

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do -20,0% r/r w maju wobec -24,6% w kwietniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki produkcji było stopniowe wznawianie działalności w niektórych firmach po kwietniowych postojach. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (-16,8%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowane na wtorek posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że po obniżce stóp procentowych w maju, RPP utrzyma status quo w polityce pieniężnej w tym tygodniu. W komunikacie Rada najprawdopodobniej podkreśli, iż monitoruje bieżącą sytuację i jest gotowa do dalszego działania jeśli zajdzie tak potrzeba. Będzie to stanowiło wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w lipcu RPP wprowadzi tzw. *forward guidance*, czyli zapowiedź utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie przez dłuższy okres (por. MAKROmapa z 08.06.2020). Uważamy, że publikacja komunikatu po posiedzeniu w tym tygodniu będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA, które odzwierciedlą wpływ znoszenia obostrzeń w niektórych stanach na aktywność gospodarczą.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w maju o 8,0% m/m wobec spadku o 16,4% w kwietniu. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w maju do 3,1% m/m wobec -11,2% w kwietniu. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1069 tys. w maju wobec 891 tys. w kwietniu) oraz pozwoleń na budowę (1215 tys. wobec 1066 tys.) wskażą na wciąż niską aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość wzrośnie do 57,0 pkt. w czerwcu wobec 50,1 pkt. w maju. Publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla rynków finansowych.
- **We środę poznamy majowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się w maju do -2,7% r/r wobec -2,1% w kwietniu z uwagi na wstrzymanie procesów rekrutacyjnych, obniżanie wymiaru pracy, postoje i zwolnienia w warunkach panującej epidemii. Oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w maju do 2,4% r/r wobec 1,9% w kwietniu, co było związane z wypłatami odpraw dla osób zwolnionych oraz wznowieniem pracy przez osoby objęte wcześniej przestojem ekonomicznym (np. w galeriach handlowych). Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w II kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dzisiaj opublikowane zostały ważne dane z Chin, które wskazały na dalsze ożywienie aktywności gospodarczej w maju.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 4,4% r/r wobec wzrostu o 3,9% w kwietniu, dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do -2,8% r/r wobec -7,5%, a inwestycje w aglomeracjach miejskich obniżyły się o 6,3% r/r wobec spadku o 10,3%. Na uwagę zasługują również dane nt. hurtowej sprzedaży samochodów, która wzrosła o 14,5% r/r w maju, w tym o 7,0% r/r sprzedaż samochodów osobowych. Wskazuje to na rosnący optymizm konsumentów, stanowiąc jednocześnie wsparcie dla produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach. Ubiegłotygodniowe dane sygnalizują ryzyko w górę dla naszej ścieżki wzrostu gospodarczego w Chinach (2,5% r/r w II kw., 6,7% w III kw., 7,9% w IV kw. i 3,0% r/r w całym 2020 r.). Czynnikiem ryzyka dla scenariusza szybkiego ożywienia gospodarczego w Chinach jest jednak ostatnie ognisko koronawirusa w Pekinie, które doprowadziło do ponownego zamknięcia

części miasta. Wskazuje ono, że prawdopodobieństwo wystąpienia drugiej fali epidemii w Chinach pozostaje wysokie.

- **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w kwietniu.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do 2196 mln EUR wobec 2438 mln EUR w marcu, będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z -7,5% r/r w marcu do -32,3% w kwietniu, a dynamika importu obniżyła się z -4,5% r/r do -30,4%. Silny spadek eksportu i importu będzie spójny z odnotowanym w kwietniu załamaniem produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną finalne dane o kwietniowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w górę w porównaniu do wstępnego szacunku (2,9% r/r) i wyniesie 3,0% wobec 3,4% w kwietniu. Uważamy, że w kierunku spadku wskaźnika w maju oddziaływała niższa dynamika cen żywności i paliw, podczas gdy wyższa inflacja bazowa miała przeciwny wpływ. Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami FED utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%]. Jednocześnie zapowiedział, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie do momentu kiedy nie będzie wątpliwości, że gospodarka poradziła sobie z ekonomicznymi skutkami pandemii i znajduje się na ścieżce wzrostu umożliwiającej osiągnięcie stabilności cen przy maksymalnym poziomie zatrudnienia. W swoim komunikacie FED zapowiedział również kontynuację prowadzonego przez siebie programu skupu aktywów przynajmniej w kwocie 80 mld USD (obligacje skarbowe) i 40 mld USD (MBS – mortgage-backed-securities) miesięcznie. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes FED J. Powell przedstawił ocenę, zgodnie z którą proces wychodzenia z recesji będzie powolny. Jednocześnie wyraźnie podkreślił, że „Rezerwa Federalna nawet nie myśli o podnoszeniu stóp procentowych”. Co więcej, powtórzone zostało zapewnienie, iż FED wykorzysta wszystkie dostępne narzędzia aby wesprzeć amerykańską gospodarkę. W komunikacie nie znalazło się żadne nawiązanie do ostatnich wyraźnie lepszych od oczekiwań danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również najnowsze projekcje makroekonomiczne FED. Mediana oczekiwań członków FOMC dla dynamiki PKB ukształtowała się na poziomie -6,5% w 2020 r., 5,0% w 2021 r. oraz 3,5% w 2022 r. Mediana oczekiwań dla stopy bezrobocia wyniosła 9,3% w IV kw. 2020 r., 6,5% w IV kw. 2021 r. oraz 5,5% w IV kw. 2022 r. Uwzględniając, że szacowana przez FED stopa bezrobocia naturalnego wynosi 4,1% oznacza to, że w amerykańskiej gospodarce w horyzoncie projekcji nie dojdzie do domknięcia luki popytowej. W przypadku inflacji mediana oczekiwań wyniosła 0,8% w 2020 r., 1,6% w 2021 r. oraz 1,7% w 2022 r., stąd w horyzoncie projekcji pozostaje ona poniżej celu inflacyjnego FED (2%). Z kolei mediana dla przedziału wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej w latach 2020-2022 jest stała i wyniosła 0,125%. Jest to też spójne z naszym scenariuszem, zakładającym stabilizację stóp procentowych w USA przynajmniej do końca 2021 r. Warto zwrócić uwagę na bardzo wysoką dyspersję prognoz formułowanych przez członków FOMC widoczną szczególnie w przypadku dynamiki PKB (od -10,0% do -4,2% w 2020 r., od -1,0% do 7,0% w 2021 r. i od 2,0% do 6,0% w 2022 r.) oraz bezrobocia (od 7,0% do 14,0% w IV kw. 2020 r., od 4,5% do 12,0% w IV kw. 2021 r. i od 4,0% do 8,0% w IV kw. 2022 r.). Wskazuje to na wysoką niepewność pośród członków FOMC dotyczącą tempa wychodzenia amerykańskiej gospodarki z recesji wywołanej pandemią COVID-19. Z kolei prognozy dotyczące stóp procentowych charakteryzują się bardzo dużą zbieżnością. W naszej

ocenie może być to wstęp do kontrolowania amerykańskiej krzywej dochodowości przez Rezerwę Federalną na jej krótkim końcu, co jest też spójne z naszym scenariuszem polityki pieniężnej FED. Uważamy, że uruchomienie tego narzędzia zostanie ogłoszone nie wcześniej niż we wrześniu br. Gotębi wydzwięk posiedzenia FED doprowadził do spadku rentowności amerykańskich obligacji na całej długości krzywej oraz korekty na rynkach akcji.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się w zeszłym tygodniu do 1542 tys. wobec 1897 tys. dwa tygodnie temu. Tym samym kształtuje się ona w ostatnich tygodniach w łagodnym trendzie spadkowym, co wskazuje na stopniową stabilizację sytuacji gospodarczej w USA. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o inflacji CPI, która zmniejszyła się w maju do 0,1% r/r wobec 0,3% w kwietniu. Jej spadek wynikał z niższej inflacji bazowej (1,2% r/r wobec 1,4%) oraz nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen żywności. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w czerwcu do 78,9 pkt. wobec 72,3 pkt. w maju, co wynikało z wyższych składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym amerykański PKB zmniejszy się w II kw. o 30% (w ujęciu zannualizowanym), a w całym 2020 r. obniży się o 5,5%

Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro obniżyła się w I kw. do -3,6% wobec 0,1% w IV kw. (-3,1% r/r w I kw. wobec 1,0% w IV kw.). Spadek kwartalnej dynamiki PKB wynikał z niższych wkładów konsumpcji prywatnej (-2,5 pp. w I kw. wobec 0,1 pp. w IV kw.), inwestycji (-1,0 pp. wobec 1,1 pp.) oraz wydatków rządowych (-0,1 pp. wobec 0,1 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady zapasów (0,3 pp. wobec -0,3 pp.) oraz eksportu netto (-0,4 pp. wobec -0,8 pp.). Prognozujemy, że w całym 2020 r. PKB w strefie euro obniży się o 8,2% r/r wobec wzrostu o 1,2% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 5,7%. Wsparciem dla naszej prognozy, zakładającej silne ożywienie wzrostu gospodarczego w strefie euro w 2021 r. jest Europejski Instrument na rzecz Odbudowy (patrz niżej). Jego uruchomienie będzie pośrednio sprzyjało wzrostowi polskiego eksportu i napływowi zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski.

Fundusz odbudowy przyspieszy konwergencję Polski do średniej unijnej

Pod koniec maja Komisja Europejska przedstawiła kompleksowy plan na rzecz odbudowy Unii Europejskiej po kryzysie związanym z epidemią COVID-19. W ramach planu kluczowy jest Europejski Instrument na rzecz Odbudowy („Next Generation EU”). Zapewni on tymczasowe zwiększenie budżetu UE o nowe środki finansowe pozyskane na rynkach finansowych. Zgromadzone środki będą przekazywane państwom członkowskim za pośrednictwem budżetu UE na wspieranie priorytetowych działań w zakresie inwestycji i reform oraz będą wykorzystywane do wzmocnienia programów finansowych mających kluczowe znaczenie dla odbudowy gospodarczej w horyzoncie 2024 r. Poniżej analizujemy średnioterminowy wpływ uruchomienia wspomnianego narzędzia na średnioterminowe tempo wzrostu gospodarczego w Polsce oraz implikacje dla szybkości konwergencji Polski do średniej unijnej pod względem PKB per capita.

W ramach Europejskiego Instrumentu na rzecz Odbudowy (dalej fundusz odbudowy) Komisja Europejska zaciągnie pożyczki na kwotę do 750 mld EUR, głównie w latach 2020-2024 oraz przekaże te środki krajom członkowskim w ramach dotacji (500 mld EUR) i pożyczek (250 mld EUR). Zwrot pozyskanych funduszy nastąpi po 2027 r., a najpóźniej do 2058 r. z przyszłych budżetów UE. Fundusz odbudowy jest na razie propozycją i nie została jeszcze uchwalona jego ostateczna formuła. KE będzie zapowiedziała ścisłą

współpracę z Parlamentem Europejskim i Radą Europejską, aby osiągnąć ostateczne porozumienie na początku jesieni i umożliwić wdrażanie nowego budżetu z początkiem 2021 r.

Fundusz odbudowy podzielony jest na kilka segmentów. Największy z nich to Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (310 mld EUR na dotacje plus 250 mld EUR na pożyczki). W ramach tej części programu zapewnione zostanie szerokie wsparcie finansowe na rzecz inwestycji i reform, w tym w dziedzinie transformacji ekologicznej i cyfrowej. Państwa członkowskie przedstawią krajowe plany odbudowy, które będą podlegały akceptacji KE.

Drugim elementem funduszu odbudowy jest „Wsparcie na rzecz odbudowy służącej spójności i terytoriom Europy (REACT-EU)” w wysokości 55 mld EUR w latach 2020–2022 przewidziane na dopłaty do zatrudnienia, mechanizm zmniejszonego wymiaru czasu pracy i środki aktywizacji zawodowej młodzieży, wsparcie płynności finansowej oraz wypłacalności małych i średnich przedsiębiorstw.

Kolejnym elementem funduszu odbudowy jest Instrument wsparcia wypłacalności w wysokości 31 mld EUR ukierunkowany na wsparcie kapitałowe dla rentownych przedsiębiorstw ze wszystkich sektorów gospodarki, umożliwiające im rozwiązanie problemów związanych z wypłacalnością w kontekście pandemii koronawirusa oraz wspierające ich udział w transformacji ekologicznej i cyfrowej. Oprócz tego przewidziane jest zasilenie programu InvestEU ukierunkowanego na pobudzenie prywatnych inwestycji kwotą 30,3 mld EUR.

Ponadto w ramach funduszu odbudowy zostaną sfinansowane m.in. inwestycje ukierunkowane na neutralność klimatyczną (40 mld EUR), działania w ramach wspólnej polityki rolnej (15 mld EUR), działania mające na celu przygotowania UE na przyszłe zagrożenia w dziedzinie zdrowia (7,7 mld EUR) i innych sytuacji kryzysowych (2,0 mld EUR).

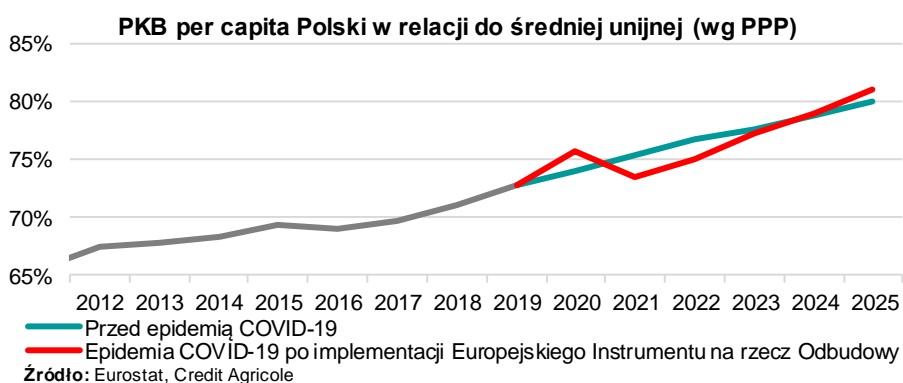
Ostateczny sposób rozdysponowania środków w ramach funduszu odbudowy pomiędzy poszczególne kraje członkowskie nie jest jeszcze znany. Zgodnie z wstępnymi informacjami Polska ma otrzymać w sumie 63,8 mld EUR środków z czego 26,1 mld EUR będą stanowiły pożyczki a 37,7 mld EUR granty. Jeśli taki podział środków zostanie ostatecznie utrzymany oznacza to, że Polska będzie miała do dyspozycji znacząco większą kwotę środków w relacji do PKB (ok. 13%) w porównaniu do przeciętnej wartości w całej UE (ok. 5,6% PKB). Oznacza to, że uruchomienie funduszu odbudowy może przyczynić się do szybszej konwergencji Polski do średniej unijnej pod względem PKB per capita niż miało to miejsce przed wybuchem pandemii COVID-19.

W celu weryfikacji tej hipotezy przeprowadziliśmy symulację kształtowania się PKB per capita w Polsce i Unii Europejskiej w dwóch scenariuszach – obecnej sytuacji, w której mamy do czynienia z epidemią COVID-19 i uruchomieniem funduszu odbudowy (dalej: scenariusz epidemii) oraz scenariuszu, w którym wstrząs gospodarczy w postaci epidemii COVID-19 nie zmaterializowałby się, ale tym samym nie zostałby uruchomiony fundusz odbudowy (dalej: scenariusz bez epidemii).

Na potrzeby naszej analizy zakładamy, że względne zmiany populacji pomiędzy latami będą takie same w przypadku Polski i całej Unii Europejskiej, dzięki czemu tempo wzrostu gospodarczego jest jednoznaczne z procentową zmianą PKB per capita. Średnioterminowa ścieżka dla wzrostu PKB w Polsce w „scenariuszu bez epidemii” została przyjęta zgodnie z naszą grudniową prognozą makroekonomiczną. W przypadku prognozy dla Unii Europejskiej skorzystaliśmy z listopadowej projekcji makroekonomicznej KE, ekstrapolowanej na kolejne lata.

Szacując wpływ uruchomienia funduszu odbudowy na tempo wzrostu gospodarczego w UE, skorzystaliśmy z symulacji KE. W symulacji założono, że tempo wydatkowania środków będzie stałe – w każdym z czterech lat funkcjonowania programu zostanie absorbowane 25% jego całkowitej sumy. Jako szacunek wpływu programu na tempo wzrostu PKB przyjęliśmy średnią z dwóch scenariuszy (pesymistycznego i optymistycznego) przedstawionego w dokumencie. Uśredniony scenariusz zakłada, że 50% pożyczek i 75% dotacji przyczyni się do realizacji nowych inwestycji tj. takich, które nie powstałyby gdyby fundusz odbudowy nie zostałby uruchomiony. Wynika to z faktu, że program może również zapewnić korzystne finansowanie dla tych przedsięwzięć, które w innym wypadku zostałyby i tak sfinansowane z innych źródeł. Wyniki symulacji wskazują, że PKB w UE będzie wyższy o 1,25% w 2021 r., 1,6% w 2022 r. i 1,9% w 2024 r. niż w scenariuszu, w którym fundusz odbudowy nie zostałby uruchomiony. W naszej analizie obniżyliśmy szacunek wpływu na PKB w 2021 r. do 0,8% z uwagi na fakt, iż absorpcja środków w pierwszym roku będzie przebiegała najprawdopodobniej wolniej niż w kolejnych latach. Oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego w scenariuszu z epidemią COVID-19, ale bez uruchomienia funduszu odbudowy przyjęliśmy zgodnie z majową prognozą KE.

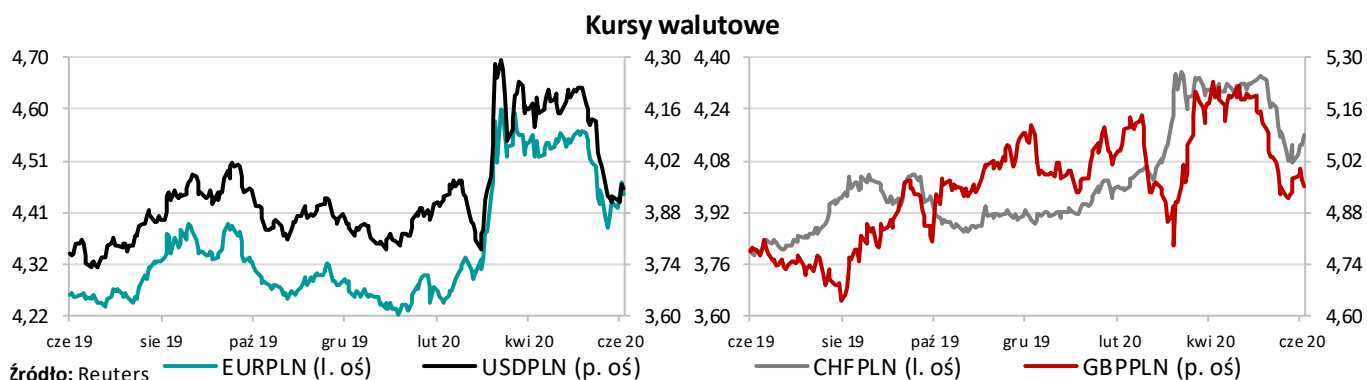
Z uwagi na odłożoną w czasie spłatę zobowiązań związanych z funduszem (po 2027 r., patrz powyżej), przy ocenie jego wpływu na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych latach możemy brać pod uwagę wielkość brutto przyznanych środków (tj. z pominięciem przyszłych obciążeń finansowych). W przypadku Polski, pozytywny wpływ programu na tempo wzrostu gospodarczego będzie skupiony w ramach dwóch kanałów oddziaływania. Pierwszy z nich to wyższe inwestycje, a drugi to zwiększenie eksportu związane z jednoczesnym ożywieniem gospodarczym w innych krajach UE. Oczywiście, środki z funduszu odbudowy zostaną częściowo użyte na sfinansowanie inwestycji, które bez nich i tak zostałyby zrealizowane, co będzie czynnikiem ograniczającym pobudzenie wzrostu gospodarczego. Uwzględniając powyższe uwarunkowania dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2021 r. (3,2% r/r) związane z szybszym od oczekiwań zagospodarowaniem środków z funduszu odbudowy. Biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia związane z absorpcją środków unijnych (opóźnienia w przygotowywaniu wniosków, etc.) uważamy, że ryzyko to jest jednak ograniczone. W latach 2022-2023 szacujemy, że w wyniku oddziaływania funduszu odbudowy dynamika PKB zwiększy się do 4,0% r/r a następnie obniży się do 3,5% w 2024r.



Na podstawie przedstawionych powyżej prognoz wzrostu gospodarczego możemy porównać kształtowanie się relacji PKB per capita w Polsce i UE w „scenariuszu bez epidemii” i „scenariuszu z epidemią” w najbliższych latach. Oczekujemy, że w „scenariuszu bez epidemii” PKB per capita Polski w relacji do średniej unijnej zwiększyłby się z 72,8% w 2019 r. do 80,0% w

2025 r., podczas gdy w „scenariuszu z epidemią” relacja ta osiągnie 81,0% w 2025 r. (por. wykres). Silne wahania relacji PKB per capita w latach 2020-2021 w „scenariuszu z epidemią” są spowodowane istotnymi różnicami w skali wstrząsu gospodarczego wywołanego epidemią COVID-19 w Polsce i UE i następującego po nim ożywienia wspieranego przez efekty niskiej bazy. Nasza symulacja wspiera zatem hipotezę, że uruchomienie funduszu odbudowy może przyczynić się do szybszej konwergencji Polski do średniej unijnej pod względem PKB per capita (o 1 pkt. proc. w horyzoncie 2025 r.) niż miałyby to miejsce przed wybuchem pandemii COVID-19.

Krajowe dane o produkcji przemysłowej mogą osłabić złotego



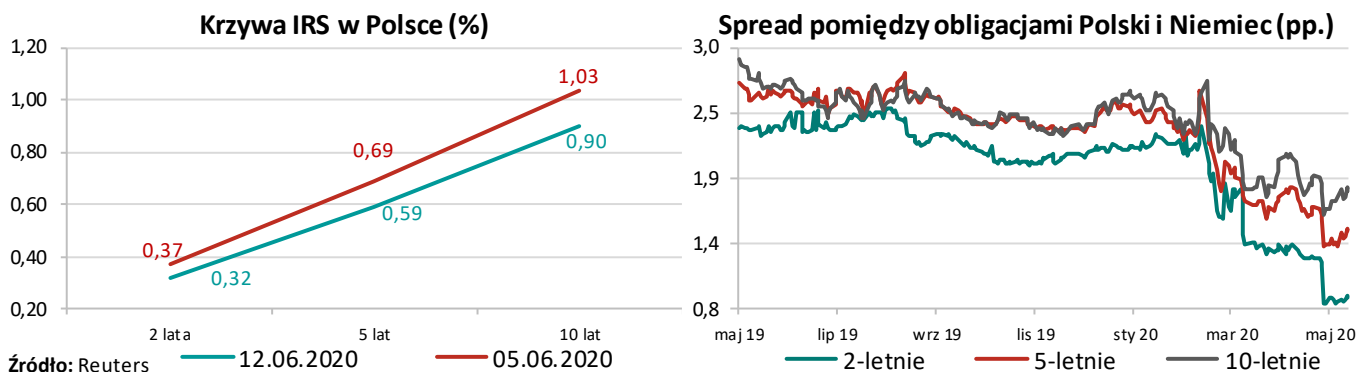
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4468 (osłabienie złotego o 0,4%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Osłabieniu złotego sprzyjało zwiększenie awersji do ryzyka, które znalazło odzwierciedlenie we wzroście indeksu VIX. Mniejszy popyt na ryzykowne aktywa wynikał częściowo z gołębiego wydźwięku posiedzenia FED, które ostudziło nadzieje inwestorów dotyczące szybkiego wychodzenia amerykańskiej gospodarki z recesji. W piątek doszło do korekty i umocnienia złotego, niemniej nie zdołał on odrobić strat z pierwszej części tygodnia.

W zeszłym tygodniu obserwowane było również osłabienie dolara, co było kontynuacją trendu widocznego w poprzednich tygodniach. W naszej ocenie wynika to ze spadku premii za ryzyko wraz z obniżeniem, w ocenie inwestorów, ryzyka rozpadu strefy euro (por. MAKROmapa z 08.06.2020). W czwartek doszło jednak do nieznacznego umocnienia dolara względem euro wraz ze wzrostem światowej awersji do ryzyka. Mimo to nadal uważamy, że kurs euro względem dolara jest przewartościowany i dostrzegamy istotne prawdopodobieństwo wystąpienia jego korekty w kolejnych tygodniach.

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. drugiej fali zachorowań i nowych ognisk w USA oraz w Chinach (Pekin). W tym tygodniu może dojść do lekkiego osłabienia złotego w reakcji na publikację danych o polskiej produkcji przemysłowej. Pozostałe krajowe dane (inflacja, bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Neutralne dla kursu polskiej waluty będą naszym zdaniem również posiedzenie RPP, a także publikacje danych z USA (produkcja przemysłowa, rozpoczęte budowy, nowe pozwolenia na budowę) i Niemiec (indeks ZEW).



Krajowe dane o produkcji przemysłowej kluczowe dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 0,32 (spadek o 5 pb), 5-letnie do poziomu 0,59 (spadek o 10pb), a 10-letnie do 0,90 (spadek o 13pb). Na początku ubiegłego tygodnia obserwowany był dalszy wzrost stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi (Niemcy, USA). Zwiększeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych sprzyjał odpływ kapitału z rynku pieniężnego na rynek akcji wraz ze wzrostem popytu inwestorów na ryzykowne aktywa. W środę doszło do odwrócenia trendu i spadku stawek IRS, co wynikało ze zwiększenia awersji do ryzyka (patrz powyżej). W zeszłym tygodniu Ministerstwo Finansów wyemitowało obligacje za 5,1 mld PLN (aukcja zamiany), z kolei NBP skupił obligacje o wartości 8,4 mld PLN (w tym 3,8 mld PLN obligacji BGK i 4,5 mld PLN obligacji PFR). W ramach prowadzonych strukturalnych operacji otwartego rynku, NBP skupił od początku marca br. łącznie 93,8 mld PLN obligacji.

W tym tygodniu może dojść do spadku stawek IRS w reakcji na krajowe dane o produkcji przemysłowej, które w naszej ocenie okażą się niższe od oczekiwań rynku. Pozostałe krajowe dane (inflacja, bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Istotnego wpływu na stawki IRS nie będą miały również posiedzenie RPP, a także publikacje danych z USA (produkcja przemysłowa, rozpoczęte budowy, nowe pozwolenia na budowę) i Niemiec (indeks ZEW).

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kw 20	maj 20	cze 20
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44
Kurs USDPLN*	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	4,07
Kurs CHFPLN*	3,83	3,82	3,90	4,02	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,19
Inflacja CPI (r/r, %)	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	3,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-20,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,3	-1,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-18,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	2,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-2,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,3	
Saldo ROB (mIn EUR)	-227	10	-824	-820	846	442	1412	366	2348	878	2438	2196		
Eksport (r/r, % EUR)	11,5	-2,4	6,4	-1,2	13,0	4,0	0,8	9,0	3,6	7,5	-7,5	-32,3		
Import (r/r, % EUR)	11,5	-5,3	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,7	2,4	0,6	-4,5	-30,4		

* 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)	2,0	-10,5	-2,5	-4,1	-0,2	6,2	3,9	3,6	4,1	-3,8	3,2	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-15,0	-3,1	-1,0	2,1	8,1	4,3	3,7	3,9	-4,4	4,2	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-7,0	-12,2	-16,5	-5,4	5,1	5,4	5,9	7,2	-10,6	3,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,6	-11,0	-5,1	-3,1	2,0	5,1	4,2	4,1	4,7	-4,6	3,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,2	-8,0	-7,4	-2,8	4,5	5,0	3,4	3,5	2,7	-4,6	3,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,7	-8,7	-1,8	-0,5	1,3	4,4	2,5	1,9	2,2	-2,5	2,4
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,2	-2,2	-4,2	-0,7	0,9	0,9	1,3	1,3	-1,9	0,5
	Eksport netto (pp.)	0,4	-2,1	0,9	-0,3	-1,2	0,2	0,6	0,5	1,2	-0,3	0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,3	1,2	0,8	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	0,5	0,5	0,2	
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)	0,7	-2,5	-3,1	-2,0	-0,9	3,2	2,9	2,2	0,3	-1,7	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	3,1	3,0	3,5	2,2	2,9	2,2	1,5	2,3	3,6	2,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,27	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	1,71	0,30	0,30	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,50	0,10	0,10	
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 15.06.2020 r.						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	-7,5		-2,0
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	3,9		5,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Maj	-10,3		-5,9
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	2,9	3,0	2,9
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Kwiecień	2438	2196	1060
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	-48,5		-30,0
Wtorek 16.06.2020 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Czerwiec	0,10	0,10	0,10
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Czerwiec	51,0		60,0
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Maj	3,6	3,9	3,7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	-16,4	8,0	7,6
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	-11,2	3,1	2,5
Środa 17.06.2020 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Maj	0,1	0,1	0,1
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Maj	891	1069	1090
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Maj	1066	1215	1215
Czwartek 18.06.2020 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	II kw.	-0,75		
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	-2,1	-2,7	-2,6
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	1,9	2,4	1,2
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Czerwiec	0,10	0,10	0,10
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Maj			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	1877		1300
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Czerwiec	-43,1		-22,7
Piątek 19.06.2020 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Kwiecień	27,4		
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	-24,6	-20,0	-16,8
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	-1,3	-1,5	-1,5

* 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