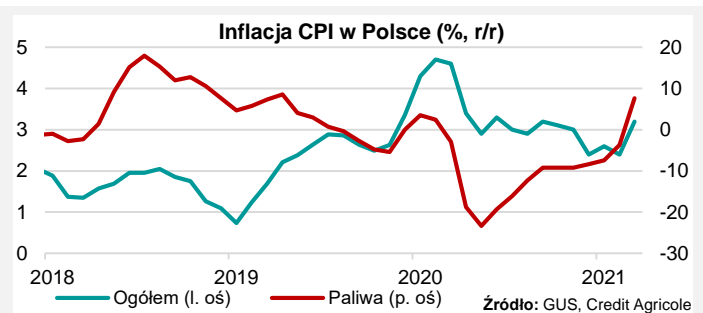


W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu jest zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Rezerwa Federalna utrzyma status quo w polityce pieniężnej. Będzie to spójne dotychczasową komunikacją FOMC wskazującą, że parametry amerykańskiej gospodarki nadal istotnie odbiegają od celów FED dla zatrudnienia oraz inflacji i najprawdopodobniej minie „trochę czasu” zanim odnotowany zostanie wyraźny postęp w kierunku ich osiągnięcia (por. m.in. MAKROMapa z 12.04.2021). Posiedzenie FOMC nie będzie miało naszym zdaniem istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na czwartek zaplanowana jest publikacja pierwszego szacunku PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzony do wymiaru rocznego wzrost PKB przyspieszył do 6,2% wobec 4,3% w IV kw., co było efektem zwiększenia stymulacji fiskalnej, a także rozluźnienia restrykcji administracyjnych wraz z poprawiającą się sytuacją epidemiczną w USA (por. COVID Dashboard). W piątek opublikowane zostaną dane nt. inflacji PCE (Personal Consumption Expenditures), która jest preferowanym sposobem pomiaru tempa zmiany cen przez FED. Prognozujemy, że inflacja bazowa zwiększyła się do 1,8% r/r w marcu wobec 1,5% w lutym. Oczekujemy, że inflacja przejściowo znajdzie się powyżej celu inflacyjnego FED (2,0%) w II kw. br. ze względu na efekty niskiej bazy, jednak obniży się w do ok. 2,0-2,1% na koniec 2021 r., co będzie argumentem na rzecz utrzymywania niezmiennych polityki pieniężnej w USA. Prognozujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w marcu o 2,5% m/m wobec wzrostu o -1,2% w lutym z uwagi na wyższe zamówienia w branży transportowej. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board (112,5 pkt. wobec 109,7 pkt. w marcu), podobnie jak finalny indeks Uniwersytetu Michigan (88,0 pkt. wobec 84,9 pkt. w marcu) wskażą na dalszą poprawę nastrojów gospodarstw domowych w kwietniu związaną ze stopniowym wygasaniem pandemii w USA, a także uruchomieniem pakietu fiskalnego J. Bidena. Uważamy, że publikacje danych z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszyła się w kwietniu do 96,3 pkt. z 96,6 pkt. w marcu. Publikacja indeksu Ifo będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.
- **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się do 1,5% r/r z 1,3% w marcu, do czego przyczynił się wzrost dynamiki cen nośników energii. Ponadto, w czwartek poznamy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech, która naszym zdaniem nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 2,0% r/r. Publikacja inflacji w strefie euro będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek PKB w strefie euro w I kw.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB zwiększyła się do -0,6% wobec -0,7% w IV kw. 2020 r. Uważamy, że aktywność gospodarcza w strefie euro w I kw. br., podobnie jak w IV kw. 2020 r. pozostawała po silnym negatywnym wpływie restrykcji administracyjnych związanych z pandemią. W piątek zostaną również opublikowane wstępne szacunki PKB dla Niemiec, Francji, Hiszpanii i Włoch. Prognozujemy, że kwartalna dynamika PKB w Niemczech obniżyła się w I kw. do -1,0% wobec 0,3% w IV kw., w Hiszpanii spadła do -0,8% wobec 0,0%, podczas gdy we Francji zwiększyła się do 0,4% wobec -1,4%, a we Włoszech wzrosła do -1,3% wobec -1,9%. Uważamy, że publikacje wstępnych szacunków PKB w strefie euro nie spotkają się ze znaczącą reakcją rynku.

- W piątek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem wzrosła do 4,1% r/r w kwietniu wobec 3,2% w marcu (nie wykluczamy nieznacznej korekty tej prognozy po zapoznaniu się z najnowszymi danymi dotyczącymi drugiej połowy kwietnia br.).** Uważamy, że główną przyczyną



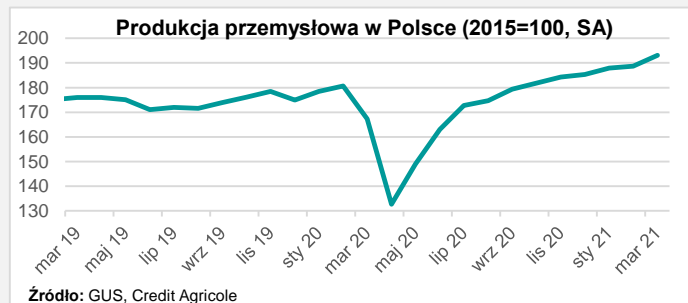
silnego zwiększenia inflacji był znaczący wzrost dynamiki cen paliw, wynikający z efektów niskiej bazy sprzed roku. Nasza prognoza inflacji ogółem kształtuje się powyżej konsensusu, a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

- W piątek opublikowany zostanie kwietniowy indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa.** Prognozujemy, że jego wartość nie zmieni się w porównaniu do marca i wyniesie 51,9 pkt. Uważamy, że wzrost indeksu ograniczany był w kwietniu przez efekty wysokiej bazy z poprzedniego miesiąca. Publikacja indeksu będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.

- Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's.** Przez ostatnie trzy rundy przeglądów ratingu (jesień 2019 r., wiosna 2020 r. oraz jesień 2020 r.) agencja Moody's nie opublikowała aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski, tym samym utrzymując go na poziomie "A2" z perspektywą stabilną. Jesienią ub. r. główny analityk agencji ratingowej Moody's na Polskę H. Peters zwracał uwagę, że działania NBP związane z pandemią, zwłaszcza obniżki stop procentowych i rozpoczęcie skupu aktywów, są pozytywne dla wskaźników związanych ze zdolnością do zadłużania się kraju, a więc również dla wiarygodności kredytowej. Zazaczył on również, że działania rządu wspierają gospodarstwa domowe i firmy, a ożywienie gospodarcze postępuje. H. Peters powiedział, że wpływ obecnego szoku związanego z COVID-19 na średnioterminowe perspektywy gospodarcze i ocenę wiarygodności kredytowej jest ograniczony. Oczekujemy, że w tym tygodniu Moody's potwierdzi długoterminowy rating Polski na poziomie "A2" z perspektywą stabilną. Decyzja zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na nią nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.


W zeszłym tygodniu


- Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w marcu o 18,9% r/r wobec wzrostu o 2,7% w lutym.** Główną przyczyną silnego zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy lutym i marcem był efekt bardzo niskiej ubiegłorocznej bazy. Dodatkowym czynnikiem podbijającym roczną



dynamikę produkcji w marcu była wspomniana wyżej korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu w wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się o 2,3% pomiędzy lutym i marcem, odnotowując najwyższy wzrost od września 2020 r., co wskazuje na silne ożywienie aktywności w polskim przemyśle. Struktura danych sygnalizuje, że głównym źródłem wzrostu produkcji przemysłowej w Polsce pozostaje ożywienie w światowym handlu. Znacząco wyższy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej w marcu jest dużą niespodzianką w kontekście sygnalizowanych w badaniach koniunktury barier w postaci wąskich gardła w

globalnych łańcuchach dostaw, a więc niedoborów surowców, materiałów i półfabrykatów (patrz niżej). W konsekwencji, dość prawdopodobny jest scenariusz, w którym znacząco wyższy od oczekiwań wzrost produkcji w marcu został zrealizowany dzięki zmniejszeniu zapasów, co neutralizowałoby pozytywny wpływ wyższej produkcji na PKB (por. MAKROpuls z 21.04.2021). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. produkcji budowlano-montażowej, która zmniejszyła się w marcu o 10,8% r/r wobec spadku o 16,9% w lutym. W kierunku wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy lutym a marcem oddziaływały efekty statystyczne w postaci niskiej ubiegłorocznej bazy, a także korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Uważamy, że do zwiększenia dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy lutym a marcem przyczyniło się również ustąpienie efektu mroźnej na tle historycznym zimy, która w lutym uniemożliwiała prowadzenie części prac budowlanych (por. MAKROpuls z 22.04.2021). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w marcu o 1,5% m/m. W konsekwencji marcowy poziom produkcji budowlano-montażowej był o 15,7% niższy niż w lutym ub. r., czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na aktywność w polskim budownictwie. Dane o produkcji budowlano-montażowej i jej strukturze wskazują na utrzymującą się niską aktywność w budownictwie, co jest spowodowane przede wszystkim silnym spadkiem inwestycji publicznych. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą obniżona aktywność w budownictwie utrzyma się do II poł. 2021 r., kiedy to ożywienie inwestycji przedsiębiorstw oraz przyspieszenie wzrostu inwestycji publicznych przyczynią się do wyraźnego zwiększenia produkcji budowlano-montażowej. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu aktywności w budownictwie w II poł. br. będzie również ożywienie w budownictwie mieszkaniowym. Dane o produkcji przemysłowej oraz produkcji budowlano-montażowej w połączeniu z danymi o zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw (patrz poniżej) i sprzedaży detalicznej (patrz niżej) sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy PKB w I kw. br. (-1,5% r/r wobec -2,8% w IV kw. 2020 r.) oraz w całym 2021 r. (3,6% r/r wobec -2,7% w 2020 r.).

 **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w marcu o 17,1% r/r wobec spadku o 2,7% w lutym.** W ujęciu realnym sprzedaż wzrosła w marcu o 15,2% r/r wobec spadku 3,1% w lutym. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych była w marcu o 2,0% niższa w porównaniu z lutym, co jest jej najsilniejszym miesięcznym spadkiem od kwietnia 2020 r. Szacujemy, że odsezonowany poziom sprzedaży detalicznej był w marcu o 1,5% niższy niż w lutym 2020 r. i tym samym sprzedaż detaliczna powróciła poniżej poziomu obserwowanego tuż przed silnym negatywnym wpływem pandemii na wydatki gospodarstw domowych. Znaczący miesięczny spadek odsezonowanej sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych pomiędzy lutym a marcem wynikał z wprowadzonych w II poł. marca restrykcji administracyjnych związanych z III falą pandemii, obejmujących m.in. zamknięcie galerii handlowych oraz wielkopowierzchniowych sklepów meblowych i budowlanych. Uwzględniając dodatkowo bardzo silny wzrost sprzedaży detalicznej w lutym można również przypuszczać, że zrealizowane wcześniej zwiększone zakupy sprzyjały ich ograniczeniu w marcu (por. MAKROpuls z 22.04.2021). Mimo to dane wskazują, że wpływ obowiązujących w marcu restrykcji na sprzedaż detaliczną był wyraźnie niższy niż przed rokiem, o czym świadczy silny wzrost sprzedaży liczonej w cenach stałych w ujęciu rocznym w szeregu kategorii: „tekstylia, odzież, obuwie” (+93,0% r/r), „pojazdy samochodowe, motocykle, części” (+50,5% r/r), „meble, rtv, agd” (+39,0% r/r) oraz „prasa, książki, pozostała sprzedaż w wyspecjalizowanych sklepach” (28,2% r/r). Ubiegłotygodniowe dane o sprzedaży detalicznej w połączeniu z danymi o przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw (patrz poniżej) stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy konsumpcji w I kw. (-0,5% r/r wobec -3,2% w IV kw.) oraz w całym 2021 r. (3,2% wobec -3,0% w 2020 r.).

 **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wyniosła 8,0% r/r w marcu wobec 4,5% r/r w lutym.** W ujęciu realnym, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w marcu o 4,7% r/r wobec wzrostu o 2,0% w lutym, co było ich najsilniejszym wzrostem od maja

2019 r. Do zwiększenia tempa wzrostu płac pomiędzy lutym a marcem przyczyniły się efekt niskiej ubiegłorocznej bazy oraz korzystny efekt dni roboczych. Ponadto, zgodnie z informacją GUS, czynnikami oddziałującymi w kierunku przyspieszenia wzrostu płac w marcu były wypłaty premii kwartalnych, świątecznych, uznaniowych, motywacyjnych, nagród rocznych oraz wynagrodzeń za nadgodziny. Oznacza to, że do nieoczekiwanie silnego przyspieszenia wzrostu płac przyczyniły się w znacznym stopniu czynniki o charakterze przejściowym (por. MAKROpuls z 21.04.2021). Z kolei dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w marcu -1,3% r/r wobec -1,7% w lutym. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie spadło o 3,7 tys. osób, do czego naszym zdaniem przyczyniło się zmniejszanie wymiaru etatów pracowników oraz zwiększenie liczby osób otrzymujących zasiłki chorobowe i opiekuńcze w związku z III falą pandemii i towarzyszącym jej zwiększeniem obostrzeń. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą wyraźnego i trwałego wzrostu zatrudnienia w firmach oczekujemy w II poł. 2021 r., a więc po ustąpieniu negatywnego wpływu dostosowania zatrudnienia w przedsiębiorstwach na skutek „odhibernowania” rynku pracy, czyli wygaśnięcia pozytywnego wpływu pierwszej tarczy finansowej na zatrudnienie.

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa wynosi -0,50%). EBC powtórzył zapowiedź, że będzie kontynuował skup aktywów w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) utrzymując jednocześnie jego docelową skalę (1850 mld EUR) i horyzont (co najmniej do marca 2022 r.). W komunikacie znalazła się informacja, że w bieżącym kwartale zakupy w ramach programu PEPP nadal będą prowadzone w znacznie szybszym tempie niż w pierwszych miesiącach roku. Jest to spójne z komunikatem po marcowym posiedzeniu, w którym EBC zapowiedział przejściowe zwiększenie tempa skupu aktywów w najbliższych trzech miesiącach zaczynając od 11 marca (por. MAKROmapa z 15.03.2021). Szacujemy, że bieżące tempo skupu aktywów w ramach programu PEPP wynosi 80 mld EUR miesięcznie. Ponadto EBC w swoim komunikacie podtrzymał deklarację, że spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP będą reinwestowane co najmniej do końca 2023 r. W komunikacie podtrzymana została zapowiedź kontynuacji programu skupu aktywów APP (Asset Purchase Programme) na kwotę 20 mld EUR miesięcznie, tak długo jak będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC. Powtórzona została również deklaracja, że program zakończy się na krótko przed tym, jak EBC zacznie podnosić stopy procentowe. Jednocześnie w komunikacie utrzymane zostały parametry programów TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) oraz PLTRO (pandemic emergency longer-term refinancing operations). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde powiedziała, że bilans czynników ryzyka dla perspektyw gospodarczych strefy euro krótkookresowo nadal przechyla się na stronę spadkową, natomiast w średnim okresie pozostaje bardziej zrównoważony. Jej zdaniem powodem do optymizmu są lepsze perspektywy popytu światowego wzmacniane przez znaczne bodźce fiskalne oraz postęp akcji szczepień. Mimo to wydźwięk wypowiedzi Ch. Lagarde był stosunkowo gołębi. Zwróciła ona uwagę, że akomodacyjna polityka pieniężna w strefie euro zostanie utrzymana jeszcze przez długi czas. Podkreśliła również, że gospodarki strefy euro i USA są w zupełnie innej sytuacji, stąd nie należy oczekiwać synchronizacji polityki EBC i FED. Treść komunikatu po ubiegłotygodniowym posiedzeniu EBC oraz wypowiedzi Ch. Lagarde nie zmieniają naszej oceny, zgodnie z którą EBC utrzyma podwyższone tempo skupu aktywów w ramach programu PEPP do czerwcowego posiedzenia (10 czerwca), po czym zmniejszy tempo skupu z szacowanych przez nas 80 mld EUR do 60 mld EUR miesięcznie. Jednocześnie podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC pod koniec 2021 r. dokona kalibracji programu PEPP i przedłuży go przynajmniej do końca 2022 r. zwiększając jego skalę do 2000-2250 mld EUR. Ponadto uważamy, że EBC utrzyma bieżącą skalę programu skupu aktywów APP przynajmniej do końca 2024 r.

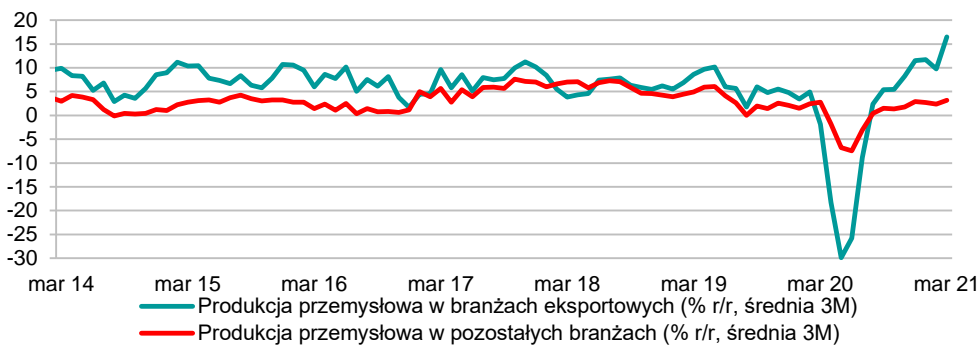
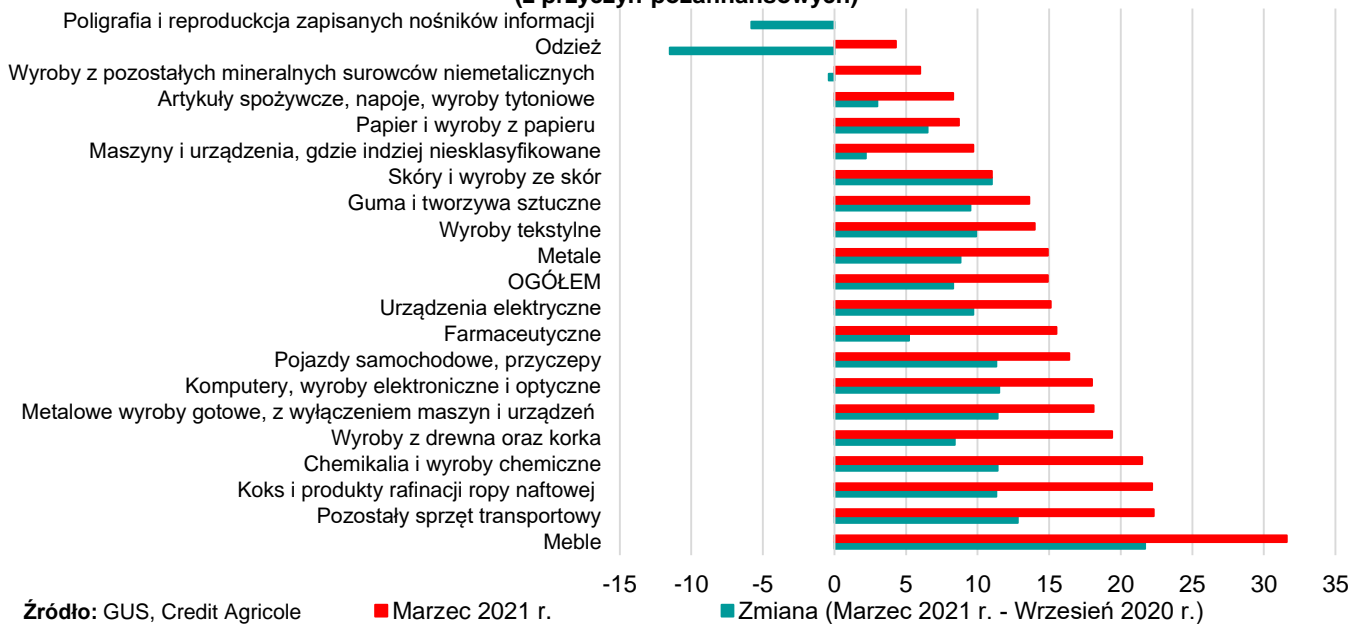
- Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w kwietniu do 53,7 pkt. wobec 53,2 pkt. w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (52,8 pkt.) oraz naszej prognozy (49,8 pkt.).** Tym samym zagregowany indeks PMI w strefie euro już drugi miesiąc z rzędu ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało z rekordowego tempa wzrostu bieżącej produkcji w przetwórstwie (składowa dla bieżącej produkcji osiągnęła w kwietniu najwyższą wartość w historii, tj. od czerwca 1997 r.), przy jednoczesnym zwiększeniu aktywności biznesowej w usługach. Warto odnotować, że składowa dla aktywności biznesowej w usługach ukształtowała się powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy do sierpnia 2020 r. Nieznaczne pogorszenie koniunktury miało miejsce w Niemczech, podczas gdy we Francji oraz w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem odnotowano jej poprawę. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zmniejszył się w kwietniu do 66,4 pkt. wobec 66,6 pkt. w marcu, kiedy to ukształtował się na najwyższym poziomie w historii danych, tj. od kwietnia 1996 r. W kierunku obniżenia indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał silny wzrost wkładu składowej dla zatrudnienia. Zgodnie z komunikatem, podobnie jak w marcu, niemieckie przetwórstwo nie nadążało w kwietniu z realizacją zamówień, co jest efektem silnego popytu przy jednoczesnych problemach z dostawami i dostępnością dóbr pośrednich niezbędnych do produkcji. Znajduje to odzwierciedlenie w dalszym zwiększeniu składowej dla zaległości produkcyjnych (kolejny rekord), któremu towarzyszy silny wzrost składowej dla cen półproduktów i materiałów wykorzystywanych w produkcji (najwyższy poziom od lutego 2011 r.). Narastające bariery podażowe mogą w naszej ocenie w najbliższych miesiącach ograniczać skalę ożywienia w przetwórstwie. Ubiegłotygodniowe, wyraźnie lepsze od naszych oczekiwań, wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększy się w II kw. do 1,1% wobec -0,6% w I kw.
- W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 547 tys. wobec 586 tys. dwa tygodnie temu, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (625 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków nie zmieniła się i wyniosła 3,7 mln. Dane wskazują tym samym, że poprawa sytuacji na amerykańskim rynku pracy w kwietniu nieznacznie przyspieszyła, niemniej nadal znajduje się on daleko od równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,0 mln w marcu wobec 6,2 mln w lutym) oraz sprzedaży nowych domów (1021 tys. wobec 846 tys. – najwyższej od sierpnia 2006 r.), które wskazały na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się w I kw. do 6,2% wobec 4,3% w IV kw. Uważamy, że kolejne kwartały przyniosą wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, czemu sprzyjać będzie uruchomienie nowego pakietu fiskalnego w skali 1,9 bln USD. Prognozujemy, że w całym 2021 r. PKB w USA zwiększy się o 5,1% wobec spadku o 3,5% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 3,8%.

Czy wąskie gardła w przetwórstwie podbiją ceny produkcji?

W MAKROmapie z 12.04.2021 przedstawiliśmy analizę dotyczącą wpływu narastających barier podażowych w polskim przetwórstwie przemysłowym na dynamikę cen produkcji sprzedanej i inflacji konsumenckiej. W poniższym raporcie analizujemy proinflacyjny wpływ niedoborów materiałów w następstwie wąskich gardła w globalnych łańcuchach dostaw w przekroju sektorowym.

W celu zobrazowania problemu wąskich gardła w poszczególnych kategoriach przetwórstwa przemysłowego posłużyliśmy się jednym z indeksów koniunktury GUS. Informuje on o tym jaki odsetek firm wskazuje na niedobór surowców, materiałów i półfabrykatów (z przyczyn pozafinansowych) jako barierę ograniczającą działalność przedsiębiorstwa.

Bariery działalności - niedobór surowców, materiałów i półfabrykatów (z przyczyn pozafinansowych)

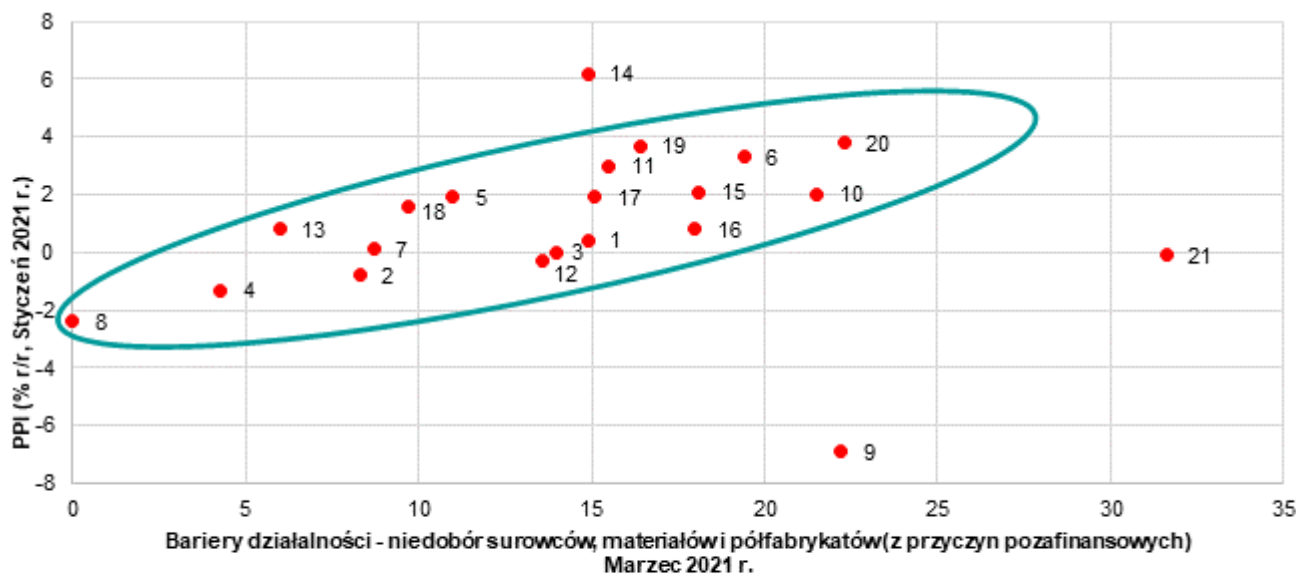


Warto zwrócić uwagę, że niekorzystny wpływ niedoboru surowców i materiałów na działalność firm nasilił się pomiędzy wrześniem 2020 r. a marcem 2021 r. we wszystkich kategoriach przetwórstwa oprócz trzech branż (produkcja odzieży, poligrafia i reprodukcja

zapisanych nośników informacji oraz produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych). Jako punkt odniesienia przyjęliśmy wrzesień 2020 r., gdyż był to ostatni miesiąc przed wystąpieniem barier podaży zgodnie z badaniem PMI – w październiku 2020 r. po raz pierwszy od lipca 2018 r. odnotowano zwiększenie zaległości produkcyjnych. W największym stopniu odsetek firm wskazujących niedobór surowców, materiałów i półfabrykatów jako barierę rozwoju zwiększył się w ciągu ostatnich 6 miesięcy w branżach eksportowych (m.in. produkcji mebli, pozostałego sprzętu transportowego, komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych, metalowych wyrobów gotowych, pojazdów samochodowych, przyczep, skór i wyroby ze skór, wyrobów tekstylnych, urządzeń elektrycznych). Jest to związane z silnym popytem wynikającym z żywienia w światowym handlu – w ostatnich miesiącach branże eksportowe osiągały znacząco wyższą dynamikę produkcji niż inne kategorie przetwórstwa (por. wykres).

Po drugiej stronie spektrum znajduje się „produkcja wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych”, która m.in. dostarcza produkty dla budownictwa. Niski odsetek firm (i jego spadek w ostatnich miesiącach)

wskazujących na niedobór materiałów jako barierę działalności powiązany jest z wciąż niską aktywnością branży budowlanej. W marcu br. produkcja budowlano-montażowa kształtowała się na poziomie o 15,7% niższym niż przed wybuchem pandemii COVID-19. Podobnie w przypadku produkcji odzieży, obostrzenia rządowe dotyczące sprzedaży w galeriach handlowych hamujące popyt skutkowało zmniejszeniem się barier podażowych.



1 - OGÓŁEM, 2 - Artykuły spożywcze, napoje, wyroby tytoniowe, 3 - Wyroby tekstylne, 4 - Odzież, 5 - Skóry i wyroby ze skór, 6 - Wyroby z drewna oraz korka, 7 - Papier i wyroby z papieru, 8 - Poligrafia i reprodukcja zapisanych nośników informacji, 9 - Wytwarzanie i przetwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, 10 - Chemikalia i wyroby chemiczne, 11 - Farmaceutyczne, 12 - Guma i tworzywa sztuczne, 13 - Wyroby z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych, 14 - Metale, 15 - Metalowe wyroby gotowe, z wyłączeniem maszyn i urządzeń, 16 - Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne, 17 - Urządzenia elektryczne, 18 - Maszyny i urządzenia, gdzie indziej niesklasyfikowane, 19 - Pojazdy samochodowe, przyczepy, 20 - Pozostały sprzęt transportowy, 21 - Meble
Źródło: GUS, Crédit Agricole

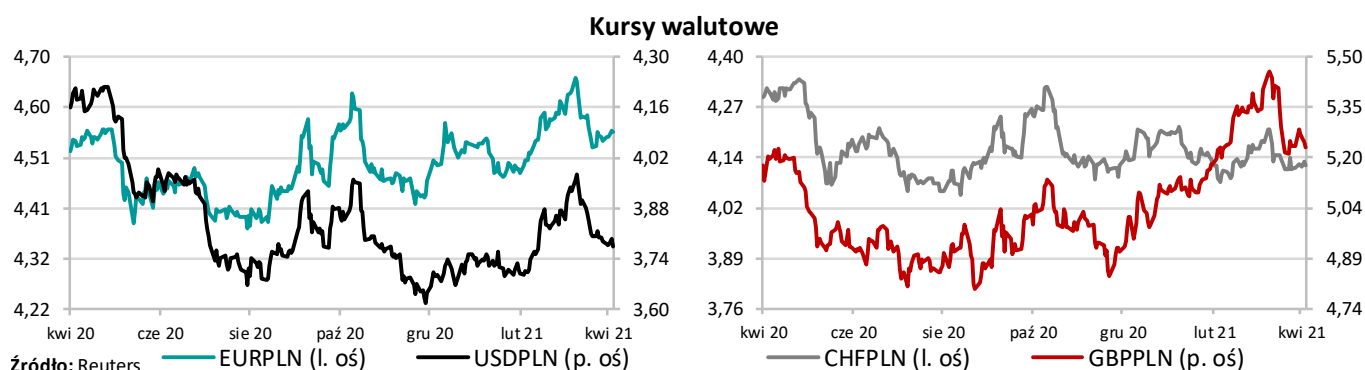
Naszym zdaniem narastające bariery podażowe mają proinflacyjny wpływ na dynamikę cen produkcji sprzedanej. Efektów tych nie możemy jeszcze w pełni obserwować w „twardych danych” o inflacji PPI, gdyż te pojawiają się z kilkumiesięcznym opóźnieniem. Kluczowe w tym względzie jest sektorowe zróżnicowanie barier niedoboru surowców, materiałów i półfabrykatów. Na powyższym wykresie można zauważyć dodatnią korelację pomiędzy odsetkiem firm raportujących wspomnianą barierę (w marcu br.) a inflacją PPI (styczeń 2021 r. – najnowsze dane) w poszczególnych branżach przetwórstwa przemysłowego. Relacji tej nie można traktować jako zależności przyczynowo-skutkowej, gdyż wskaźnik koniunktury dotyczy późniejszego okresu niż dane inflacyjne. Niemniej jednak można stwierdzić, że w branżach znajdujących się bliżej prawego górnego rogu wykresu ceny rosną już dosyć szybko i istnieje znaczący potencjał do dalszego wzrostu z uwagi na występujące bariery podażowe.

Trzy kategorie przetwórstwa odbiegają od zarysowanej powyżej zależności. W przypadku wytwarzania i przetwarzania koksu i produktów rafinacji ropy naftowej inflacja PPI kształtuje się na relatywnie niskim (w porównaniu do zgłaszanych barier) poziomie. Można to tłumaczyć cenami ropy na światowym rynku. W styczniu br. kształtowały się one (wyrażone w złotych) na poziomie niższym o 17,0% niż przed rokiem. Biorąc pod uwagę obserwowane w ostatnich miesiącach tendencje na tym rynku inflacja w tej branży zapewne przyspieszy. W przypadku produkcji metali wysoka inflacja PPI jest efektem szybkiego tempa wzrostu cen metali na światowym rynku (np. miedzi). Z kolei w przypadku produkcji mebli, pomimo najsilniejszych na tle innych branż barier podażowych, obserwujemy zbliżoną do zera dynamikę cen, co jest najprawdopodobniej efektem silnej presji konkurencyjnej w handlu międzynarodowym.

Uważamy, że w II poł. br. ograniczenia podażowe będą stopniowo wygasać, co ograniczy ich proinflacyjny wpływ. W połączeniu z wynikami analizy przedstawionej w MAKROmapie z 12.04.2021, zarysowane

powyżej tendencje stanowią wsparcie dla naszego scenariusza inflacyjnego, w którym lokalne maksimum dla inflacji ogółem zostanie osiągnięte w maju br. (por. MAKROmapa z 29.03.2021), a w kolejnych miesiącach inflacja CPI będzie obniżać się.

Krajowe dane o inflacji mogą umocnić złotego

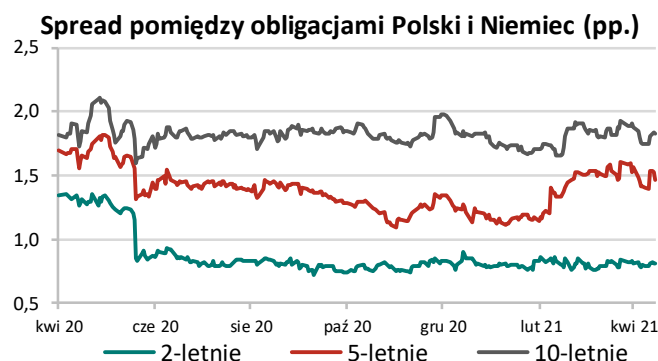
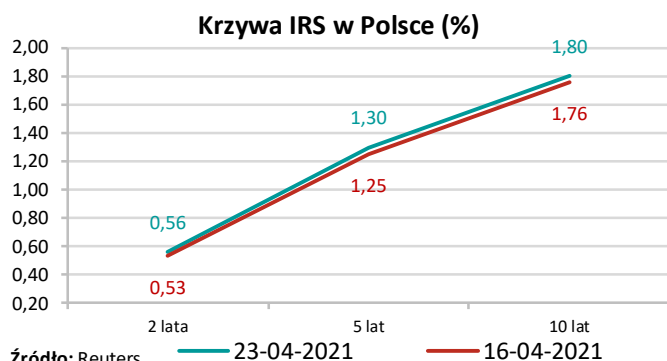


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5567 (osłabienie złotego o 0,4%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Podobna tendencja obserwowana była w przypadku kursu EURHUF, co sugeruje, że przyczyną osłabienia złotego był mniejszy popyt inwestorów na ryzykowne aktywa. Publikacje licznych lepszych od oczekiwań danych z polskiej gospodarki (produkcja przemysłowa, przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, sprzedaż detaliczna) nie miały istotnego wpływu na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z relatywnie wysoką zmiennością kursu EURUSD. Gołębi wydzwięk konferencji po posiedzeniu EBC doprowadził do przejściowego osłabienia euro względem dolara. Przeciwny wpływ miała natomiast piątkowa publikacja lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnego szacunku inflacji w Polsce. Uważamy, że może ona przyczynić się do lekkiego umocnienia kursu złotego. Posiedzenie FOMC będzie miało naszym zdaniem ograniczony wpływ na rynek walutowy. Oczekujemy, że również publikacje danych z USA (pierwszy szacunek PKB w I kw., inflacja PCE, wstępne zamówienia na dobra trwałe, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), strefy euro (wstępne szacunki PKB w I kw., wstępny szacunek inflacji, indeks Ifo dla Niemiec) oraz Chin (indeks CFLP PMI dla przetwórstwa) będą neutralne dla złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Wstępny szacunek inflacji w Polsce w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,56 (wzrost o 3pb), 5-letnie do 1,30 (wzrost o 5pb), a 10-letnie do 1,80 (wzrost o 4pb). W zeszłym tygodniu doszło do lekkiego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku zwiększenia stawek IRS na rynkach bazowych oddziaływały obawy inwestorów o wzrost inflacji w warunkach silnego ożywienia gospodarczego. Publikacje licznych lepszych od oczekiwań krajowych danych (produkcja przemysłowa, przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, sprzedaż detaliczna) nie miały istotnego wpływu na krzywą. W piątek odbyła się aukcja długu, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o 2-, 5- i 10- letnich terminach zapadalności za 7,8 mld PLN przy popycie równym 8,3 mld PLN. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnego szacunku inflacji w Polsce. Nasza prognoza kształtuje się powyżej oczekiwań rynku, stąd jej realizacja może oddziaływać w kierunku lekkiego wzrostu stawek IRS. Posiedzenie FOMC nie będzie miało naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Neutralne dla krzywej będą również publikacje danych z USA (pierwszy szacunek PKB w I kw., inflacja PCE, wstępne zamówienia na dobra trwałe, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan), strefy euro (wstępne szacunki PKB w I kw., wstępny szacunek inflacji, indeks Ifo dla Niemiec) oraz Chin (indeks CFLP PMI dla przetwórstwa). Na wtorek zaplanowana jest aukcja obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Z kolei w czwartek NBP przeprowadzi operację *outright buy*. Transakcje mogą sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20	sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	4,52	4,52	4,63	4,55
Kurs USDPLN*	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,89
Kurs CHFPLN*	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,12
Inflacja CPI (r/r, %)	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,7	18,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	3,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	
Saldo ROB (mln EUR)	736	717	1556	3333	650	1273	1330	2307	1956	477	3341	1619		
Eksport (r/r, %, EUR)	-6,6	-29,6	-19,2	4,3	2,2	2,4	6,6	3,7	10,0	14,6	-0,9	6,2		
Import (r/r, %, EUR)	-4,2	-28,9	-27,3	-7,4	-3,6	-4,0	2,1	-4,2	4,1	12,4	-4,0	6,0		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2020				2021				2020	2021	2022	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-1,5	6,9	4,2	4,7	-2,7	3,6	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	-0,5	7,1	3,5	3,1	-3,0	3,2	4,1	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-10,7	-9,0	-10,9	-6,2	5,4	6,0	6,3	-8,4	3,8	8,2	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,0	-14,5	2,0	8,0	6,7	9,0	4,9	5,8	-2,5	6,5	8,3	
Import (ceny stałe, %, r/r)	0,4	-18,0	-1,0	7,9	6,5	9,1	4,3	4,1	-4,1	5,8	8,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,8	-6,2	0,2	-1,7	-0,3	3,9	2,1	1,5	-1,7	1,8	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,8	-0,8	0,9	1,0	1,4	-1,6	0,6	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	1,7	0,4	0,5	0,7	0,6	1,3	1,0	0,8	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,1	2,2	2,9	3,6	3,3	3,0	2,7	2,9	3,6	2,9	2,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	5,7	5,4	5,6	6,2	5,6	5,2	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,7	-1,8	-0,7	0,0	0,0	1,8	0,7	0,5	-0,5	0,8	0,4	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,7	3,8	4,8	5,0	2,8	3,3	3,0	3,1	5,3	3,1	5,8	
Inflacja CPI (%)*	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	3,9	3,5	3,3	3,4	3,4	2,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,26	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	
EURPLN**	4,55	4,44	4,53	4,55	4,63	4,46	4,42	4,37	4,55	4,37	4,27	
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,73	3,95	3,81	3,71	3,64	3,73	3,64	3,44	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 26.04.2021 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Marzec	6,5	6,4	6,4
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Kwiecień	96,6	96,3	97,7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Marzec	-1,2	2,5	2,5
Wtorek 27.04.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Kwiecień	0,30		
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Luty	1,2		1,1
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Kwiecień	17,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Kwiecień	109,7	112,5	112,0
Środa 28.04.2021 r.						
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Kwiecień	0,25	0,25	0,25
Czwartek 29.04.2021 r.						
12:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Marzec	13,3		10,2
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	2,0	2,0	2,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	547		550
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	I kw.	4,3	6,2	6,5
Piątek 30.04.2021 r.						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Kwiecień	51,9	51,9	51,7
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,3	-1,0	-1,5
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	3,2	4,1	3,8
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	I kw.	-0,7	-0,6	-0,8
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	1,3	1,5	1,6
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Marzec	8,3		8,3
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Marzec	-1,2		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Kwiecień	66,3		65,5
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Kwiecień	86,5	88,0	88,0

* 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