

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o obniżeniu stóp procentowych o 45 pb. Uważamy, że obniżka stóp zostanie uzasadniona gorszymi od oczekiwań kwietniowymi danymi z polskiej gospodarki (silny spadek dynamiki płać, produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej), bardzo słabymi majowymi wynikami badań koniunktury, a także pogarszającymi się perspektywami inwestycji w Polsce ze względu na utrzymującą się podwyższoną niepewność (patrz poniżej). Obniżka stóp procentowych o 45 pb bazowych na najbliższym posiedzeniu nie jest w pełni zdyskontowana przez rynek, stąd realizacja naszej prognozy może doprowadzić do osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na czwartek zaplanowana jest publikacja danych o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Rynek oczekuje, że w tym tygodniu wyniesie ona 2,0 mln wobec 2,4 mln dwa tygodnie temu, wskazując na utrzymującą się dużą falę zwolnień w amerykańskiej gospodarce. W czwartek poznamy również wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które zgodnie z naszą prognozą zmniejszyły się w kwietniu o 15,0% m/m wobec spadku o 14,7% w marcu. W przeciwieństwie do marcowych danych wskażą one jednak na szeroki zakres spadku zamówień, podczas gdy w marcu głównym źródłem zmniejszenia zamówień były niższe zamówienia na środki transportu. We wtorek opublikowany zostanie wskaźnik Conference Board, który w naszej ocenie wskaże na względną stabilizację nastrojów konsumenckich (88,0 pkt. w maju wobec 86,9 pkt. w kwietniu). We wtorek poznamy także dane nt. sprzedaży nowych domów (514 tys. w kwietniu wobec 627 tys. w marcu), które potwierdzą silne ograniczenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W piątek opublikowany zostanie finalny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że nie zmieni się on w porównaniu do wstępnego szacunku i wyniesie 73,7 pkt. W tym tygodniu poznamy również drugi szacunek PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzona do wymiaru rocznego (zannualizowana) zmiana PKB nie zostanie zrewidowana w porównaniu do pierwszego szacunku i wyniesie -4,8%. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na złotego i rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.
- **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen obniżyło się w maju do 0,0% r/r wobec 0,3% w kwietniu, co w znacznym stopniu wynikało z niższej dynamiki cen nośników energii. W czwartek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zmniejszyła się ona do 0,2% r/r w maju z 0,8% w kwietniu. Publikacja danych o inflacji w strefie euro będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W piątek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się w maju do 3,1% r/r wobec 3,4% w kwietniu.** Biorąc pod uwagę trudności w pozyskiwaniu cen detalicznych w sposób tradycyjny (zbieranie danych osobiście przez ankieterów) nasza prognoza obarczona jest istotnym ryzykiem. W kierunku wolniejszego wzrostu cen w kwietniu oddziaływała naszym zdaniem niższa dynamika cen żywności oraz paliw. Materializacja naszej prognozy będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskiego długu.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększyła się do 75,0 pkt. w maju z 74,3 pkt. w kwietniu. Publikacja wyników badań koniunktury w Niemczech będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w kwietniu do -24,6% wobec -2,3% w marcu.** Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa obniżyła się w kwietniu o 20,8% m/m, odnotowując najwyższe tempo spadku w historii szeregu. Główną przyczyną silnego spadku produkcji w kwietniu, podobnie jak w marcu, były pozrywane w wyniku rozprzestrzeniającej się pandemii COVID-19 międzynarodowe łańcuchy dostaw, które doprowadziły do ograniczenia lub wstrzymania produkcji w wielu zakładach, w szczególności w tych o relatywnie wysokim udziale eksportu w sprzedaży. Niemniej skala obniżenia produkcji w kwietniu była dużo większa niż w marcu (por. MAKROpuls z 21.05.2020). Wyraźny spadek dynamiki produkcji odnotowano także w działach odpowiadających za dostarczanie surowców i materiałów używanych w projektach budowlanych. Wskazuje to, że branża budowlana, która do tej pory była relatywnie odporna na pandemię COVID-19, w kwietniu odczuła jej skutki. Ocenę tę potwierdzają dane o produkcji budowlano-montażowej, której dynamika zmniejszyła się w kwietniu do 0,9% r/r wobec wzrostu o 3,7% w marcu. Pomimo niewielkiej skali spadku dynamiki produkcji budowlano-montażowej podtrzymujemy ocenę, zgodnie z którą sytuacja w budownictwie znacząco pogorszy się w horyzoncie kilku miesięcy (por. MAKROpuls z 22.05.2020). Warto zauważyć, że w większości działów produkcji przemysłowej, w których początkowo obserwowano wyraźne zwiększenie produkcji w reakcji na nagły wzrost popytu na wybrane grupy produktów w okresie pandemii również odnotowano spadek produkcji. Jedynym działem z dodatnią dynamiką produkcji pozostają „wyroby farmaceutyczne”. Uważamy, że w kolejnych miesiącach, mimo stopniowej odbudowy łańcuchów dostaw, stopień wykorzystania mocy wytwórczych w polskim przemyśle pozostanie relatywnie niski, a powrót produkcji do poziomów sprzed wybuchu pandemii będzie powolny. Tym samym ubiegłotygodniowe dane w połączeniu utrzymującą się podwyższoną niepewnością związaną z dalszym przebiegiem pandemii stanowią silne wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego dwucyfrowy spadek inwestycji w II poł. 2020 r. Jednocześnie dane sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy spadku PKB w 2020 o 3,8%.
- Sprzedaż detaliczna w Polsce zmniejszyła się w kwietniu w cenach bieżących o 22,6% r/r wobec spadku o 7,0% w marcu.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych spadła w kwietniu do -22,9% r/r wobec -8,9% w marcu. Przyczyną załamania sprzedaży detalicznej w kwietniu były liczne obostrzenia wprowadzone przez rząd mające na celu ograniczenie rozprzestrzeniania się epidemii COVID-19. Działania te znalazły odzwierciedlenie w pogłębieniu rocznego tempa spadku sprzedaży w kategoriach najbardziej dotkniętych skutkami zamknięcia galerii handlowych, takich jak „włókno, odzież i obuwie”, „meble, RTV i AGD”, a także „pozostała sprzedaż w wyspecjalizowanych sklepach” (por. MAKROpuls z 22.05.2020). Czynnikiem ograniczającym sprzedaż detaliczną był również silny wzrost niepewności gospodarstw domowych dotyczącej perspektyw zatrudnienia i dochodów, co oddziaływało w kierunku pogłębienia spadków sprzedaży dóbr trwałego użytku, w tym szczególnie „pojazdów samochodowych, motocykli i części”. Oczekujemy, że w maju roczna dynamika sprzedaży detalicznej wyraźnie wzrośnie, do czego przyczyni się głównie otwarcie galerii handlowych (por. MAKROmapa z 11.05.2020) oraz sygnalizowana przez wyniki badań koniunktury GUS poprawa nastrojów konsumenckich w maju, będąca efektem stopniowego znoszenia obostrzeń ograniczających mobilność i skłonność do zakupów gospodarstw domowych. Podtrzymujemy naszą prognozę rocznej dynamiki konsumpcji w II kw. (spadek do -15,0% r/r wobec wzrostu o 1,5% w I kw.).
- Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wyniosła 1,9% r/r wobec 6,3% w marcu, kształtując się na najniższym poziomie od czerwca 2013 r.** W ujęciu realnym wynagrodzenia w firmach obniżyły się w kwietniu o 1,4% r/r, co jest ich pierwszym spadkiem od stycznia 2013 r. Do silnego wyhamowania wzrostu płac w kwietniu przyczynił się

wybuch epidemii COVID-19 i związany z tym znaczący wzrost niepewności dotyczącej perspektyw popytu. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się w kwietniu o 2,1% r/r odnotowując pierwszy spadek w ujęciu rocznym od października 2013 r. i najgłębszy spadek od listopada 2009 r. wobec wzrostu 0,3% r/r w marcu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się o 152,9 tys. osób, co było jego najsilniejszym miesięcznym spadkiem w historii danych. Naszym zdaniem głównym czynnikiem wyjaśniającym tak dużą skalę spadku raportowanego przez firmy zatrudnienia było skorzystanie przez wielu pracowników z możliwości otrzymania zasiłku opiekuńczego, a także wdrożone przez przedsiębiorstwa instrumenty hibernowania zatrudnienia przewidziane w ramach „tarczy antykryzysowej” (por. MAKROpuls z 20.05.2020). Silny spadek zatrudnienia w kwietniu jest zatem w dużym stopniu przejściowy i tym samym nie jest miarodajny dla oceny obecnych tendencji na rynku pracy. Dane o rynku pracy są więc zgodne z naszym umiarkowanie optymistycznym scenariuszem, zgodnie z którym stopa bezrobocia rejestrowanego w 2020 r. osiągnie szczyt w III kw. na poziomie 8,6%, a w kolejnych kwartałach będzie się stopniowo obniżać. Dane o wynagrodzeniach w kwietniu sygnalizują jednak, że spodziewane począwszy od III kw. ożywienie popytu konsumpcyjnego będzie wolniejsze niż oczekiwaliśmy.

➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostało Minutes z kwietniowego posiedzenia FOMC.**

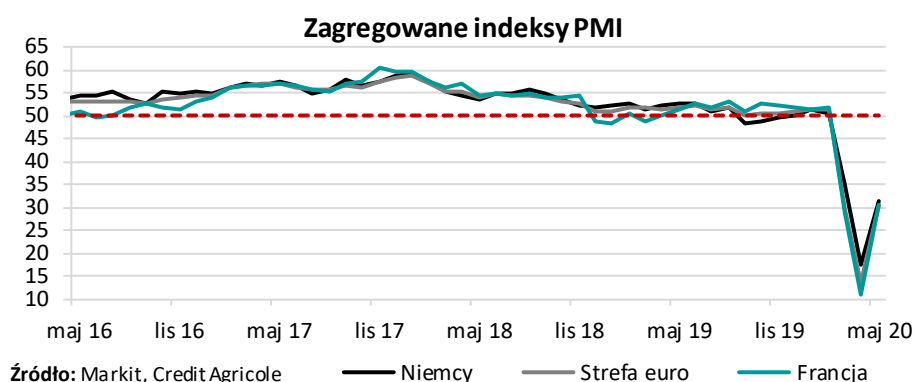
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie dostarczyło ono nowych istotnych informacji nt. perspektyw polityki pieniężnej FED. Członkowie FOMC w swojej dyskusji zwrócili uwagę na silny negatywny wpływ pandemii na aktywność ekonomiczną, zatrudnienie oraz inflację w amerykańskiej gospodarce. Jednocześnie podkreślili, że FED wykorzysta wszystkie swoje narzędzia aby wesprzeć amerykańską gospodarkę. Istotnym elementem dyskusji na kwietniowym posiedzeniu FED była kwestia informowania rynku o perspektywach polityki pieniężnej, tzw. *forward guidance*. Część członków FOMC opowiada się za większą transparentnością komunikacji i uzależnieniem zmian stóp procentowych od osiągniętych przez FED celów lub napływających danych z gospodarki. Jednocześnie kilku członków FOMC, zwróciło uwagę, że podobna komunikacja powinna zostać zastosowana również w przypadku programów skupu aktywów. W dyskusji podczas posiedzenia nie został poruszony temat polityki ujemnych stóp procentowych. Jest to spójne z ostatnimi wypowiedziami J. Powella, który poinformował dwa tygodnie temu, że FED nie rozważa obecnie prowadzenia polityki ujemnych stóp procentowych i jego zdaniem obecny zestaw narzędzi polityki pieniężnej FED jest odpowiedni (por. MAKROmapa z 18.05.2020). W ubiegłym tygodniu miały miejsce również wystąpienia prezesa FED J. Powella oraz sekretarza skarbu S. Mnuchina przed Kongresem. Nie dostarczyły one jednak nowych istotnych informacji zarówno nt. polityki pieniężnej jak i polityki fiskalnej w USA. Uważamy, że stopy procentowe FED pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2022 r., a program luzowania ilościowego potrwa do 2021 r.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z USA.** Na wyraźne obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały dane o pozwoleniach na budowę domów (1074 tys. w kwietniu wobec 1356 tys. w marcu), rozpoczętych budowach domów (891 tys. wobec 1276 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,33 mln wobec 5,25 mln). Dalsze pogorszenie na amerykańskim rynku pracy zostało potwierdzone przez publikację liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która w ubiegłym tygodniu wyniosła 2438 tys. wobec 2687 tys. dwa tygodnie temu. Z kolei indeks Philadelphia FED (-43,1 pkt. w maju wobec -56,6 pkt. w kwietniu) zasygnalizował nieznaczną poprawę koniunktury w przetwórstwie w rejonie Pensylwanii, New Jersey i Delaware. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w II kw. do -30% wobec -4,8% w I kw.

➤ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w maju do 51,0 pkt. wobec 28,2 pkt. w kwietniu kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (32,0 pkt.).** Zaskakujący wzrost indeksu wskazuje na rosnące oczekiwania respondentów dotyczące szybkiego ożywienia wzrostu gospodarczego w Niemczech. Zgodnie z komunikatem respondenci oczekują, że w

- miesiącach letnich odnotowany zostanie punkt zwrotny w cyklu i obserwowana będzie stopniowa poprawa koniunktury. Mimo to w ocenie respondentów osiągnięcie poziomu produkcji sprzed wybuchu pandemii nastąpi dopiero w 2022 r. Prognozujemy, że niemiecki PKB obniży się w 2020 r. o 8,0% wobec wzrostu o 0,5% w 2019 r., a w 2021 zwiększy się o 6,1%.
- ▬ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w maju do 30,5 pkt. wobec 13,6 pkt. w kwietniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (24,0 pkt.) i nieznacznie poniżej naszej prognozy (33,0 pkt.).** Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, jak i aktywności biznesowej w usługach. Mimo wyraźnego wzrostu w maju, zagregowany indeks PMI dla strefy euro pozostaje wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Uważamy, że w kwietniu wzrost gospodarczy w strefie euro odnotował swoje minimum. Niemniej ze względu na podwyższoną niepewność związaną z dalszym przebiegiem pandemii oczekujemy, że tempo odbudowy popytu wewnętrznego w strefie euro będzie bardzo powolne, a w konsekwencji stopień wykorzystania mocy wytwórczych w gospodarce strefy euro pozostanie na obniżonym poziomie przez dłuższy czas. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy zakładającej, że wielkość produkcji w strefie euro powróci do poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii dopiero w 2022 r. (patrz poniżej).
 - ▬ **W ubiegłym tygodniu odbyło się Ogólnochińskie Zgromadzenie Przedstawicieli Ludowych.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami chiński rząd zdecydował się w tym roku nie wyznaczać celu dla wzrostu gospodarczego. W tym roku priorytetem chińskiego rządu będzie wspieranie zatrudnienia, czemu podporządkowane będzie prowadzenie polityki fiskalnej (zwiększenie deficytu do 8,3% PKB) oraz monetarnej (dalsze obniżki stóp procentowych i pobudzenie akcji kredytowej). Uwzględniając dane napływające z chińskiej gospodarki dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2020 r. o 2%. Niemniej istotnym czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w Chinach są pogarszające się relacje na linii USA-Chiny. W naszej ocenie istnieje wysokie prawdopodobieństwo dalszej eskalacji sporu wraz ze zbliżającymi się wyborami prezydenckimi w USA w listopadzie br.

Gospodarka strefy euro ubija dno



Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w maju do 30,5 pkt. wobec 13,6 pkt. w kwietniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (24,0 pkt.) i nieznacznie poniżej naszej prognozy (33,0 pkt.). Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu składowych

zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, jak i aktywności biznesowej w usługach. Mimo wyraźnego wzrostu w maju, zagregowany indeks PMI dla strefy euro pozostaje wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Tym samym aktywność gospodarcza w strefie euro uległa w maju dalszemu obniżeniu, choć tempo jej spadku było wyraźnie mniejsze niż w kwietniu.

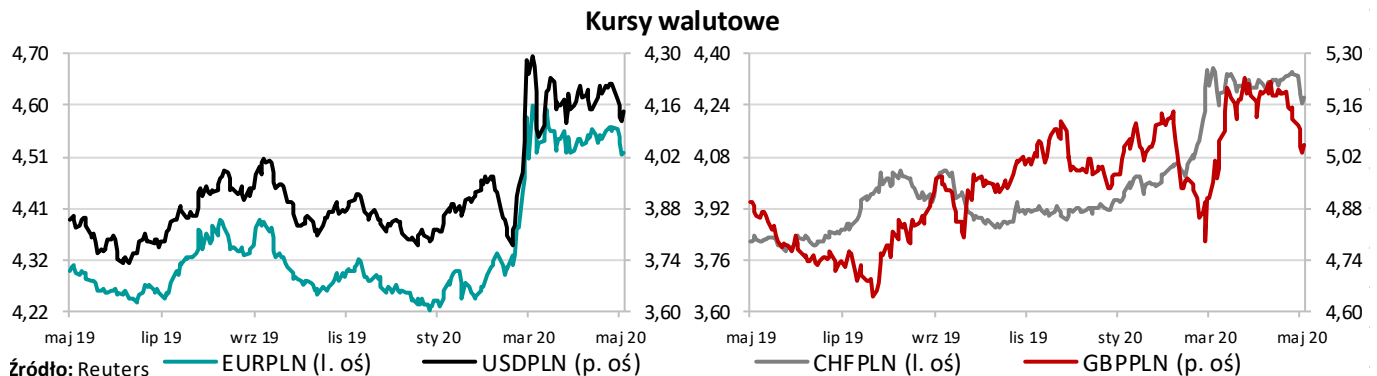
Wzrost indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny i został odnotowany w Niemczech, we Francji oraz w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Struktura danych wskazuje zatem na pierwsze efekty stopniowego luzowania ograniczeń administracyjnych w poszczególnych krajach strefy euro wprowadzonych w celu zahamowania rozprzestrzeniania się pandemii. Zgodnie z komunikatem liczba firm zarówno z sektora usług jak i przetwórstwa, które odnotowały spadek aktywności w ujęciu miesięcznym, była mniejsza niż w kwietniu. Jednocześnie część firm zaobserwowało poprawę swojej sytuacji. Znalazło to odzwierciedlenie we wzroście składowej dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy. Warto jednak zwrócić uwagę, że wśród ankietowanych przedsiębiorstw, liczba firm oczekujących spadku produkcji jest nadal wyższa od liczby tych przedsiębiorstw, które spodziewają się jej wzrostu.

W strukturze danych warto zwrócić uwagę na utrzymujące się relatywnie niskie tempo spadku zatrudnienia. Ankietowane firmy tłumaczą to korzystaniem z programów pomocowych mających na celu ograniczanie wzrostu bezrobocia wprowadzonych przez rządy poszczególnych krajów strefy euro. Firmy zwracają jednak uwagę, że w średnim okresie skala zwolnień zależeć będzie od tempa odbudowy portfela zamówień. Jednocześnie zwiększonej skali zwolnień w średnim okresie może sprzyjać wygasanie programów pomocowych, które obecnie umożliwiają firmom chomikowanie pracy.

Z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce szczególnie istotne są nastroje w niemieckim przetwórstwie przemysłowym. Podobnie jak w przypadku całej strefy euro, niemiecki indeks PMI dla przetwórstwa wskazał na wolniejsze tempo spadku aktywności (36,8 pkt. w maju wobec 34,5 pkt. w kwietniu). Warto jednak zwrócić uwagę, że wskaźniki dla nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych mimo nieznacznego wzrostu w maju pozostają na bardzo niskim poziomie i w obu przypadkach nie przekraczają 26,0 pkt., co wskazuje na utrzymujący się ich szybki spadek. W naszej ocenie wskazuje to na utrzymujące się bardzo słabe perspektywy odbudowy popytu zarówno w Niemczech, jak i w całej gospodarce strefy euro. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego dwucyfrowy spadek inwestycji w Polsce w II poł. 2020 r., do czego w znacznym stopniu przyczyni się niski popyt na polski eksport i niskie prawdopodobieństwo jego znaczącego i trwałego wzrostu.

Uważamy, że w kwietniu wzrost gospodarczy w strefie euro odnotował swoje minimum. Niemniej ze względu na podwyższoną niepewność związaną z dalszym przebiegiem pandemii oczekujemy, że tempo odbudowy popytu wewnętrznego w strefie euro będzie bardzo powolne, a w konsekwencji stopień wykorzystania mocy wytwórczych w gospodarce strefy euro pozostanie na obniżonym poziomie przez dłuższy czas. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy zakładającej, że wielkość produkcji w strefie euro powróci do poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii dopiero w 2022 r.

Obniżka stóp procentowych w Polsce negatywna dla złotego

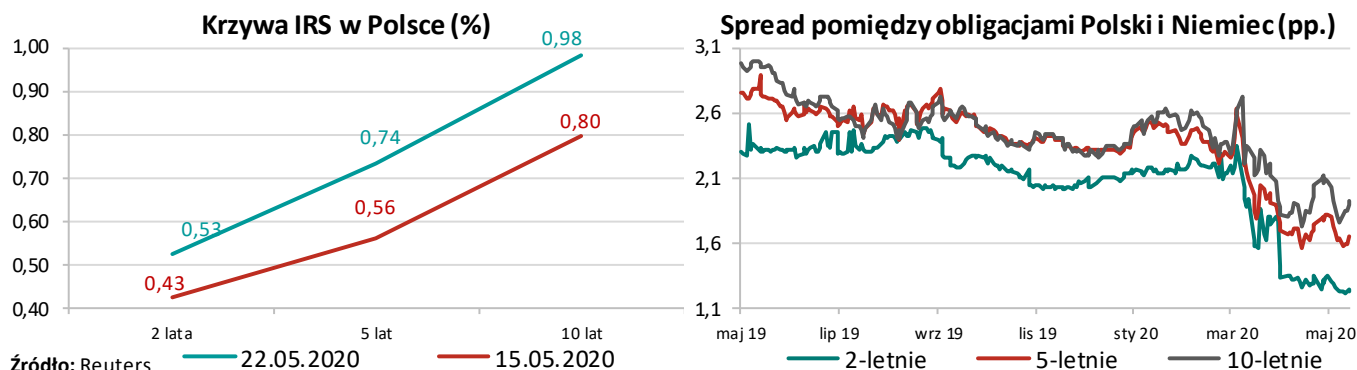


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5146 (umocnienie złotego o 1,1%). W zeszłym tygodniu kurs EURPLN utrzymywał się w trendzie spadkowym, czemu sprzyjało obniżenie globalnej awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie w zmniejszeniu indeksu VIX. Publikacja serii krajowych danych wskazujących na silny negatywny wpływ pandemii COVID-19 na aktywność ekonomiczną w Polsce miała ograniczony wpływ na kurs złotego. Jest to zgodne z naszym scenariuszem, w którym w najbliższych miesiącach głównym czynnikiem oddziałującym na kurs EURPLN będzie przebieg pandemii COVID-19 na świecie i związany z nim stopniowy wzrost globalnego apetytu na ryzyko.

W ubiegłym tygodniu na uwagę zasługuje również umocnienie dolara względem euro. Aprecjacji dolara względem euro sprzyja wzrost napięcia na linii USA-Chiny i rosnące ryzyko eskalacji wojny handlowej pomiędzy tymi krajami.

Oczekujemy, że w tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa. Kluczowe dla inwestorów będą informacje nt. tempa rozprzestrzeniania się pandemii, zwłaszcza w kontekście perspektyw znoszenia ograniczeń administracyjnych w najważniejszych gospodarkach. W tym tygodniu szczególnie istotne dla złotego będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie RPP. Uważamy, że Rada obniży stopy procentowej o 45 bp. Obniżka w takiej skali nie jest w pełni zdyskontowana przez rynek, stąd realizacja naszej prognozy może doprowadzić do osłabienia złotego. Wstępne dane o inflacji w Polsce i w strefie euro, indeks Ifo dla Niemiec oraz dane z USA (wnioski o zasiłek dla bezrobotnych drugi szacunek PKB, wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały w naszej ocenie istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Posiedzenie RPP w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 0,53 (wzrost o 10 pkt.), 5-letnie do poziomu 0,74 (wzrost o 18pb), a 10-letnie do 0,98 (wzrost o 18pb). W ubiegłym tygodniu obserwowany był wzrost stawek IRS na całej długości krzywej. Rynek coraz bardziej odczuwa presję rosnącej podaży obligacji skarbowych i papierów dłużnych emitowanych przez PFR i BGK. W ubiegłym tygodniu Ministerstwo Finansów wyemitowało obligacje za 5,0 mld PLN, BGK za 9,0 mld, a PFR za 15,2 mld PLN. W warunkach nadal ograniczonej skali skupu aktywów przez NBP oraz w połączeniu ze słabymi danymi z polskiej gospodarki zwiększającymi obawy części inwestorów o perspektywy wzrostu gospodarczego i stan finansów publicznych sprzyja to wzrostowi stawek IRS na całej długości krzywej. Uważamy, że efekt ten jest przejściowy i zaplanowana na najbliższą środę operacja bezpośredniego skupu aktywów przez NBP będzie sprzyjała spadkowi stawek IRS na całej długości krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie RPP. W przypadku realizacji naszej prognozy zakładającej obniżkę stóp procentowych o 45 pb może dojść do spadku stawek IRS. Wstępne dane o inflacji w Polsce i w strefie euro, indeks Ifo dla Niemiec oraz dane z USA (wnioski o zasiłki dla bezrobotnych, drugi szacunek PKB, wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kw i 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kw i 20	maj 20
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,05
Kurs EURPLN*	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,50
Kurs USDPLN*	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,12
Kurs CHFPLN*	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,25
Inflacja CPI (r/r, %)	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,3	-24,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,5	-1,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,1	-22,6	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-158	-227	10	-824	-820	846	442	1412	366	2348	878	2438		
Eksport (r/r, % EUR)	9,5	11,5	-2,4	6,4	-1,2	13,0	4,0	0,8	9,0	3,6	7,5	-7,5		
Import (r/r, % EUR)	8,5	11,5	-5,3	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,7	2,4	0,6	-4,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2020				2021				2019	2020	2021	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	1,9	-8,4	-3,1	-5,3	-0,2	5,5	3,7	3,5	4,1	-3,8	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	1,5	-15,0	-5,1	-2,0	2,1	8,1	4,3	3,7	3,9	-5,1	4,2	
Inwestycje (% r/r)	2,2	-7,0	-12,2	-16,5	-5,4	3,4	4,8	5,4	6,9	-10,3	2,5	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	1,5	-6,3	-2,3	-1,1	2,0	4,5	4,0	4,1	4,2	-2,1	3,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	0,2	-7,0	-5,4	1,0	4,5	5,0	3,4	3,5	3,0	-2,8	4,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,9	-8,7	-3,0	-1,0	1,3	4,4	2,5	1,9	2,2	-2,9	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,3	-1,2	-2,2	-4,2	-0,7	0,6	0,8	1,2	1,3	-1,9	0,4
	Eksport netto (pp.)	0,8	0,0	1,5	-1,0	-1,2	0,0	0,5	0,5	0,8	0,3	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,3	1,2	1,1	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,5	0,2	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	8,2	8,6	8,0	7,8	6,2	5,5	6,1	5,2	8,0	6,1	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,3	-2,5	-3,1	-2,0	-0,9	3,2	2,9	2,2	0,3	-1,8	1,8	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,7	5,9	3,6	2,9	3,0	3,6	4,3	4,9	7,2	5,0	4,0	
Inflacja CPI (%)*	4,5	2,6	2,1	3,2	2,1	3,7	3,3	1,8	2,3	3,1	2,7	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,25	0,25	0,25	0,25	0,53	0,70	0,78	1,71	0,25	0,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	0,50	1,50	0,05	0,50	
EURPLN**	4,55	4,44	4,40	4,37	4,36	4,35	4,34	4,33	4,26	4,37	4,33	
USDPLN**	4,13	4,07	4,00	3,94	3,93	3,95	3,95	3,94	3,79	3,94	3,94	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 25.05.2020 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	I kw.	-2,2	-2,2	-2,2
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Maj	74,3	75,0	78,3
15:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	11,8	11,3	11,9
Wtorek 26.05.2020 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Kwiecień	5,4	5,8	5,7
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Marzec	0,4		0,2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	627	514	490
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	86,9	88,0	88,0
Środa 27.05.2020 r.						
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Maj	-53,0		
Czwartek 28.05.2020 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Maj	0,50	0,05	0,50
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Maj	-1,81		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Maj	0,8	0,2	0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	2438		2100
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	I kw.	-4,8	-4,8	-4,8
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Kwiecień	-14,7	-15,0	-18,5
Piątek 29.05.2020 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	7,5		7,9
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	3,4	3,1	3,0
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Maj	0,3	0,0	0,1
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Kwiecień	-7,3		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Maj	35,4		40,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	73,7	73,7	74,0

* 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 Reuters