


## W tym tygodniu


- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych czerwcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w czerwcu do 45,0 pkt. wobec 31,9 pkt. w maju. Wzrost indeksu będzie odzwierciedleniem pozytywnego wpływu znoszenia obostrzeń w niektórych krajach na aktywność gospodarczą w obszarze wspólnej waluty. Indeks PMI ukształtuje się poniżej granicy 50 pkt. co oznacza, że w czerwcu nadal odnotowano spadek aktywności w porównaniu do poprzedniego miesiąca, jednak był on mniejszy niż w maju. W środę opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększyła się do 87,5 pkt. w czerwcu z 85,0 pkt. w maju. Choć nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się powyżej konsensusu, uważamy, że ich publikacja będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy dane z USA.** W czwartek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które zgodnie z naszą prognozą zwiększyły się w maju o 13,0% m/m wobec spadku o 17,7% w kwietniu, za co głównie odpowiadała branża transportowa. Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (639 tys. w maju wobec 623 tys. w kwietniu) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,98 mln wobec 4,33 mln) wskażą na utrzymującą się niską aktywność 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 78,9 pkt. W tym tygodniu poznamy również finalny szacunek PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzona do wymiaru rocznego (zannualizowana) zmiana PKB nie zostanie zrewidowana w porównaniu do drugiego szacunku i wyniesie -5,0%. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na złotego i rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane o krajowej sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się z -22,6% r/r w kwietniu do -18,5% w maju. Głównym czynnikiem ograniczającym spadek sprzedaży w porównaniu do kwietnia było otwarcie galerii handlowych. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (-12,9%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek poznamy dane o produkcji budowlano-montażowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do -0,5% r/r w maju wobec -0,9% w kwietniu. Uważamy, że epidemia COVID-19 w niewielkim stopniu ograniczyła aktywność w branży budowlanej. Ponadto, wzrost produkcji był wspierany przez efekty niskiej bazy oraz dobre warunki meteorologiczne. Nasza prognoza kształtuje się zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W niedzielę odbędzie się I tura wyborów prezydenckich w Polsce.** Do II tury najprawdopodobniej przejdą A. Duda (kandydat Prawa i Sprawiedliwości) i R. Trzaskowski (kandydat Koalicji Obywatelskiej) przy spodziewanej wyraźnej przewadze A. Dudy. Oczekujemy, że wyniki I tury wyborów nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada oceniła, że w najbliższym czasie kontynuowane będzie ożywienie aktywności gospodarczej, wspierane przez dalsze znoszenie restrykcji związanych z

pandemią oraz działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej. Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą skala oczekiwanego ożywienia aktywności może być ograniczana przez niepewność dotyczącą skutków pandemii, niższe dochody oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje podmiotów gospodarczych. Zgodnie z komunikatem NBP będzie kontynuował skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. W komunikacie po posiedzeniu RPP na szczególną uwagę zasługuje fragment, w którym Rada wskazuje na zaniepokojenie faktem, iż kanał kursu walutowego w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej jest niedrożny. Naszym zdaniem wykorzystane przez Radę sformułowanie nie oznacza jednak zwiększonego prawdopodobieństwa interwencji walutowej zmierzającej do trwałego osłabienia kursu złotego (por. MAKROpuls z 16.06.2020). Sygnalizowany przez Radę brak wyraźnego osłabienia kursu złotego w reakcji na silne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym na lipcowym posiedzeniu Rada wprowadzi tzw. *forward guidance*, a więc zapowie utrzymywanie stopy referencyjnej NBP na poziomie zbliżonym do zera przez dłuższy czas. Podtrzymujemy ocenę, zgodnie z którą ewentualne dalsze łagodzenie polityki pieniężnej będzie miało niekonwencjonalny charakter. Oczekujemy, że Rada wstrzyma się z decyzją o zastosowaniu kolejnych narzędzi niekonwencjonalnych co najmniej do jesieni br. W przypadku wystąpienia drugiej fali epidemii COVID-19 i towarzyszącego jej wzrostu niepewności oraz pogorszenia klimatu inwestycyjnego Rada może zdecydować się na działania zmierzające do pobudzenia akcji kredytowej i popytu zbliżone do tych, które podejmowały w ostatnich latach banki centralne realizujące politykę pieniężną w warunkach zbliżonych do zera stóp procentowych. Dostrzegamy ryzyko, że RPP podejmie decyzję o obniżeniu stóp procentowych poniżej zera w celu wspierania innych działań niekonwencjonalnych banku centralnego. Zgodnie z *Minutes* z majowego posiedzenia RPP, większość członków Rady uważa, że obniżki stóp procentowych mogą mieć neutralny wpływ na wyniki sektora bankowego. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi w listopadzie 2022 r.

 **Inflacja CPI w Polsce obniżyła się w maju do 2,9% wobec 3,4% w kwietniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem.** Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz paliw, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost inflacji bazowej, która zwiększyła się w maju do 3,8% r/r wobec 3,6% w kwietniu. W strukturze inflacji bazowej na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost cen usług fryzjerskich, kosmetycznych i pielęgnacyjnych, artykułów do higieny osobistej i kosmetyków, usług lekarskich oraz usług stomatologicznych. Znaczące przyspieszenie wzrostu cen w tych kategoriach, oddziałujące w kierunku zwiększenia inflacji bazowej, było naszym zdaniem związane głównie z wybuchem pandemii COVID-19 (por. MAKROpuls z 15.06.2020). Oczekujemy, że kolejne miesiące przyniosą dalszy spadek inflacji. Będzie on wynikał z niższej dynamiki cen żywności i spadku inflacji bazowej. Oczekujemy, że w czerwcu inflacja obniży się do 2,7-2,8% r/r. Sygnalizuje to ryzyko w dół dla naszej prognozy inflacji w grudniu 2020 r. (3,1%). Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji w II poł. 2020 r. będzie spodziewany przez nas silny wzrost rocznej dynamiki cen paliw.

 **Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zwiększyła się w maju do -17,0% wobec -24,6% w kwietniu.** Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w maju o 12,2% m/m. Wzrost rocznej dynamiki produkcji przemysłowej odzwierciedla wznowienie działalności przez niektóre firmy po okresie przestoju w kwietniu i wskazuje na pierwsze efekty stopniowego luzowania ograniczeń administracyjnych wprowadzonych w celu zahamowania rozprzestrzeniania się epidemii. Pomimo stopniowego wznawiania produkcji, wykorzystanie mocy wytwórczych wciąż utrzymuje się na niskim poziomie. Podobnie jak w przypadku większości branż, w działach odpowiadających za dostarczanie surowców i materiałów używanych w projektach budowlanych również odnotowano wzrost dynamiki




produkcji. Wskazuje to, że branża budowlana pozostaje relatywnie odporna na pandemię COVID-19. 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. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą inwestycje ogółem i PKB będą spadały w ujęciu rok do roku do I kw. 2021 r. Podtrzymujemy prognozę, że PKB zmniejszy się średniorocznie o 3,8% w 2020 r. i wzrośnie o 3,2% w 2021 r.

➤ **W kwietniu nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyła się do 1163 mln EUR wobec 2438 mln EUR w marcu.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald usług, sald dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 554 mln EUR, 737 mln EUR i 20 mln EUR niższe niż w marcu), podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe saldo obrotów towarowych (o 36 mln EUR wyższe niż w marcu). Ze względu na pozrywane w wyniku pandemii COVID-19 łańcuchy dostaw w kwietniu doszło do załamania zarówno polskiego eksportu (-29,2% r/r w kwietniu wobec -7,5% w marcu) jak i importu (-28,2% r/r wobec -4,5%). Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w II kw. br. do 1,2% wobec 1,3% w I kw.

➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w maju do 1,2% r/r wobec 1,9% w kwietniu.** Zgodnie z komunikatem GUS, było to efektem dalszego zmniejszania wynagrodzeń pracowników oraz wypłat tzw. wynagrodzeń postojowych. GUS zasugerował, że czynnikiem ograniczającym dynamikę wynagrodzeń mogła być także mniejsza niż w kwietniu skala wypłat nagród kwartalnych, rocznych oraz premii uznaniowych. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w maju do -3,2% r/r wobec -2,1% w kwietniu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się w maju o 84,9 tys. osób wobec spadku o 152,9 tys. osób w kwietniu. Zgodnie z komunikatem GUS dalszy spadek dynamiki zatrudnienia wynikał m.in. m.in. zakończenia i nieprzedłużania umów terminowych (w tym ze względu na sytuację epidemiczną), zmniejszania wymiaru etatów, a także rozwiązywania umów o pracę. Co więcej, ze względu na stosowaną przez GUS metodologię, w kierunku spadku dynamiki zatrudnienia oddziaływało również pobieranie przez pracowników zasiłków opiekuńczych, chorobowych, jak również przebywanie na urloпах bezpłatnych (por. MAKROpuls z 18.06.2020). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach dynamika wynagrodzeń pozostanie pod negatywną presją podjętych przez przedsiębiorstwa działań mających na celu ograniczenie kosztów pracy (rewizje planów dotyczących podwyżek płac oraz zmniejszenie ich nominalnego poziomu). Ponadto, pracownicy przebywający na przestoju ekonomicznym w II kw. otrzymują niższe wynagrodzenie, ale są raportowani przez przedsiębiorstwa jako pracujący, co oddziałuje w kierunku obniżenia dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Prognozujemy, że dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej osiągnie swoje minimum lokalne w II kw. (2,3% r/r). W kolejnych kwartałach, wraz z powrotem pracowników z przestoju ekonomicznego i normalizacją sytuacji na rynku pracy, będzie kształtować się w bardzo łagodnym trendzie wzrostowym. Mimo prognozowanego wzrostu uważamy, że w 2021 r. pozostanie ona na niskim na tle historycznym poziomie (3,0% r/r średniorocznie). Oczekujemy, że w br. dynamika wynagrodzeń w sektorze publicznym utrzyma się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w I kw., co będzie ograniczało spadek wynagrodzeń w gospodarce narodowej. W 2021 r. płace w sektorze publicznym zostaną najprawdopodobniej zamrożone, co spowolni ożywienie wzrostu płac ogółem. Ponadto, zgodnie z naszą zrewidowaną ścieżką, stopa bezrobocia będzie rosła w kolejnych kwartałach osiągając swoje maksimum lokalne w IV kw. na poziomie 7,5%. W 2021 r. prognozujemy stopniowy spadek stopy bezrobocia do 6,1% w IV kw.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w maju do 1,4% wobec -12,5% w kwietniu, co było efektem wyższej dynamiki produkcji przetwórstwie. Wzrost miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej odzwierciedla wznowienie działalności przez niektóre firmy po okresie przestoju

w kwietniu i wskazuje na pierwsze efekty stopniowego luzowania ograniczeń administracyjnych wprowadzonych w celu zahamowania rozprzestrzeniania się epidemii. Pomimo stopniowego wznawiania produkcji, wykorzystanie mocy wytwórczych wciąż utrzymuje się na niskim poziomie (64,8% w maju wobec 64,0% w kwietniu). W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w maju o 17,7% m/m wobec spadku o 14,7% w kwietniu, co było znacząco powyżej oczekiwań rynku (+8,0%). Zwiększenie miesięcznej dynamiki sprzedaży detalicznej wynikało z jej silnego wzrostu w większości kategorii, co wskazuje na silną odbudowę popytu konsumpcyjnego w USA wraz ze stopniowym otwieraniem gospodarki. Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży zwiększyła się w maju do 12,4% m/m wobec -15,2% w kwietniu. Na nieznaczną poprawę na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o pozwoleniach na budowę (1220 tys. w maju wobec 1066 tys. w kwietniu) oraz rozpoczętych budowach domów (974 tys. w maju wobec 934 tys. w kwietniu). Utrzymującą się trudną sytuację na amerykańskim rynku pracy zasygnalizowały natomiast dane o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która wyniosła w ubiegłym tygodniu 1508 tys. wobec 1566 tys. dwa tygodnie temu. 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%.

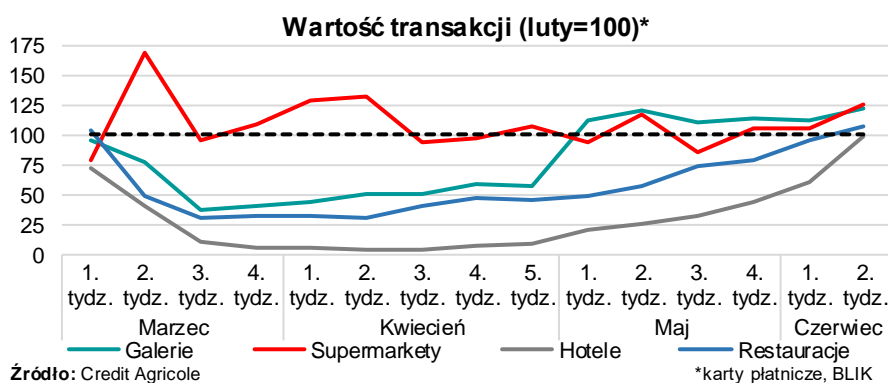
-  **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB utrzymał swoją główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (-0,75%), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W komunikacie zaznaczono, że ekspansywna polityka pieniężna jest konieczna dla stabilizacji aktywności ekonomicznej oraz odpowiedniego poziomu inflacji. Jednocześnie SNB podkreślił, że ze względu na wysoki kurs franka jest gotów zwiększyć skalę prowadzonych przez siebie interwencji walutowych. SNB opublikował również swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne, choć zaznaczył, że ze względu na rozprzestrzeniającą się epidemię COVID-19 są one obciążone szczególną niepewnością. SNB oczekuje, że w 2020 r. szwajcarski PKB zmniejszy się o ok. 6% r/r, podczas gdy w 2021 r. PKB zwiększy się wyraźnie. Ze względu na silny spadek cen ropy naftowej oraz pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego obniżeniu uległa również ścieżka inflacji. Zgodnie z czerwcową projekcją inflacja wyniesie -0,7% w 2020 r. (-0,3% w marcowej projekcji), -0,2% w 2021 r. (0,3%) oraz 0,2% w 2022 r. (0,7%). Prognozujemy, że kurs CHFPLN na koniec 2020 r. wyniesie 4,05, a na koniec 2021 r. obniży się do 3,87.
-  **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w czerwcu do 63,4 pkt. wobec 51,0 pkt. w maju kształtując się powyżej oczekiwań rynku (60,0 pkt.).** Dalszy silny 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. 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%. Tym samym niemiecki PKB osiągnie swój poziom sprzed pandemii najwcześniej w 2022 r.
-  **Zrewidowaliśmy nasz scenariusz makroekonomiczny dla Chin.** Napływające dane miesięczne wskazują, że tempo wychodzenia chińskiej gospodarki z recesji będzie szybsze niż wcześniej oczekiwaliśmy. Jednocześnie skala stymulacji fiskalnej zapowiedziana przez chiński rząd jest większa niż zakładaliśmy. W konsekwencji prognozujemy, że chiński PKB zwiększy się w 2020 r. o 3,0% (2,0% przed rewizją), a w 2021 r. wzrośnie o 8,0% (8,7%) – niższe tempo ze względu na wyższą bazę w 2020 r. Ze względu na lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach zrewidowaliśmy również kurs USDCNY, zakładając szybszą aprecjację juana względem dolara. Obecnie oczekujemy, że kurs USDCNY na koniec 2020 r. wyniesie 7,20, a na koniec 2021 r. 7,10. W konsekwencji uwzględniając naszą ścieżkę kursu USDPLN (patrz niżej) prognozujemy, że kurs CNYPLN wyniesie 1,83 na koniec 2020 r. oraz 1,80 na koniec 2021 r. Głównym czynnikiem dla



naszego scenariusza makroekonomicznego w Chinach jest ewentualna druga fala pandemii. Ryzyko jej wystąpienia, uwzględniając ostatnie ogniska COVID-19 w Pekinie, pozostaje wysokie.

## Aktywność zakupowa powoli wraca do normy

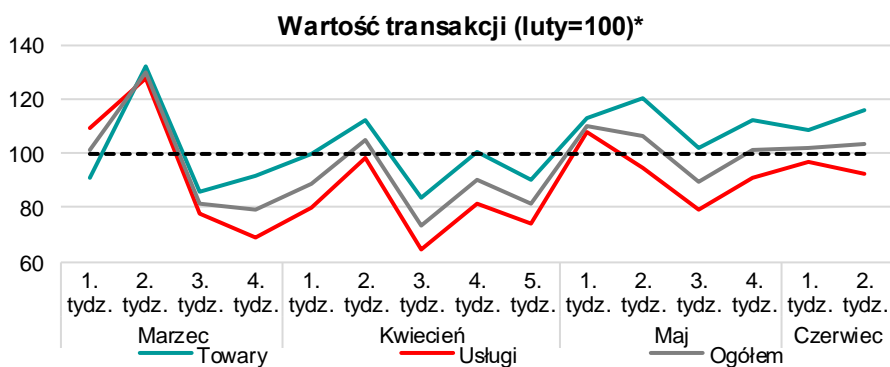
Poniżej analizujemy, jak kształtowały się wydatki gospodarstw domowych w następstwie czwartego etapu znoszenia ograniczeń związanych z COVID-19. Od 30 maja zostały zniesione limity osób w branży handlowej i gastronomicznej. Od 6 czerwca działalność mogły wznowić w określonych warunkach sanitarnych: kina, teatry, opery, baseny, siłownie, kluby fitness, sale zabaw i parki rozrywki. W celu oceny trendów konsumpcyjnych posługujemy się informacjami nt. płatności dokonywanych przez klientów indywidualnych naszego banku (por. MAKROmapy z 27.04.2020 i 11.05.2020). W poniższej analizie korzystamy z danych o częstotliwości tygodniowej, przedstawiających łączną wartość transakcji kartami płatniczymi i BLIK.



Każda transakcja opisana jest kodem MCC (*Merchant Category Code*). Jest to oznaczenie nadawane przedsiębiorstwu działającemu w danej branży w momencie zainstalowania terminalu do płatności kartami któregoś z globalnych operatorów (Mastercard, Visa i American Express). Na podstawie kodów MCC wybraliśmy transakcje

dokonywane w sklepach znajdujących się zazwyczaj w galeriach handlowych (m.in. odzież i obuwie, sprzęt RTV i AGD), wydatki realizowane w hotelach i restauracjach oraz zakupy w supermarketach. W przypadku galerii i supermarketów tygodniowa wartość transakcji przekraczała wyraźnie poziomy obserwowane przed wstrząsem spowodowanym przez COVID-19 już od końca maja. Niemniej jednak w drugim tygodniu czerwca zaobserwowano wyraźne ożywienie aktywności konsumpcyjnej. Miało ono szeroki zakres – w każdej wspomnianej powyżej kategorii odnotowano wzrost wartości transakcji. W szczególności, tygodniowa wartość transakcji w kategorii „hotele” ukształtowała się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w lutym (o 2,0% niżej), a w kategorii „restauracje” o 7,7% wyższym. Należy jednak pamiętać, że wydatki w kategorii „hotele” wspierane były przez cykl sezonowy oraz wyjazdy związane z długim weekendem. Porównując wartość wydatków na hotele w tygodniu ze świętem Bożego Ciała w latach 2019 i 2020, była ona w br. niższa o 31,3% niż w przed rokiem.

Pomimo zniesienia kolejnych obostrzeń, wydatki w kategorii „rozrywka” (obejmującej m.in. kina, teatry, siłownie, etc.) ukształtowały się w drugim tygodniu czerwca na poziomie niższym o 61% niż przeciętnie w lutym. Oznacza to, że gospodarstwa domowe wciąż w ograniczonym stopniu korzystają z usług, które wiążą się z podwyższonym ryzykiem zakażenia koronawirusem. W kierunku spadku popytu na te usługi oddziałuje również pogorszenie sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

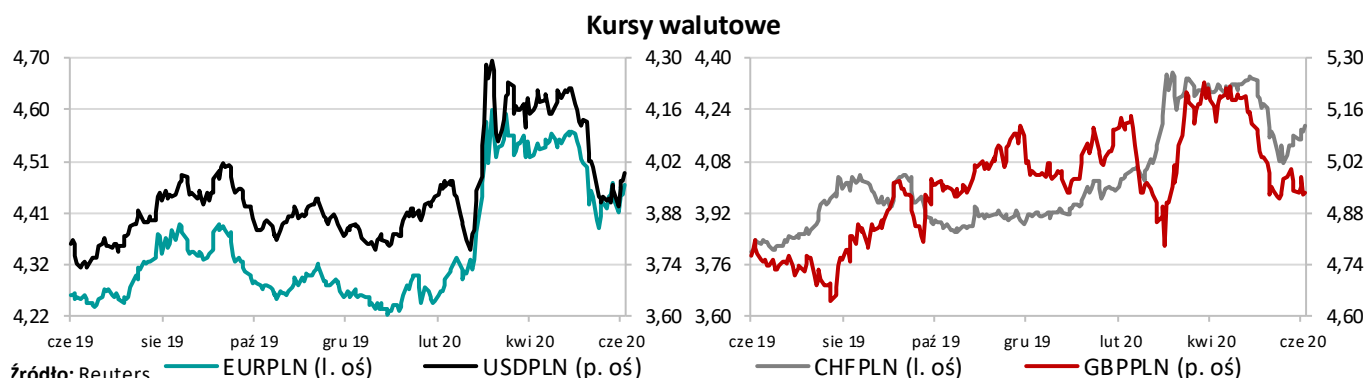


Źródło: Credit Agricole

\*karty płatnicze, BLIK

Analizując łączną wartość transakcji wszystkich klientów indywidualnych w kolejnych tygodniach można zauważyć, że w drugim tygodniu czerwca wydatki gospodarstw domowych były wyższe o 3,5% w porównaniu do przeciętnej wartości tygodniowej z lutego. Na szczególną uwagę zasługuje utrzymująca się rozbieżność pomiędzy wydatkami na towary i usługi. Te pierwsze są obecnie wyższe o 16% niż w lutym, podczas gdy te drugie kształtują się nadal na poziomie niższym o ok. 7% w porównaniu do lutego. Oczekujemy, że ze względu na zniesienie obostrzeń w kolejnych tygodniach wydatki na usługi będą stopniowo zwiększały się. Nadal jednak uważamy, że spożycie prywatne w II poł. br. będzie niższe niż w analogicznym okresie 2019 r. Dane transakcyjne za okres kwiecień-czerwiec stanowią wsparcie dla naszej prognozy dynamiki konsumpcji w II kw. (-15% r/r) i całym 2020 r. (-4,4% r/r).

## Krajowe dane o sprzedaży detalicznej mogą osłabić złotego



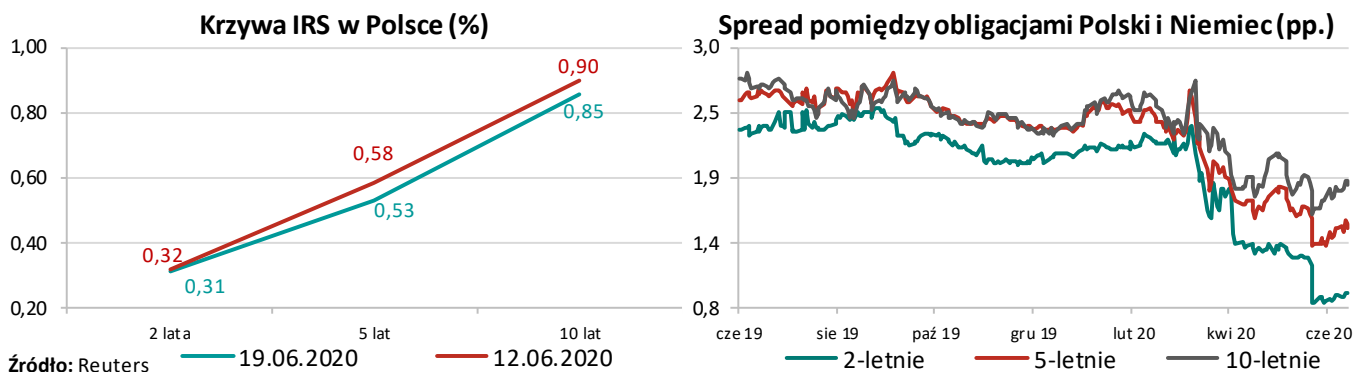
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4655 (osłabienie złotego o 0,6%).** W poniedziałek doszło do umocnienia złotego w ślad za spadkiem awersji do ryzyka odzwierciedlanej obniżeniem indeksu VIX. Większemu popytowi na ryzykowne aktywa sprzyjała publikacja lepszych od oczekiwań danych z chińskiej gospodarki (por. MAKROmapa z 15.06.2020). We wtorek doszło do korekty wspieranej przez lepsze od oczekiwań dane nt. sprzedaży detalicznej w USA. Negatywny dla kursu złotego był również wydźwięk komunikatu RPP (patrz wyżej). W dalszej części tygodnia, mimo licznych publikacji krajowych danych, kursu EURPLN był stabilny i oscylował wokół poziomu 4,45.

W zeszłym tygodniu doszło do umocnienia dolara względem euro. Jest to spójne z naszą oceną formułowaną w poprzednich tygodniach, zgodnie z którą kurs euro względem dolara jest przewartościowany. Spadkowi kursu EURUSD sprzyjały publikacje lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiej gospodarki (w szczególności o sprzedaży detalicznej – patrz wyżej). Efekt ten był jednak osłabiany przez gołębi wydźwięk wypowiedzi J. Powella, który z dużą rezerwą skomentował ostatnie dane, podkreślając utrzymujące się czynniki ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego w USA w średnim okresie.

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. Istotne dla kursu złotego

mogą być krajowe dane o sprzedaży detalicznej, które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą przyczynić się do jego osłabienia. Dane o polskiej produkcji budowlano-montażowej, jak również dane z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, finalny indeks Uniwersytetu Michigan oraz finalny szacunek PKB w I kw.), strefy euro (wstępne indeksy PMI, indeks Ifo dla Niemiec) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

## Krajowe dane o sprzedaży detalicznej kluczowe dla stawek IRS



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 0,31 (spadek o 1 pb), 5-letnie do poziomu 0,53 (spadek o 5pb), a 10-letnie do 0,85 (spadek o 5pb).** Na początku ubiegłego tygodnia doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi (Niemcy, USA). Spadkowi rentowności na rynkach bazowych sprzyjały obawy inwestorów o pojawienie się drugiej fali zachorowań w Chinach i w USA. W dalszej części tygodnia stawki IRS ustabilizowały się. Publikacje licznych krajowych danych nie miały istotnego wpływu na krzywą. W ubiegłym tygodniu BGK wyemitował obligacje zapewniające finansowanie wydatków realizowanych z funduszu COVID o wartości 4,1 mld PLN.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą krajowe dane o sprzedaży detalicznej, które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą doprowadzić do wzrostu stawek IRS. Dane o polskiej produkcji budowlano-montażowej, a także dane z USA (wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, finalny indeks Uniwersytetu Michigan oraz drugi szacunek PKB w I kw.), strefy euro (wstępne indeksy PMI, indeks Ifo dla Niemiec) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

## 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	kwi 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	<b>4,44</b>
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	<b>4,07</b>
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	<b>4,19</b>
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	2,9	
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	3,8	
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	-17,0	
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	<b>-18,5</b>	
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	1,2	
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	-3,2	
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	<b>6,3</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	-227	10	-824	-820	846	442	1412	366	2348	878	2438	1163		
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	-29,2		
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	-28,2		

\* 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	6,0	6,5	7,5	7,3	6,1	5,5	6,1	5,2	7,5	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	2,3	3,2	3,4	2,7	3,2	2,9	3,0	7,2	4,1	3,0	
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**
<b>Poniedziałek 22.06.2020 r.</b>						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	-22,6	-18,5	-12,9
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	-18,8		-15,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Maj	4,33	3,98	4,20
<b>Wtorek 23.06.2020 r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	36,6	44,0	41,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Czerwiec	30,5	46,0	40,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	39,4	46,0	43,8
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Czerwiec	31,9	45,0	41,0
15:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	14,0	15,0	15,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	39,8		44,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Maj	623	639	634
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Czerwiec	-27,0		
<b>Środa 24.06.2020 r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Czerwiec	79,5	87,5	85,0
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Maj	5,8	6,3	6,1
<b>Czwartek 25.06.2020 r.</b>						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	1542		1275
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	I kw.	-5,0	-5,0	-5,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Maj	-17,7	13,0	10,3
<b>Piątek 26.06.2020 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	8,3		8,5
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Maj	-13,2		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	78,9	78,9	79,0

\* 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