

W tym tygodniu

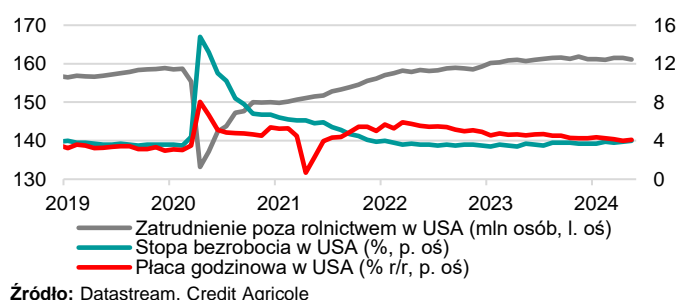
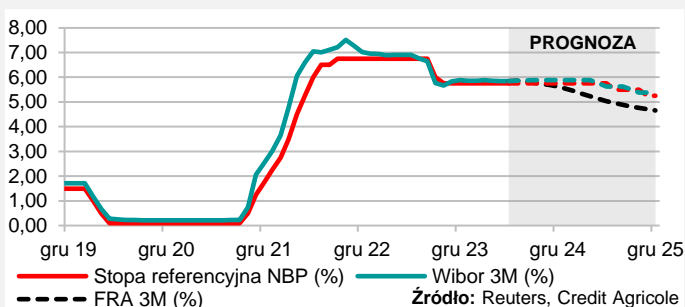
W niedzielę we Francji odbyła się pierwsza tura przedterminowych wyborów parlamentarnych. Zgodnie z wynikami *exit poll* opracowanymi przez Ifop Opinion w wyborach zwyciężyło Zjednoczenie Narodowe uzyskując 34,2% głosów. Kolejne miejsca zajęły Nowy Front Ludowy (29,1%), Odrodzenie prezydenta Emmanuela Macrona (21,5%), Republikanie (10,0%), Skrajna Lewica (1,3%) oraz Rekonkwista (0,6%). Uważamy, że nadal najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest nieuzyskanie przez Zjednoczenie Narodowe absolutnej większości w Zgromadzeniu Narodowym. Jest to również scenariusz wyceniany obecnie przez inwestorów. Z tego powodu naszym zdaniem wpływ wyników pierwszej tury wyborów parlamentarnych we Francji na kurs EURUSD i EURPLN będzie ograniczony.

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75%). Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej są wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej po

czerwcowym posiedzeniu, który stwierdził wówczas, że nie ma obecnie miejsca na dyskusję o obniżce stóp procentowych i w tym roku raczej nie będzie. Oczekujemy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w czerwcu. W tym tygodniu zostaną zaprezentowane wyniki najnowszej projekcji inflacji NBP. Naszym zdaniem, z uwagi na niższy punkt startowy prognozy inflacji i tempa wzrostu PKB zostaną najprawdopodobniej zrewidowane w dół względem przedstawionego w marcu „Scenariusza wycofania antyinflacyjnych działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii”. Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W środę opublikowane zostaną *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC. Kilku członków Fed wypowiedziało się od czasu ostatniego posiedzenia, w dużej mierze podtrzymując przekaz zawarty w komunikacie. Tym samym uważamy, że publikacja *Minutes* w tym tygodniu nie dostarczy nowych informacji w kontekście perspektyw polityki pieniężnej w USA. Naszym zdaniem publikacja *Minutes* FOMC będzie neutralna dla rynków finansowych.

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 200 tys. osób w czerwcu wobec wzrostu o 272 tys. w maju, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,0%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. w czerwcu wobec wzrostu o 152 tys. w maju). Dzisiaj opublikowany



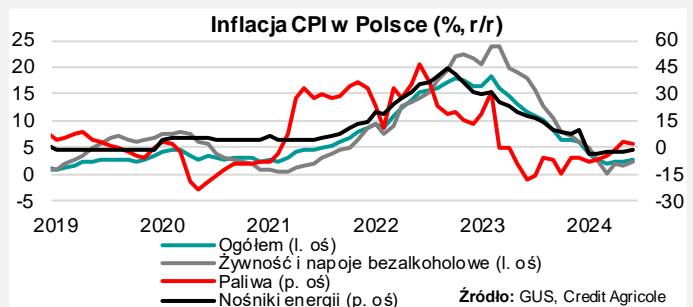
raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. w czerwcu wobec wzrostu o 152 tys. w maju). Dzisiaj opublikowany

zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Oczekujemy, że jego wartość nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 48,7 pkt., co będzie zgodne z wynikami regionalnych badań koniunktury. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

- ▬ **We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w czerwcu do 2,4% r/r wobec 2,6% w maju, co wynikało ze spadku inflacji bazowej do 2,7% r/r z 2,9%. Dzisiaj dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zmniejszyła się ona do 2,4% r/r w czerwcu wobec 2,8% w maju. Nasze prognozy inflacyjne kształtują się poniżej oczekiwań rynkowych, a tym samym ich realizacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskiego długu.
- ▬ **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który zmniejszył się naszym zdaniem do 44,5 pkt. w czerwcu wobec 45,0 pkt. w maju.** Oczekiwany przez nas spadek indeksu będzie spójny z wynikami badań koniunktury GUS oraz odnotowanym w czerwcu obniżeniem wskaźników PMI dla przetwórstwa strefy euro i Niemiec. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (44,9 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ▬ **Dzisiaj poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa.** Zwiększył się on do 51,8 pkt. w czerwcu wobec 51,7 pkt. w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (51,2 pkt.). Tym samym indeks Caixin PMI już 8 miesiąc z rzędu pozostaje powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miało zmniejszenie wkładów składowych dla nowych zamówień i zapasów. Warto jednak odnotować, że składowe dla nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych, mimo odnotowanego w czerwcu spadku, pozostają powyżej granicy 50 pkt. Jednocześnie wartość składowej dla nowych zamówień ogółem jest wyraźnie wyższa niż dla nowych zamówień eksportowych, co sugeruje, że nadal głównym źródłem ich ożywienia jest silniejszy popyt wewnętrzny. Z kolei indeks NBS PMI nie zmienił się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniósł 49,5 pkt. 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. Dzisiejsze dane z Chin są naszym zdaniem neutralne dla rynków.




W zeszłym tygodniu

- ▬ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 2,6% r/r wobec 2,5% w maju, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i powyżej naszej prognozy (2,5%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w

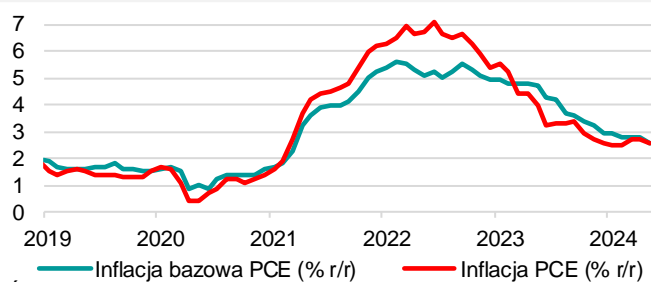


kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku zwiększenia inflacji oddziaływały wyższe dynamiki cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe” (2,5% w czerwcu wobec 1,6% w maju) oraz „nośniki energii” (-1,6% wobec -1,9%). Przeciwny wpływ na inflację miała niższa dynamika cen w kategorii „paliwa” (1,6% w czerwcu wobec 3,6% w maju), a także spadek inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi

szacunkami obniżyła się do 3,7% r/r w czerwcu wobec 3,8% w maju. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,2%, a tym samym ich dynamika nadal kształtuje się nieznacznie powyżej wzorca sezonowego. Wskazuje to naszym zdaniem na utrzymującą się presję inflacyjną w polskiej gospodarce. Ze względu na wyższy punkt startowy w czerwcu podnieśliśmy naszą średnioterminową prognozę inflacji. Ponadto, biorąc pod uwagę ubiegłotygodniowe komunikaty URE, uważamy, że podwyżka cen energii w lipcu br. będzie większa niż zakładaliśmy wcześniej i wyniesie ok. 20% w przypadku rachunków za prąd i gaz. W rezultacie prognozujemy, że inflacja CPI będzie równa średniorocznie 3,8% r/r w br. i 4,4% w 2025 r. (wobec 3,6% i 4,2% przed rewizją).

-  **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się w maju do 5,4% r/r wobec 4,3% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (5,7%) i naszej prognozy (7,2%).** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zwiększyła się w maju do 5,0% r/r wobec 4,1% w kwietniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (4,9%) i poniżej naszej prognozy (6,5%). W kierunku przyspieszenia wzrostu sprzedaży oddziaływało ustąpienie efektu związanego z przesunięciem terminu świąt Wielkiejnocy względem ub. r. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w maju o 3,3% m/m. Naszym zdaniem znaczący wzrost odsezonowanej sprzedaży detalicznej w maju wynikał w znacznym stopniu z trudności w oczyszczeniu danych z efektów związanych z zakupami wielkanocnymi, które przyczyniły się do relatywnie silnych wahań dynamiki sprzedaży w ujęciu m/m w ostatnich miesiącach (por. MAKROpuls z 24.06.2024). Uważamy, że dane sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu dynamiki konsumpcji w II kw. br. do 5,1% r/r wobec 4,6% w I kw. Podtrzymujemy ocenę, że ożywienie popytu konsumpcyjnego, wspierane przez szybki wzrost realnego funduszu płac (por. MAKROpuls z 20.06.2023) będzie, podobnie jak w I kw., głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w II kw. i w całym 2024 r. Wsparciem dla takiej oceny jest utrzymująca się w ostatnich miesiącach tendencja do poprawy wskaźników koniunktury konsumenckiej, w tym wskaźników obrazujących skłonność gospodarstw domowych do dokonywania ważnych zakupów obecnie i w przyszłości.
-  **Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce zmniejszyła się w maju do -6,5% r/r wobec -2,0% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (-3,8%) i naszej prognozy (-4,5%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy kwietniem a majem był efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w maju o 0,1% m/m. Oznacza to, że odsezonowana produkcja wzrosła w maju drugi miesiąc z rzędu. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu nieodsezonowanej produkcji pomiędzy kwietniem i majem oddziaływało silne obniżenie jej dynamiki w kategoriach „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało zwiększenie tempa wzrostu produkcji w kategoriach „budowa budynków” i „roboty budowlane specjalistyczne”. Taka struktura wzrostu produkcji wskazuje, że popyt w branży budowlanej jest obecnie nadal silnie ograniczany przez obniżoną absorpcję środków unijnych, co przyczynia się do ograniczenia aktywności głównie w kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”. Z kolei wzrost rocznej dynamiki produkcji w pozostałych dwóch kategoriach, który nastąpił mimo wspomnianych wyżej niekorzystnych efektów kalendarzowych, był najprawdopodobniej związany z rosnącą aktywnością w budownictwie mieszkaniowym (por. MAKROpuls z 24.06.2024). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach budownictwo mieszkaniowe pozostanie czynnikiem wspierającym aktywność w budownictwie, a wpływ tego czynnika będzie wzmocniony przez realizację projektów w ramach KPO. Ocena ta jest zgodna z wynikami badań koniunktury dla branży budowlanej, wskazującymi na perspektywę ożywienia produkcji w najbliższych kwartałach.
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z trzecim szacunkiem sprowadzona do wymiaru rocznego dynamika PKB w USA w I kw. została zrewidowana w górę do 1,4% wobec 1,3% w drugim szacunku. Na rewizję złożyły się wyższe

wkłady eksportu netto, inwestycji, zapasów i wydatków rządowych oraz niższy wkład konsumpcji prywatnej. Tym samym, zgodnie z trzecim szacunkiem głównym źródłem wzrostu amerykańskiej gospodarki w I kw. były inwestycje, podczas gdy zarówno pierwszy jak i drugi szacunek wskazywały, że była to konsumpcja



prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która zmniejszyła się w maju do 2,6% r/r wobec 2,8% w kwietniu, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych obniżyła się w maju do 0,1% m/m wobec 0,3% w kwietniu (rewizja w górę z 0,2%). Nie zmienia to jednak naszej oceny, zgodnie z którą presja inflacyjna w USA pozostaje podwyższona. Zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w maju o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,2% w kwietniu (rewizja w dół z 0,6%) i ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku (-0,1%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w maju do -0,1% wobec 0,4% w kwietniu. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe obniżyła się w maju do -0,2% r/r wobec 0,4% w kwietniu. Nieznacznie obniżyła się również jej trzymiesięczna średnia ruchoma, co wskazuje na lekkie pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również dane o sprzedaży nowych domów (619 tys. w maju wobec 698 tys. w kwietniu). Uwzględniając opublikowane dwa tygodnie temu dane o nowych pozwoleniach na budowę, rozpoczętych budowach domów oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (por. MAKROmapa z 24.06.2024) maj przyniósł dalsze obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Na poprawę nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się w czerwcu do 100,4 pkt. wobec 101,3 pkt. w maju, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (100,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższej wartości jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji zwiększyła się. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się w czerwcu do 68,2 pkt. wobec 69,1 pkt. w maju i 65,6 pkt. we wstępnym szacunku. Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy składowa dla oczekiwań zwiększyła się. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się do 1,7% w II kw. wobec 1,4% w I kw. Jednocześnie, zgodnie z naszym scenariuszem w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 2,0% wobec wzrostu o 2,5% w 2023 r.

- ▬ **Indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach zmniejszył się w czerwcu do 88,6 pkt. wobec 89,3 pkt. w maju, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (89,7 pkt.).** Obniżenie indeksu wynikało ze spadku jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w usługach i budownictwie, a jej pogorszenie w przetwórstwie i handlu. W świetle opublikowanych dwa tygodnie temu wstępnych indeksów PMI dla Niemiec (por. MAKROmapa z 24.06.2024) dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zmniejszy się w II kw. do 0,0% wobec 0,2% w I kw.

Tendencje recesyjne w polskim przetwórstwie pozostają silne

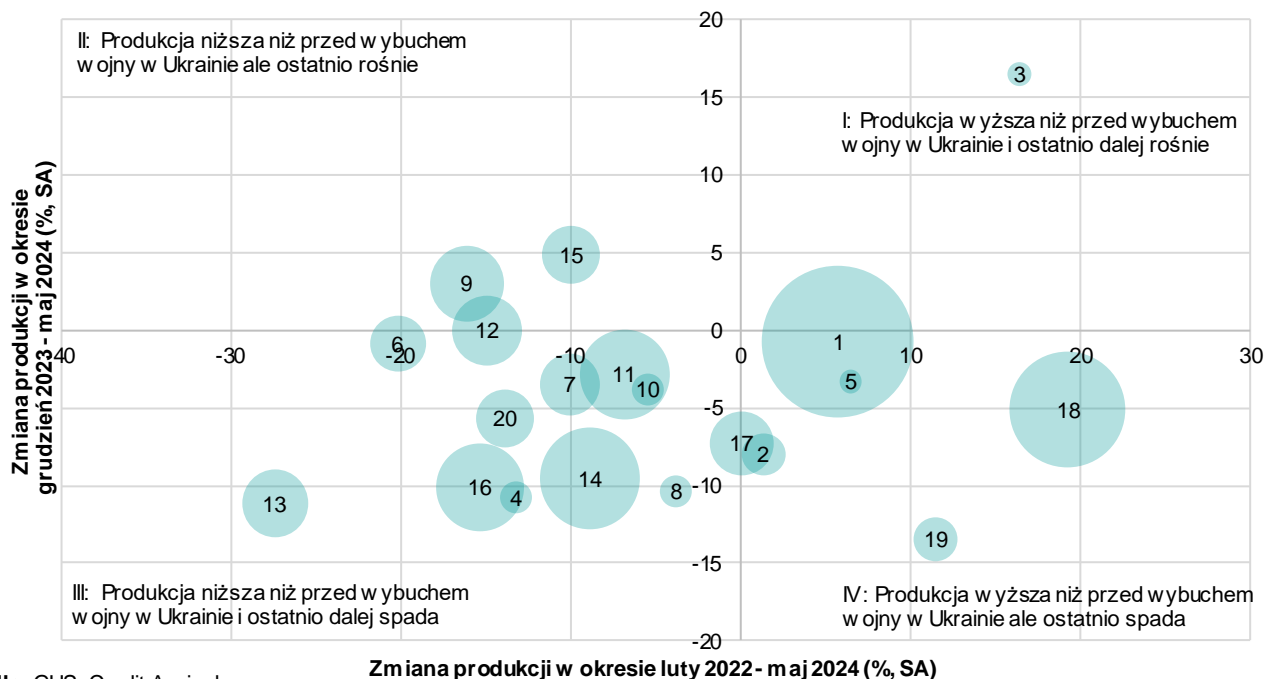


Źródło: GUS, Credit Agricole

Od wybuchu wojny w Ukrainie mamy do czynienia ze stagnacją w polskim przetwórstwie przemysłowym. Co więcej, w ostatnich miesiącach obserwowany jest spadek aktywności w tym sektorze. Zgodnie z danymi GUS po uwzględnieniu wahań sezonowych produkcja w polskim przetwórstwie obniżyła się w

okresie grudzień 2023 r. – maj 2024 r. o 2,6%. Jednocześnie w czerwcu napłynęły zaskakujące sygnały świadczące o słabnącej aktywności w przetwórstwie strefie euro, w tym w Niemczech, co ma duże znaczenie z punktu widzenia popytu na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce (por. MAKROmapa z 24.06.2024). Przedmiotem poniższej analizy jest ocena perspektyw sytuacji w tym sektorze.

W pierwszym kroku analizy dokonaliśmy oceny bieżących tendencji w poszczególnych działach polskiego przetwórstwa. Przeanalizowaliśmy je w dwóch przedziałach czasowych: średniookresowym (luty 2022 r. - maj 2024 r.) i krótkookresowym (grudzień 2023 r. - maj 2024 r.). Takie podejście pozwala sprawdzić, jak poszczególne branże radzą sobie po wybuchu wojny w Ukrainie i czy w ostatnich miesiącach widoczne są zmiany w tych tendencjach. Wyniki naszych obliczeń prezentuje poniższy wykres:



Źródło: GUS, Credit Agricole

1 - Artykuły spożywcze, 2 - Napoje, 3 - Wyroby tytoniowe, 4 - Wyroby tekstylne, 5 - Odzież, 6 - Wyroby z drewna, korka, słomy i w ikliny, 7 - Papier i w yroby z papieru, 8 - Poligrafia i reprodukcja, 9 - Chemikalia i w yroby chemiczne, 10 - Wyroby farmaceutyczne, 11 - Wyroby gumowe i z tw orzyzy sztucznych, 12 - Wyroby z pozostałych surow ców niemetalicznych, 13 - Produkcja metali, 14 - Produkcja w yrobów z metali, 15 - Komputery, w yroby elektroniczne i optyczne, 16 - Urządzenia elektryczne, 17 - Maszyny i urządzenia, 18 - Pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy, 19 - Pozostały sprzęt transportowy, 20 - Meble

*w ielkość kólek odzw iercedla w a gę kategorii w ca łkow itej produkcji sprzedanej przetw órstwa

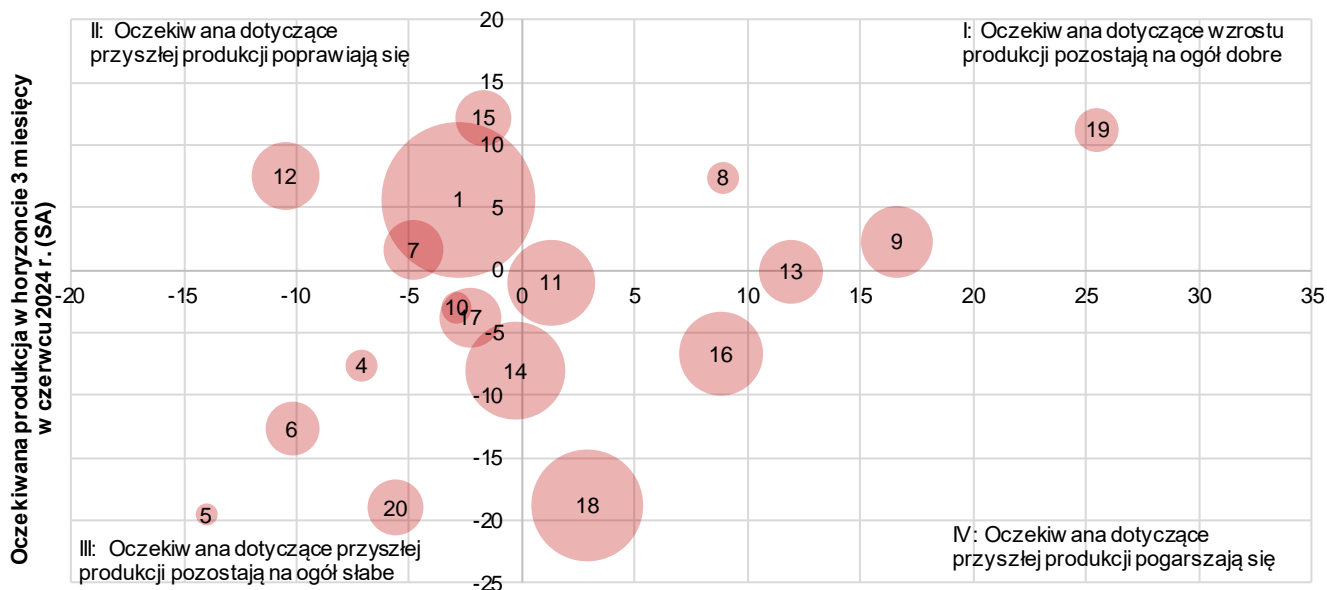
Interpretacja wykresu jest następująca. Jeśli kółko reprezentujące branżę znajduje się w I ćwiartce oznacza to, że produkcja w tej branży była w maju br. wyższa niż w momencie wybuchu wojny w Ukrainie, a w ostatnich miesiącach również obserwowany jest jej wzrost. Jedyną taką branżą jest branża tytoniowa, która charakteryzuje się relatywnie wysoką odpornością na wahania koniunktury. Uwzględniając jednak jej niewielki udział w produkcji sprzedanej przetwórstwa, reprezentowany przez powierzchnię kółka na wykresie, było to niewystarczające aby istotnie wpłynąć na tendencje w całym polskim przetwórstwie.

Jeśli kółko reprezentujące branżę znajduje się w II ćwiartce oznacza to, że produkcja w niej jest nadal niższa niż przed wybuchem wojny w Ukrainie, niemniej ostatnio rośnie. W tej grupie znalazły się takie sektory jak „komputery, wyroby elektroniczne i optyczne”, „wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych” oraz „chemikalia i wyroby chemiczne”. Pierwsza z wymienionych kategorii charakteryzuje się wysokim udziałem sprzedaży eksportowej, stąd obserwowany w niej wzrost aktywności w ostatnich miesiącach można w naszej ocenie łączyć z rozpoczynającym się ożywieniem w światowym handlu, które w początkowej fazie widoczne jest szczególnie w sektorze wysokich technologii. Wsparcie dla takiej oceny stanowi obserwowany od początku br. wzrost nowych zamówień eksportowych w koreańskim przetwórstwie. Wyższa aktywność w kategorii „wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych” wynika naszym zdaniem z rosnącego popytu zgłaszanego przez branżę budowlaną. Z kolei wzrost produkcji w sektorze „chemikalia i wyroby chemiczne” jest w naszej ocenie efektem wygaśnięcia szoku na rynku nośników energii, który istotnie ograniczał aktywność w tym sektorze bezpośrednio po wybuchu wojny w Ukrainie.

W III ćwiartce znajdują się branże, gdzie produkcja w maju br. była niższa niż w momencie wybuchu wojny w Ukrainie i jednocześnie obniżyła się w ostatnich miesiącach. W takiej sytuacji znajduje się aż 10 z 20 analizowanych działów polskiego przetwórstwa. Są to zarówno branże o dużym udziale sprzedaży eksportowej w przychodach takie jak „wyroby tekstylne”, „wyroby gumowe i z tworzyw sztucznych”, „urządzenia elektryczne” oraz „meble”, jak i te, których produkcja skierowana jest przede wszystkim na rynek wewnętrzny „wyroby z drewna, korka, słomy i wikliny”, „papier i wyroby z papieru”, „poligrafia i reprodukcja”, „wyroby farmaceutyczne”, „produkcja metali” oraz „produkcja wyrobów z metali” (branża o dużym udziale sprzedaży materiałów budowlanych). Szeroki zakres wymienionych wyżej branż wskazuje, że przyczyną spadku aktywności w tych kategoriach jest utrzymujący się słaby popyt zarówno po stronie konsumentów (np. niski popyt na meble), jak również firm (niski popyt na dobra pośrednie, np. wyroby gumowe i z tworzyw sztucznych i inwestycyjne, np. maszyny i urządzenia). Wskazuje to w naszej ocenie, że ożywienie popytu w Polsce i w strefie euro znajduje się dopiero w początkowej fazie, a wzrost popytu konsumpcyjnego jest obecnie zbyt niski by pobudzić aktywność inwestycyjną firm.

IV ćwiartka obejmuje natomiast kategorie, w których w maju br. produkcja kształtowała się powyżej poziomów z momentu wybuchu wojny w Ukrainie, ale w ostatnich miesiącach spada. Są to zarówno kategorie, w których produkcja skierowana jest przede wszystkim na rynek wewnętrzny: „artykuły spożywcze”, „napoje”, „odzież”, jak i kategorie o dużym udziale sprzedaży eksportowej: „maszyny i urządzenia”, „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” oraz „pozostały sprzęt transportowy”.

Szczególnie interesująca z punktu widzenia analizy przyszłych tendencji w przetwórstwie jest odpowiedź na pytanie, czy tendencje obserwowane w II i IV ćwiartce (odpowiednio poprawa i pogorszenie sytuacji w ostatnich miesiącach) są trwałe. W tym celu posłużyliśmy się badaniami koniunktury GUS i odpowiedziami firm dotyczącymi oczekiwanej produkcji w horyzoncie 3 miesięcy. Badanie GUS ma charakter bilansowy. Dodatnia wartość indeksu wskazuje, że odsetek ankietowanych firm oczekujących wzrostu produkcji przeważa nad tymi, które oczekują jej spadku. Szeregi czasowe GUS oczyściliśmy z wpływu czynników sezonowych i przeanalizowaliśmy w dwóch punktach czasowych: na początku br. (wyniki badań koniunktury za styczeń) oraz obecnie (wyniki badań koniunktury za czerwiec). Nasze obliczenia prezentuje poniższy wykres:


Oczekiwana produkcja w horyzoncie 3 miesięcy w styczniu 2024 r. (SA)

Źródło: GUS, Credit Agricole

1 - Artykuły spożywcze, napoje, wyroby tytoniowe, 4 - Wyroby tekstylne, 5 - Odzież, 6 - Wyroby z drewna, korka, słomy i wikliny, 7 - Papier i wyroby z papieru, 8 - Poligrafia i reprodukcja, 9 - Chemikalia i wyroby chemiczne, 10 - Wyroby farmaceutyczne, 11 - Wyroby gumowe i tworzyw sztucznych, 12 - Wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych, 13 - Produkcja metali, 14 - Produkcja w wyrobów z metali, 15 - Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne, 16 - Urządzenia elektryczne, 17 - Maszyny i urządzenia, 18 - Pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy, 19 - Pozostały sprzęt transportowy, 20 - Meble

*wielkość kółek odzwierciedla wagę kategorii w całkowitej produkcji sprzedanej przetwórstwa

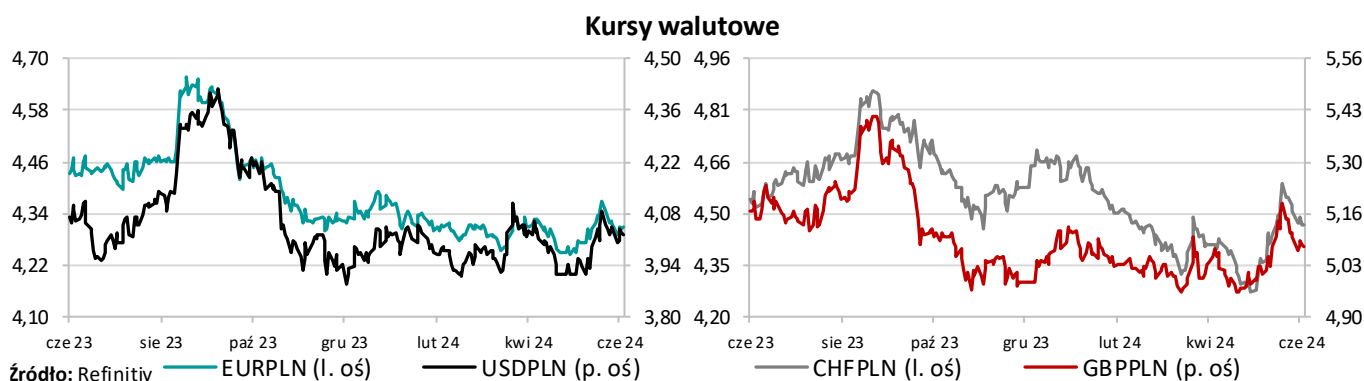
W przypadku połowy branż, w których w ostatnich miesiącach odnotowano spadek produkcji mimo obserwowanych wcześniej wzrostowych tendencji (łączny udział tych branż w produkcji sprzedanej przetwórstwa wynosi 38,3%), oczekiwania dotyczące przyszłej produkcji pozostają dobre. Tak jest m.in. w kategoriach „artykuły spożywcze, napoje i wyroby tytoniowe” (w badaniach koniunktury GUS te trzy branże przetwórstwa są ze sobą połączone) oraz „pozostały sprzęt transportowy” (co stanowi 24,0% produkcji w przetwórstwie). Natomiast pogorszyły się lub utrzymały się na niskim poziomie oczekiwania dotyczące przyszłej produkcji w kategoriach „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” oraz „maszyny i urządzenia” (łącznie odpowiadają one za 15,2% produkcji sprzedanej przetwórstwa), co może wskazywać, że obserwowane w ostatnich miesiącach tendencje spadkowe w tych sektorach mogą ulec utrwaleniu.

Z kolei w przypadku wszystkich branż, w których w ostatnich miesiącach obserwowany był wzrost produkcji („komputery, wyroby elektroniczne i optyczne”, „wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych” oraz „chemikalia i wyroby chemiczne”) oczekiwania dotyczące przyszłej produkcji poprawiły się lub pozostają dobre. Działy te odpowiadają za 12,2% produkcji sprzedanej przetwórstwa).

Wyniki naszej analizy wskazują, że w polskim przetwórstwie nadal mamy do czynienia z silnymi tendencjami recesyjnymi. Choć pojawiają się pewne oznaki ożywienia wspierane przez rosnącą aktywność w krajowym budownictwie i w światowym handlu, to są one nadal słabe. Niepokojącym sygnałem są pogarszające się perspektywy produkcji w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy”, która ma istotny udział w strukturze produkcji sprzedanej polskiego przetwórstwa (11,7%). Warto jednak zauważyć, że średniookresowe perspektywy polskiej branży motoryzacyjnej pozostają dobre, ze względu na oczekiwane przez nas ożywienie w niemieckim przemyśle powiązane z wprowadzaniem na rynek nowych modeli samochodów (m.in. przez Mercedesa, Audi, VW, Porsche, BMW - por. m.in. MAKROmapy

z 20.05.2024 i 27.05.2024). Mimo tego przedstawione wyżej tendencje w polskim przetwórstwie sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2024 r. (2,8% r/r wobec 0,2% w 2023 r.), które może zmaterializować się w niższych ścieżkach eksportu oraz inwestycji.

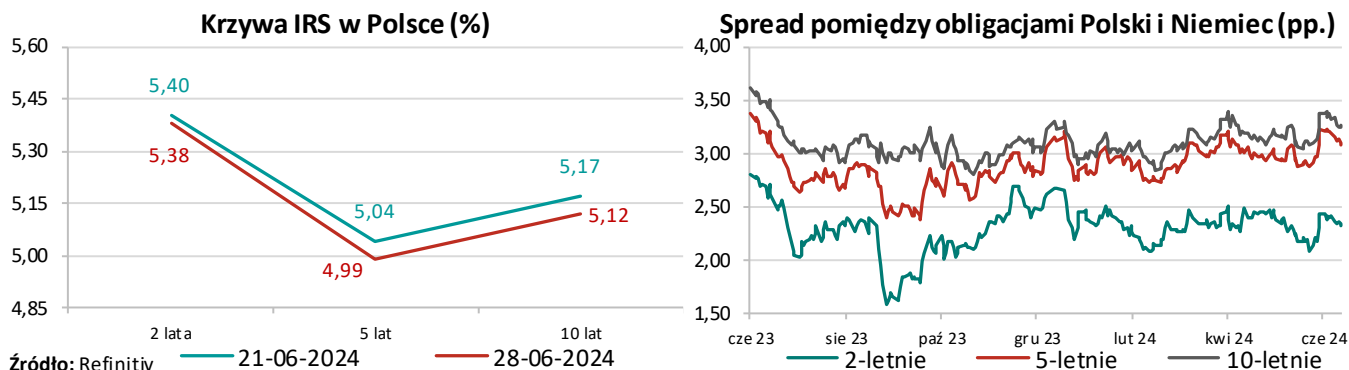
Ograniczona zmienność kursu złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3080 (umocnienie złotego o 0,2%). W poniedziałek doszło do umocnienia złotego, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 24.06.2024). W dalszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Opublikowane w piątek wstępne krajowe dane o inflacji nie miały istotnego wpływu na kurs złotego. Z kolei kurs EURUSD charakteryzował się w ubiegłym tygodniu ograniczoną zmiennością, czemu sprzyjał dość ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. Opublikowane w piątek dane o inflacji PCE nie miały istotnego wpływu na kurs dolara względem euro.

Wynik pierwszej tury wyborów parlamentarnych we Francji jest w naszej ocenie neutralny dla kursu złotego. Uważamy, że dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa może być lekko negatywna dla złotego. Przeciwny wpływ na kurs polskiej waluty może mieć natomiast zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. W kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego może oddziaływać z kolei zaplanowana na czwartek zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Oczekujemy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Dane o inflacji w strefie euro w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,38 (spadek o 2pb), 5-letnie do 4,99 (spadek o 5pb), a 10-letnie do 5,12 (spadek o 5pb). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z niską zmiennością stawek IRS czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. Piątkowe publikacje danych o inflacji w Polsce i w USA nie miały istotnego wpływu na rynek.

Wynik pierwszej tury wyborów parlamentarnych we Francji jest naszym zdaniem neutralny dla krzywej. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro, która w przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy może doprowadzić do spadku stawek IRS. W kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS oddziaływać będzie przewidziana na czwartek zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. 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	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kw i 24	maj 24	cze 24	lip 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,30
Kurs USDPLN*	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	4,03
Kurs CHFPLN*	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,47
Inflacja CPI (r/r, %)	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,5	2,5
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,8	3,8
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,7	-2,5	-2,5
Inflacja PPI (r/r, %)	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-6,5	-6,5
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	5,7	5,7
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,2	11,2
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	4,9
Saldo ROB (mln EUR)	4087	55	587	1184	2151	1352	199	1742	511	325	-241	-769	-769	-769
Eksport (r/r, % EUR)	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-4,5	0,5	-9,5	5,5	-7,3	-7,3	-7,3
Import (r/r, % EUR)	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-5,3	0,9	-8,3	5,7	-1,4	-1,4	-1,4

* 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)	2,0	2,5	3,3	3,5	4,2	4,4	4,6	4,8	0,2	2,8	4,6	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	5,1	4,1	3,5	2,9	2,5	2,4	2,2	-1,0	4,3	2,6	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	0,1	0,9	-0,4	8,7	9,4	10,5	11,7	13,1	-0,3	10,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,5	1,0	3,5	6,5	7,3	5,7	4,3	7,1	3,4	2,8	6,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,1	2,3	9,1	9,2	8,9	7,3	5,4	7,3	-2,0	5,0	7,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,9	2,4	1,7	1,8	1,5	1,4	1,1	-0,5	2,4	1,5
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,0	0,1	-0,1	1,1	1,5	1,7	2,7	2,1	0,0	1,8
	Eksport netto (pp.)	0,4	-0,6	-2,6	-1,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	3,3	-1,0	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	1,6	0,8	0,6	
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)	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	-0,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	15,5	14,8	15,0	10,1	8,3	7,1	6,5	12,8	14,9	8,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,6	5,1	5,5	5,1	3,5	3,4	11,6	3,8	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	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	4,30	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,97	4,02	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**
Poniedziałek 01.07.2024 r.					
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	51,7	51,2
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	45,0	44,5 44,9
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	43,4	43,4 43,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	45,6	45,6 45,6
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	2,8	2,4 2,6
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	51,7	
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	48,7	48,7 49,2
Wtorek 02.07.2024 r.					
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Maj	6,4	6,4
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	2,6	2,4 2,5
Środa 03.07.2024 r.					
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Lipiec	5,75	5,75 5,75
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Czerwiec	52,6	52,6 52,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Czerwiec	50,8	50,8 50,8
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	-5,7	-4,1
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Czerwiec	152	140
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	0,7	0,2
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Czerwiec	53,8	52,0 52,5
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Czerwiec		
Czwartek 04.07.2024 r.					
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	-0,2	0,6
Piątek 05.07.2024 r.					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	-0,1	0,2
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	-0,5	0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Czerwiec	4,0	4,0 4,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Czerwiec	272	200 190

* 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