrudniających co najmniej 50 pracowników dla wszystkich sekcji PKD. Raportowana przez PONT Info marża na sprzedaży dana jest następującym wzorem:

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

W naszej analizie zestawiliśmy marże na sprzedaży w poszczególnych sekcjach PKD w I kw. 2023 r. z danymi za I kw. 2019 r. Taki dobór okresu porównawczego wynikał z następujących czynników. Po pierwsze, takie zestawienie uwzględnia 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.

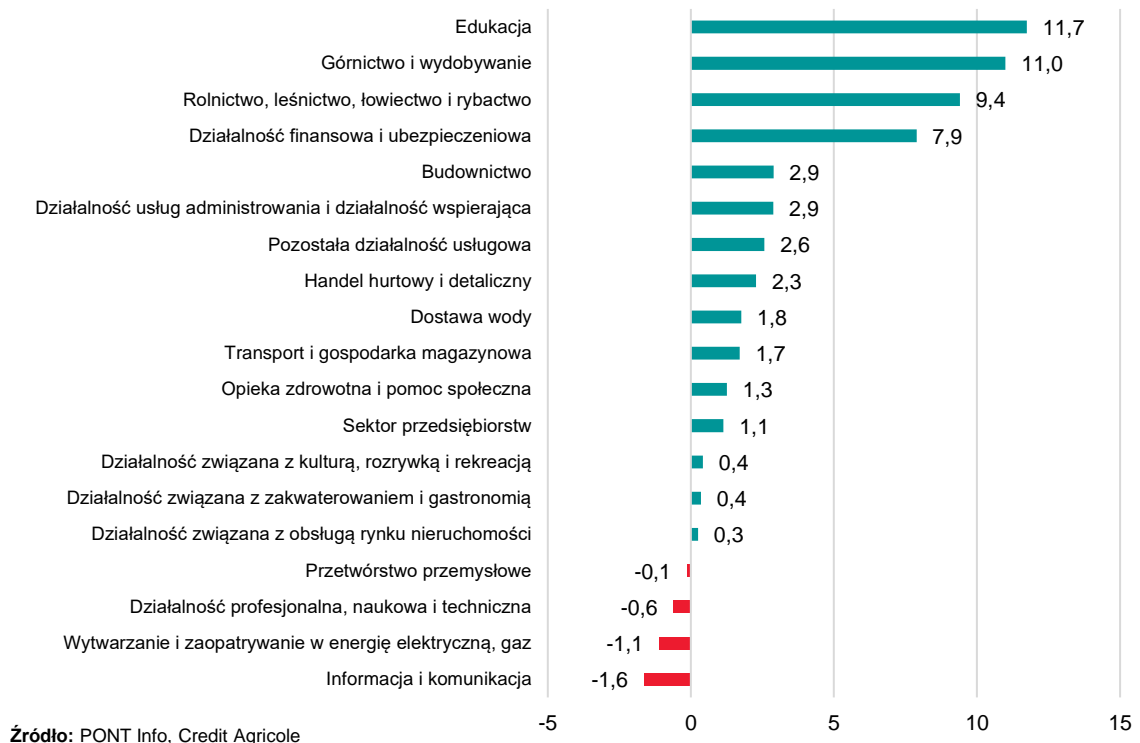


A - Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo, B - Górnictwo i wydobywanie, C - Przetwórstwo przemysłowe, D - Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i gorącą wodę, E- Dostawa wody, F - Budownictwo, G - Handel hurtowy i detaliczny, H - Transport i gospodarka magazynowa, I - Działalność związana z zakwaterowaniem i gastronomią, J - Informacja i komunikacja, K - Działalność finansowa i ubezpieczeniowa, L - Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości, M - Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, N - działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca, P - Edukacja, Q - Opieka zdrowotna i pomoc społeczna, R - Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją, S - Pozostała działalność usługowa, SP - Sektor przedsiębiorstw

Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Uzyskane wyniki wskazują, że aż w 14 z 18 analizowanych sekcji PKD 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). Niemniej w całym sektorze przedsiębiorstw 50+ marża na sprzedaży w I kw. 2023 r. wyniosła 5,8% wobec 4,7% w I kw. 2019 r., czyli wzrosła o 1,1 pkt. proc.

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



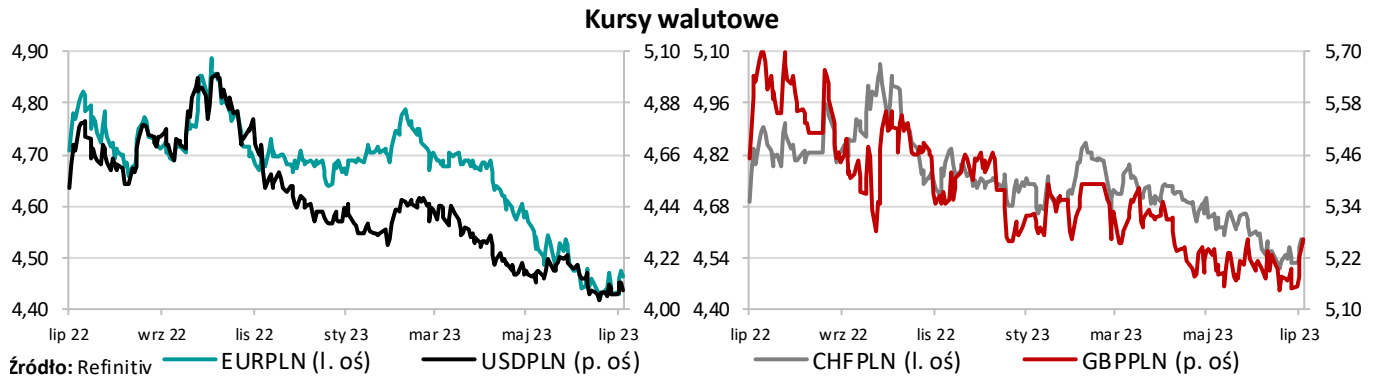
Na szczególną uwagę zasługują kategorie o najsilniejszym wzroście marży na sprzedaży. Wśród nich znalazły się „edukacja” (wzrost marży na sprzedaży o +11,7 pkt. proc.), „górnictwo i wydobywanie” (+11,0 pkt. proc.), „rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo” (+9,4 pkt. proc.) oraz „działalność finansowa i ubezpieczeniowa” (+7,9 pkt. proc.). Uważamy, że w przypadku firm reprezentujących kategorię „edukacja” istotnym czynnikiem poprawiającym ich rentowność był wzrost udziału nauczania zdalnego, które pozwoliło na ogół na obniżenie kosztów ich działalności. Dane wskazują także, że istotną poprawę rentowności odnotowano w działalności przedszkolnej. W przypadku firm z branży „górnictwo i wydobywanie” wyższe marże były w naszej ocenie efektem znaczącego wzrostu siły przetargowej tych podmiotów w warunkach kryzysu energetycznego. Jeśli chodzi o firmy z branży „rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo” czynnikiem poprawiającym marżę na sprzedaży był boom na rynku surowców rolnych, dodatkowo nasilony wybuchem wojny w Ukrainie. Wyższa marża na sprzedaży w kategorii „działalność finansowa i ubezpieczeniowa” była natomiast w znacznym stopniu wynikiem podwyżek stóp procentowych, które pozwoliły na zwiększenie marży odsetkowej instytucji finansowych.

Z nieco mniejszym wzrostem rentowności mieliśmy do czynienia w branżach „budownictwo” (+2,9 pkt. proc.), „działalność usług administrowania i działalność wspierająca” (+2,9 pkt. proc.), „pozostała działalność usługowa” (+2,6 pkt. proc.), „handel hurtowy i detaliczny” (+2,3 pkt. proc.), „dostawa wody; gospodarowanie odpadami” (+1,8 pkt. proc.) oraz „transport i gospodarka magazynowa” (+1,7 pkt. proc.). W przypadku firm reprezentujących kategorię „budownictwo” największy wzrost marży odnotowano w przypadku firm specjalizujących się we wznoszeniu budynków. W naszej ocenie wynikało to z silnego zwiększenia popytu, w szczególności ze strony inwestorów traktujących zakup nieruchomości jako zabezpieczenie oszczędności przed inflacją, a także z uwagi na napływ uchodźców z Ukrainy. W przypadku kategorii „działalność usług administrowania i działalność wspierająca” najwięcej zyskały

przedsiębiorstwa powiązane z turystyką, co można łączyć z realizacją tzw. odłożonego popytu, który skumulował się w relatywnie krótkim sezonie turystycznym. Jeśli chodzi o firmy z branży „pozostała działalność usługowa” największy wzrost marży odnotowała branża pogrzebowa, co można łączyć z silnym wzrostem nadmiarowych zgonów związanych z pandemią i jej długookresowymi skutkami. W przypadku branży „handel hurtowy i detaliczny” w największym stopniu marże zwiększyły się u pośredników zajmujących się hurtową sprzedażą żywności oraz napojów. W sektorze „dostawa wody; gospodarowanie odpadami” największy wzrost marży odnotowano w przedsiębiorstwach wyspecjalizowanych w zbieraniu odpadów oraz odzyskiwaniu z nich surowców. Natomiast w sektorze „transport i gospodarka magazynowa” w największym stopniu zyskały przedsiębiorstwa związane z magazynowaniem towarów, co można wiązać z celowym zwiększaniem zapasów przez część firm w celu uchronienia się przed zaburzeniami w światowych łańcuchach dostaw wywołanymi pandemią oraz wojną w Ukrainie.

Z kolei marża na sprzedaży obniżyła się w przypadku sekcji „informacja i komunikacja” (spadek marży na sprzedaży o -1,6 pkt. proc.), „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych” (-1,1 pkt. proc.), „działalność profesjonalna, naukowa i techniczna” (-0,6 pkt. proc.), a także „przetwórstwo” (-0,1 pkt. proc.). Uważamy, że czynnikiem pogarszającym marże na sprzedaży w branży „informacja i komunikacja” był w znacznym stopniu odnotowany w ostatnim czasie spadek popytu na usługi informatyczne po jego silnym ożywieniu w początkowej fazie pandemii. W efekcie wiele firm w 2020 r. istotnie zwiększyła skalę swojej działalności, co w warunkach obecnego słabego popytu ma negatywny wpływ na ich rentowność. W przypadku kategorii „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych” wzrost cen był ograniczany przez liczne interwencje polityki gospodarczej (m.in. wprowadzenie tarczy energetycznej czy zamrożenie cen gazu), co w połączeniu z rosnącymi kosztami doprowadziło do obniżenia marży na sprzedaży. Spadek marży na sprzedaży w kategorii „działalność profesjonalna, naukowa i techniczna” wynikał m.in. z gorszych wyników w branży „badanie rynku i opinii publicznej”. Z kolei nieznacznie niższe marże w przetwórstwie były w naszej ocenie w dużym stopniu wynikiem słabszego popytu i są spójne obserwowanymi przez nas procesami restrukturyzacyjnymi w tym sektorze (por. m.in. MAKROmapa z 03.07.2023). W kolejnej MAKROmapie przedstawimy szczegółową analizę marży na sprzedaży w poszczególnych działach przetwórstwa przemysłowego.

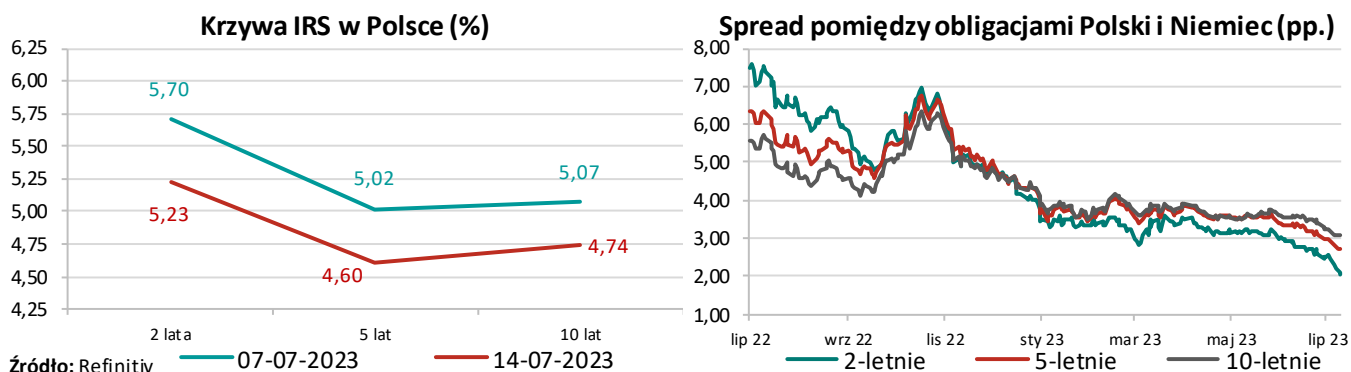
Podsumowując dane dotyczące marży na sprzedaży w firmach 50+ wskazują, że w polskiej gospodarce występują pewne oznaki *greedflacji*, jednak nie jest to dominujący czynnik objaśniający inflację (marża na sprzedaży w firmach ogółem w I kw. 2023 r. wyniosła 5,8% wobec 4,7% w I kw. 2019 r., czyli wzrosła o 1,1 pkt. proc.). W warunkach kilkunastoprocentowej inflacji widać, że nie jest to dominujący czynnik, który ją tłumaczy. W niektórych branżach zjawisko jest jednak bardzo widoczne, m.in. w sekcjach „edukacja”, czy też „górnictwo i wydobywanie”, gdzie w analizowanym okresie doszło do dwucyfrowego wzrostu marży na sprzedaży. Co więcej, analiza danych na poziomie podklas PKD wskazuje, że w niektórych branżach marże na sprzedaży wzrosły nawet o kilkadziesiąt pkt. proc., m.in. w kategorii „działalność rozrywkowa i rekreacyjna” (+38,8 pkt. proc.), „działalność bibliotek, archiwów, muzeów oraz pozostała działalność związana z kulturą” (+35,4 pkt.), czy też działalność obiektów sportowych (+25,8 pkt. proc.). Choć nie zmienia to naszej ostatecznej oceny (naszym zdaniem niskiej) skali *greedflacji* w Polsce, dane te potwierdzają, że część firm wykorzystała okres podwyższonej inflacji do zwiększenia marż i rentowności. Warto przy tym zauważyć, że firmy nie podnosiłyby swoich marż gdyby nie pozwalał na to silny popyt, istotnie wzmacniany w ostatnich latach przez luźną krajową politykę pieniężną. Polityka ta była znaczącym źródłem finansowania pakietów pomocowych w czasie pandemii i - w konsekwencji - tzw. odłożonego popytu. Drugim ważnym czynnikiem pobudzającym popyt było znaczące rozluźnienie polityki fiskalnej w 2022 r., któremu w naszej ocenie nie towarzyszyło odpowiednio silne zaostrzenie polityki pieniężnej.


Dane o produkcji i sprzedaży detalicznej kluczowe dla złotego


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4537 (osłabienie złotego o 0,2%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w trendzie spadkowym w ślad za rosnącym kursem EURUSD. W kierunku umocnienia złotego oddziaływało również obniżenie światowej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie w spadku indeksu VIX. Pod koniec tygodnia doszło do korekty i osłabienia złotego, który powrócił do poziomów zbliżonych do poniedziałkowego otwarcia. Istotna z punktu widzenia rynku walutowego była publikacja niższych od oczekiwań danych o inflacji w USA, która przyczyniła się do osłabienia dolara względem euro. Jej wpływ na kurs EURPLN był jednak ograniczony.

Uważamy, że opublikowane dzisiaj rano dane z Chin są neutralne dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowe dla kursu polskiej waluty będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej (czwartek) oraz sprzedaży detalicznej (piątek). Dane o produkcji przemysłowej mogą oddziaływać w naszej ocenie w kierunku umocnienia złotego, podczas gdy dane o sprzedaży detalicznej będą miały najprawdopodobniej przeciwny wpływ. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla kursu polskiej waluty.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do 5,23 (spadek o 47pb), 5-letnie do 4,60 (spadek o 42pb), a 10-letnie do 4,74 (spadek o 33pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Obniżeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych sprzyjało zmniejszenie oczekiwań części inwestorów na dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne, dodatkowo osłabione przez publikację niższych od konsensusu rynkowego danych o inflacji w USA.

W naszej ocenie opublikowane dzisiaj rano dane z Chin są neutralne dla krzywej. W tym tygodniu, w centrum uwagi inwestorów będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej (czwartek) i sprzedaży detalicznej (piątek). W przypadku realizacji naszych prognoz dane o produkcji przemysłowej mogą oddziaływać w kierunku wzrostu stawek IRS, podczas gdy dane o sprzedaży detalicznej mogą przyczynić się do ich spadku. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i 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	11,2	
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	-3,2	-1,0	
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	3,1	0,2	
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	0,4	
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**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 17.07.2023 r.							
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	II kw.	4,5			7,3
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	12,7			3,2
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Czerwiec	4,0			3,5
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	3,5			2,7
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Czerwiec	11,5		11,2	11,1
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	6,6			-7,0
Wtorek 18.07.2023 r.							
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	0,3		0,4	0,4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Czerwiec	79,6			79,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	-0,2		0,0	0,1
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Maj	0,2			0,2
Środa 19.07.2023 r.							
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	5,5			5,5
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Czerwiec	1496		1466	1505
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Czerwiec	1631		1435	1483
Czwartek 20.07.2023 r.							
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Maj	4,0			
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	12,2		11,9	12,1
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	0,4		0,4	0,4
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	-3,2		-1,0	-1,6
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	3,1		0,2	0,7
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Lipiec	-13,7			-10,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Czerwiec	4,30		4,20	4,22
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	-16,1			-16,0
Piątek 21.07.2023 r.							
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Czerwiec	1,8		2,1	2,6
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Czerwiec	-6,8		-5,5	-4,7

* 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