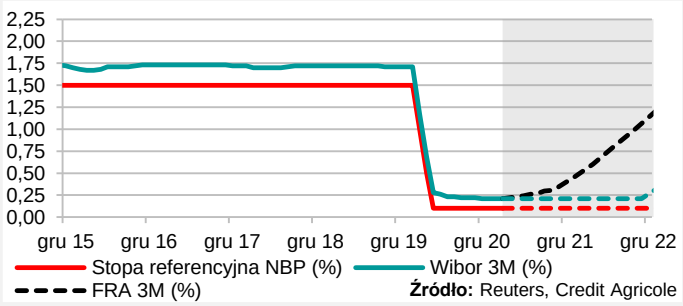
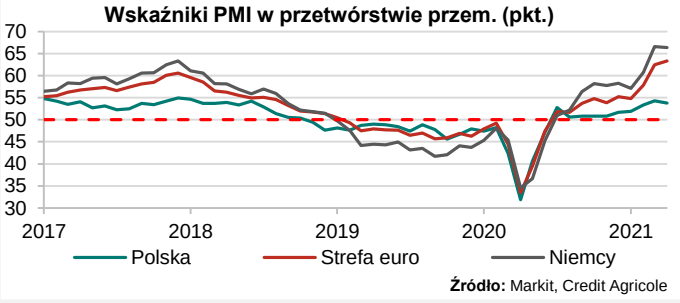
W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie. W komunikacie najprawdopodobniej poruszony zostanie temat inflacji kształtującej się obecnie znacząco powyżej ścieżki przedstawionej w marcowej projekcji NBP i jej wpływu na perspektywy polityki pieniężnej. Uważamy, że RPP podkreśli w komunikacie podażowy charakter obserwowanej obecnie inflacji i zwróci uwagę, że obniży się ona w perspektywie kilku kwartałów. Nastawienie RPP prezentowane w komunikacie nie ulegnie zatem znaczącym zmianom w porównaniu do kwietnia, wskazując na stabilizację stóp procentowych w najbliższych kwartałach. Publikacja komunikatu będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



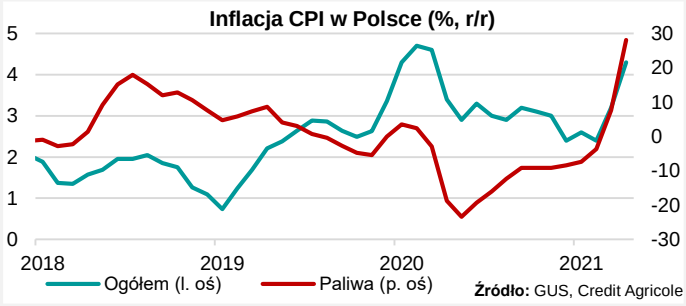
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 975 tys. osób w kwietniu wobec wzrostu o 916 tys. w marcu, przy jednoczesnym zmniejszeniu stopy bezrobocia do 5,8% w kwietniu wobec 6,0% w marcu. Będzie to efekt postępującego procesu szczepienia społeczeństwa i luzowania obostrzeń w niektórych stanach. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 808 tys. w kwietniu wobec 517 tys. w marcu). Wczoraj opublikowany został indeks ISM w przetwórstwie, który zmniejszył się do 60,7 pkt. w kwietniu wobec 64,6 pkt. w marcu, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynkowych (65,0 pkt.). Zmniejszenie indeksu wynikało z niższych wartości wszystkich jego składowych (produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów i czasów dostaw). Firmy ponownie zwracały uwagę na negatywny wpływ barier podażowych na swoją aktywność – niedoborów materiałów i komponentów oraz trudności ze znalezieniem pracowników. Publikacja danych z USA będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W piątek poznamy dane nt. bilansu handlowego w Chinach.** Oczekujemy, że saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w kwietniu do 17,8 mld USD wobec 13,8 mld USD w marcu. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się w kwietniu do 21,7% r/r wobec 30,6% w marcu, a dynamika importu wzrosła do 46,1% r/r wobec 38,1%. Utrzymujące się wysokie dynamiki eksportu i importu wynikają z efektów niskiej bazy sprzed roku związanych z wybuchem pandemii COVID-19. Publikacja danych z Chin powinna być neutralna dla rynków finansowych.
- **Dzisiaj opublikowany został indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który zmniejszył się do 53,7 pkt. w kwietniu z 54,3 pkt. w marcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (55,0 pkt.) i naszej prognozy (55,5 pkt.).** Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku indeksu był wolniejszy wzrost zamówień ogółem i produkcji bieżącej. Obie składowe ukształtowały się tylko nieznacznie powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Jednocześnie w kwietniu obserwowaliśmy silny wzrost zamówień eksportowych, co jest spójne z ożywieniem w



światowym handlu. Zgodnie z raportem PMI, firmy wskazywały, że czynnikami ograniczającymi produkcję były niedobory surowców oraz liczne nieobecności pracowników z powodu pandemii COVID-19. Ze względu na wspomniane ograniczenia podażowe w procesie produkcyjnym, zaległości produkcyjne wzrosły w kwietniu najszybszym tempie w historii badania. Oddziaływały one jednocześnie w kierunku dalszego wydłużenia czasu dostaw oraz szybszego wzrostu cen materiałów oraz wyrobów gotowych. Uważamy, że badania koniunktury mogą przeszacowywać negatywny wpływ wąskich gardeł na rzeczywistą aktywność w polskim przetwórstwie. Ponadto, z uwagi na efekty niskiej bazy sprzed roku oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej przekroczy 40% r/r w kwietniu br. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą w II poł. br., wraz z rosnącą dostępnością materiałów i odblokowywaniem globalnym łańcuchów dostaw, rosnący popyt zewnętrzny będzie dynamizował produkcję w branżach charakteryzujących się wysokim udziałem eksportu w sprzedaży, co stanowi wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy wzrostu gospodarczego w br. (4,6% r/r, patrz poniżej). Dzisiejsze wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie są naszym zdaniem lekko negatywne dla złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Agencja ratingowa Moody's utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A2 ze stabilną perspektywą.** W uzasadnieniu decyzji agencja zwróciła uwagę, że rating jest wypadkową kilku czynników: odporności polskiej gospodarki i relatywnie niskiego spadku PKB w trakcie pandemii, dobrej sytuacji w finansach publicznych oraz wyzwań w kontekście ram instytucjonalnych, szczególnie dotyczących niesprzyjających zmian w polskim systemie sądownictwa. Podniesienie ratingu mogłoby się zmaterializować w gdyby rząd z powodzeniem poprowadził politykę gospodarczą podczas wychodzenia z kryzysu pandemicznego oraz jeśli rząd podjąłby kroki zmierzające do odwrócenia niekorzystnych zmian instytucjonalnych związanych z praworządnością. Obniżka ratingu mogłaby się natomiast zmaterializować gdyby sytuacja w finansach publicznych wyraźnie się pogorszyła lub tempo wzrostu gospodarczego znacząco obniżyłoby się po pandemii. Dalsze znaczące pogorszenie sytuacji związanej z praworządnością, które negatywnie wpłynęłoby na klimat biznesowy i skutkowałoby pogorszeniem się relacji z UE, również byłoby czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski. Oczekujemy, że agencja Moody's nie zmieni ratingu Polski w horyzoncie kilku kwartałów.
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w kwietniu do 4,3% r/r wobec 3,2% w marcu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (4,0%) oraz naszej prognozy (4,1%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe", „nośniki energii" oraz „paliwa". W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki cen paliw (28,1% r/r w kwietniu wobec 7,6% w marcu) oraz żywności i napojów bezalkoholowych (1,2% wobec 0,5%), podczas gdy przeciwny wpływ miało zmniejszenie dynamiki cen nośników energii (3,9% wobec 4,2%), a także niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się do 3,6% wobec 3,9%. W maju oczekujemy dalszego wzrostu inflacji wspieranego przez zwiększenie dynamiki cen paliw oraz żywności. W efekcie w maju inflacja osiągnie swoje maksimum lokalne, choć uważamy, że nie



przekroczy ona poziomu 5%. Jest to spójne z naszą prognozą zakładającą, że w II kw. inflacja zwiększy się do 4,4% wobec 2,7% w I kw. (patrz poniżej).

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w kwietniu do 1,6% r/r wobec 1,3% w marcu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i lekko powyżej naszej prognozy (1,5%).** Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen żywności oraz usług. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja w strefie euro będzie kształtowała się w trendzie wzrostowym i w IV kw. br. przekroczy 2,0% r/r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2021 r. inflacja zwiększy się średniorocznie do 1,7% r/r wobec 0,3% w 2020 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowany został wstępny szacunek PKB w strefie euro.** Kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększyła się w I kw. do -0,6% wobec -0,7% w III kw. (-1,8% wobec -4,9%), kształtując się zgodnie z naszą prognozą i powyżej oczekiwań rynku (-0,8%). Spadek PKB w strefie euro w ujęciu kwartalnym wskazuje na silny wpływ trzeciej fali pandemii i związanych z nią restrykcji administracyjnych na aktywność gospodarczą w obszarze wspólnej waluty. Jednocześnie dane potwierdzają, że w strefie euro została odnotowana podwójna recesja (podczas I fali pandemii i podczas III fali pandemii). Spadek PKB w ujęciu kwartalnym został odnotowany m.in. w Niemczech (-1,7%), Włoszech (-0,4%) i Hiszpanii (-0,5%), podczas gdy wzrost PKB miał miejsce m.in. we Francji (0,4%). Szczegółowe dane obejmujące strukturę PKB w strefie euro poznamy 8 czerwca. Prognozujemy, że PKB w strefie euro zwiększy się w 2021 r. o 4,0% r/r wobec spadku o 6,6% w 2020 r., w 2022 r. wzrośnie o 4,1%.
- **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zwiększył się w kwietniu do 96,8 pkt. wobec 96,6 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku.** Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w przetwórstwie i handlu, podczas gdy pogorszenie koniunktury miało miejsce w usługach oraz budownictwie. Prognozujemy, że niemiecki PKB zwiększy się w II kw. o 1,3% wobec spadku o 1,7% w I kw.
- **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu FED utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%], co było zgodne z oczekiwaniami rynku.** Bez zmian pozostała również skala prowadzonego przez Rezerwę Federalną programu skupu aktywów wynosząca przynajmniej 120 mld USD miesięcznie, z czego co najmniej 80 mld USD stanowią obligacje skarbowe, a co najmniej 40 mld USD papiery MBS (mortgage-backed securities). W komunikacie podtrzymana została zapowiedź, zgodnie z którą skup aktywów będzie kontynuowany tak długo, aż nastąpi znaczący, dalszy postęp na drodze do osiągnięcia maksymalnego poziomu zatrudnienia i celu inflacyjnego. W swoim komunikacie FED nie zmienił również fragmentu, zgodnie z którym traktuje on swój cel inflacyjny (2%) jako średni poziom inflacji w długim okresie (tzw. AIT – average inflation targeting). Innymi słowy po okresie inflacji kształtującej się poniżej celu inflacyjnego, Rezerwa Federalna dopuszcza przejściowe odchylanie się inflacji powyżej poziomu 2%. W komunikacie FED zwrócił uwagę, że ze względu na postępujący program szczepień oraz silną interwencję państwa można zaobserwować wzrost aktywności gospodarczej oraz poprawę sytuacji na rynku pracy. Aktywność rośnie również w branżach najsilniej dotkniętych przez pandemię, niemniej pozostaje ona relatywnie niska. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell powiedział, że „to jeszcze nie czas, aby rozmawiać o ograniczaniu skali programu luzowania ilościowego" ponieważ rynek pracy nadal znajduje się daleko od poziomu równowagi. Z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej w USA na uwagę zasługują również ubiegłotygodniowe dane nt. inflacji PCE, która zwiększyła się w marcu do 2,3% r/r wobec 1,5% w lutym, przekraczając poziom 2% po raz pierwszy od 2018 r. Jej wzrost wynikał w znacznym stopniu z efektów niskiej bazy sprzed roku w przypadku cen nośników energii. Inflacja bazowa PCE zwiększyła się w marcu do 1,8% r/r wobec 1,4% w lutym. Uważamy, że w najbliższych miesiącach może ona przejściowo przekroczyć poziom 2,5%, co jest również spójne z oczekiwaniami FED. Rezerwa Federalna wielokrotnie podkreślała w swojej

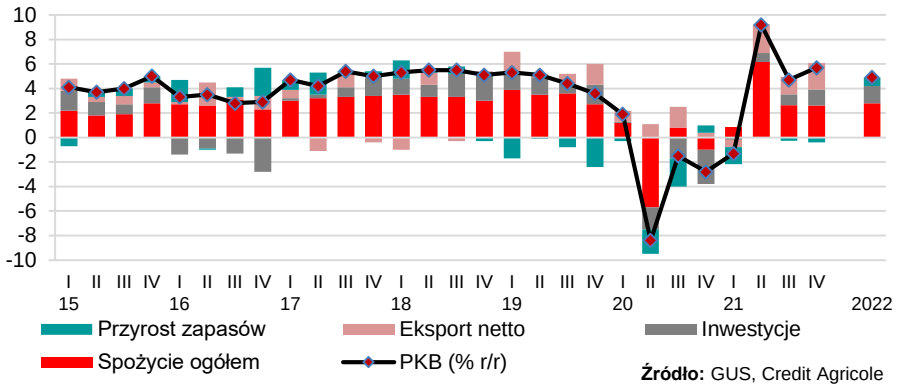
komunikacji, że traktuje swój cel inflacyjny jako średni poziom inflacji w długim okresie i nie zamierza reagować na przejściowy wzrost inflacji. Treść komunikatu FED, a także wypowiedzi J. Powella podczas konferencji po posiedzeniu stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zakładającego stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023. Jednocześnie uważamy, że FED rozpocznie ograniczanie skali skupu aktywów na początku 2022 r., choć dostrzegamy ryzyko, że w warunkach silnego ożywienia gospodarczego nastąpi to wcześniej, tj. w IV kw. 2021.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększyło się w I kw. do 6,4% wobec 4,3% w IV kw. 2020 r., kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (6,5%) oraz powyżej naszej prognozy (6,2%). Zwiększenie tempa wzrostu PKB pomiędzy IV kw. a I kw. wynikało z wyższych wkładów konsumpcji prywatnej (7,01 pp. w I kw. wobec 1,58 pp. w IV kw.), wydatków rządowych (1,12 pp. wobec -0,14 pp.) i eksportu netto (-0,87 pp. wobec -1,53 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady zapasów (-2,64 pp. wobec 1,37 pp.) oraz inwestycji (1,77 pp. wobec 3,04 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w I kw. była konsumpcja, podczas gdy w IV kw. były to inwestycje. Silny wzrost amerykańskiego PKB w I kw. odzwierciedla uruchomienie pakietu fiskalnego J. Bidena, a także wygasanie pandemii w USA wraz z rosnącą liczbą zaszczepionych osób (por. COVID Dashboard). W danych naszym zdaniem na uwagę zasługuje również silny spadek wkładu zapasów. Sugeruje on, że w warunkach narastających barier podażowych wiele firm realizowała napływające zamówienia redukując zapasy. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w marcu o 0,5% m/m wobec spadku o 0,9% w lutym, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (2,5%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe wzrosła w marcu do 1,6% wobec spadku o 0,3% w lutym. Tym sam wielkość zamówień na dobra trwałe w USA była w marcu już o 4,1% wyższa niż w lutym, czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na zamówienia. Z kolei wielkość zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty była w marcu o 10,2% wyższa niż w lutym, co wskazuje na perspektywę ożywienia inwestycji w USA w kolejnych miesiącach. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane z rynku pracy. Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 553 tys. wobec 566 tys. dwa tygodnie temu, co było lekko poniżej oczekiwań rynku (560 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 wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Indeks Conference Board zwiększył się w kwietniu do 121,7 pkt. wobec 109,0 pkt. w marcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (112,1 pkt.). Wzrost indeksu wynikał przede wszystkim z silnego wzrostu składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy składowa dla oczekiwań zwiększyła się tylko nieznacznie. Na poprawę koniunktury konsumenckiej wskazał również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w kwietniu do 88,3 pkt. wobec 84,9 pkt. w marcu i 86,5 pkt. we wstępnym szacunku. Podobnie jak w przypadku indeksu Conference Board jego wzrost wynikał przede wszystkim ze zwiększenia składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w II kw. do 5,1% wobec 6,4% w I kw. Jednocześnie 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%.
- **Indeks Caixin dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w kwietniu do 51,9 pkt. wobec 50,6 pkt., kształtując się powyżej oczekiwań rynku (50,8 pkt.).** Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów wszystkich pięciu jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów oraz czasu dostaw). W strukturze danych na uwagę zasługuje wyraźnie wydłużenie czasu dostaw, które zgodnie z komunikatem było w znacznym stopniu efektem niedoboru surowców i innych dóbr pośrednich wykorzystywanych w procesie produkcji. Na

pogorszenie koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast indeks CFLP PMI, który zmniejszył się w kwietniu do 51,1 pkt. wobec 51,9 pkt. w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (51,7 pkt.). W kierunku obniżenia indeksu oddziaływały efekty niskiej bazy sprzed miesiąca, co nie tłumaczy jednak całego spadku. Ubiegłotygodniowe mieszane wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2021 r. PKB w Chinach zwiększy się o 8,5% wobec wzrostu o 2,3% w 2020 r.

W ubiegłym tygodniu, ze względu na wyraźną poprawę sytuacji epidemicznej w Polsce (por. COVID Dashboard), rząd przedstawił harmonogram luzowania obostrzeń. Terminy zaprezentowane w harmonogramie są warunkowe i zależą od utrzymania się liczby zakażeń w trendzie spadkowym. 1 maja nastąpiło zapowiedziane wcześniej otwarcie salonów fryzjerskich oraz kosmetycznych. Od dziś otwarte są galerie handlowe oraz wielkopowierzchniowe sklepy meblowe i markety budowalne, a nauczanie w klasach 1-3 szkoły podstawowej przyjęło formę stacjonarną. Od 8 maja planowane jest wznowienie działalności hoteli przy ograniczeniu obłożenia miejsc na poziomie 50%. Od 15 maja planowane jest wznowienie działalności gastronomii, kin i teatrów na świeżym powietrzu oraz rozpoczęcie nauczania w szkołach w trybie hybrydowym. Od 29 maja możliwe będzie m.in. wznowienie działalności gastronomii, kin i teatrów przy ograniczeniu obłożenia miejsc na poziomie 50%. W ścisłym reżimie sanitarnym działalność wznowią również siłownie oraz przywrócona zostanie nauka stacjonarna w szkołach. Ogłoszony przez rząd stopniowego luzowania obostrzeń jest spójny z naszym scenariuszem makroekonomicznym (patrz poniżej).

Prognozy na lata 2021-2022



Źródło: GUS, Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy nasze prognozy makroekonomiczne uwzględniające napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury oraz informacje dotyczące przebiegu pandemii COVID-19 (por. tabela na str. 9). Oczekujemy, że dynamika PKB w 2021 r. wyniesie 4,6% r/r (3,6% przed rewizją). Jednocześnie utrzymaliśmy niezmienioną prognozę wzrostu gospodarczego na 2022 r. (4,9% r/r).

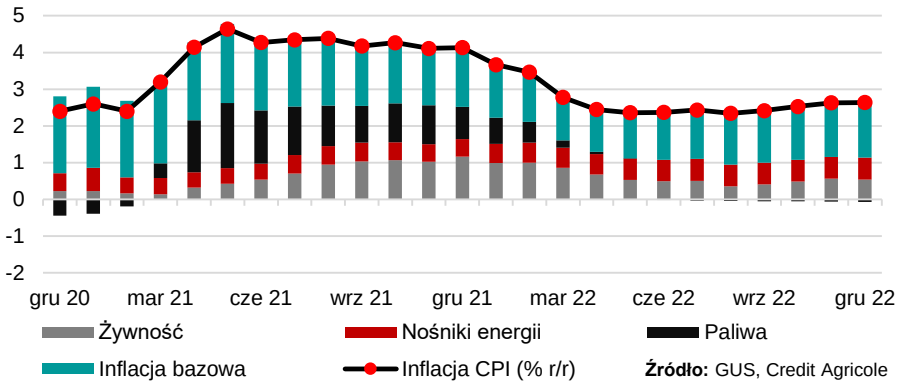
Głównym argumentem na rzecz rewizji w górę dynamiki PKB w br. jest odnotowany w marcu br. znacząco wyższy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej. Był on dużą niespodzianką w kontekście sygnalizowanych w badaniach koniunktury barier w postaci wąskich gardeł w globalnych łańcuchach dostaw, a więc niedoborów surowców, materiałów i półfabrykatów (por. MAKROpuls z 21.04.2021). Marcowe dane o produkcji wskazują, że bariery podażowe ograniczają aktywność w przemyśle w dużo mniejszym stopniu niż sygnalizowały to dane o koniunkturze, a w rezultacie wkład produkcji przemysłowej do wzrostu wartości dodanej w całym 2021 r. będzie wyraźnie wyższy niż wcześniej oczekiwaliśmy. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej, wspierana przez efekty niskiej bazy sprzed roku, przekroczy 40% r/r w kwietniu br.

Od strony popytowej PKB, szybki wzrost produkcji będzie materializował się w postaci przyspieszenia eksportu. Ożywienie w światowym handlu pozostaje głównym czynnikiem wzrostu produkcji przemysłowej w Polsce, a opublikowane w ostatnich tygodniach wyprzedzające wskaźniki koniunktury

sygnalizują duże prawdopodobieństwo utrzymania się wysokiego popytu na polski eksport w najbliższych miesiącach. Ponadto, w naszej ocenie w ostatnich kwartałach nastąpiła geograficzna reorientacja procesu produkcji przez globalne przedsiębiorstwa europejskie, m.in. w celu zwiększenia bezpieczeństwa łańcuchów dostaw. Reorientacja ta jest korzystna dla polskich przedsiębiorstw, które zwiększyły sprzedaż do dotychczasowych klientów lub nowych odbiorców, np. poprzez częściowe przejmowanie roli dostawcy komponentów/materiałów od przedsiębiorstw zlokalizowanych w Chinach. Będzie to dodatkowy czynnik wspierający eksport z Polski w najbliższych kwartałach. Wraz z oczekiwanym przez nas stopniowym ustępowaniem problemu wąskich gardeł w polskim i globalnym przetwórstwie, ożywienie produkcji przemysłowej i eksportu utrzyma się.

Drugim czynnikiem oddziałującym w kierunku podniesienia ścieżki PKB będzie wyższe od naszych wcześniejszych oczekiwań tempo wzrostu konsumpcji. Analiza raportów Google na temat przemieszczania się (por. MAKROmapa z 19.04.2021) wskazuje, że restrykcje administracyjne wprowadzane w br. przez rząd mają znacząco mniejszy wpływ na mobilność społeczeństwa niż rok temu. Może wynikać to z mniejszej obawy przed zakażaniem wśród rosnącej liczby zaszczepionych osób i ozdrowieńców, jak również przystosowania się społeczeństwa do życia w warunkach pandemii. Oznacza to, że negatywny wpływ restrykcji administracyjnych na konsumpcję słabnie. Ponadto w br. obostrzenia będą znoszone szybciej niż w ub. roku (np. powrót do nauki w szkołach, patrz powyżej) mimo utrzymującego się silnego przeciążenia szpitali, co będzie stanowić dodatkowe wsparcie dla konsumpcji prywatnej. Oczekujemy, że dynamika konsumpcji, wspierana przez efekty bazy osiągnie poziom 10,2% r/r w II kw., a następnie będzie kształtować się na poziomie ok. 4% w II poł. br. Oczekujemy, że obostrzenia wprowadzone jesienią br. (w trakcie spodziewanej IV fali pandemii) będą dużo łagodniejsze niż te obserwowane dotychczas. Tym samym ich negatywny wpływ na tempo wzrostu konsumpcji i PKB będzie ograniczony.

Oczekujemy wzrostu inwestycji ogółem w ujęciu r/r, począwszy od II kw. br. z uwagi na efekty niskiej bazy. W 2022 r. ważnym czynnikiem wsparcia dla wzrostu PKB będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy (por. MAKROmapa z 19.10.2020). Uważamy, że potencjał do wzrostu publicznych nakładów brutto na środki trwałe w ujęciu rok do roku jest ograniczony w 2021 r. z uwagi na efekt oszczędności w jednostkach samorządu terytorialnego w warunkach trudnej sytuacji finansowej spowodowanej epidemią COVID-19.



Źródło: GUS, Credit Agricole

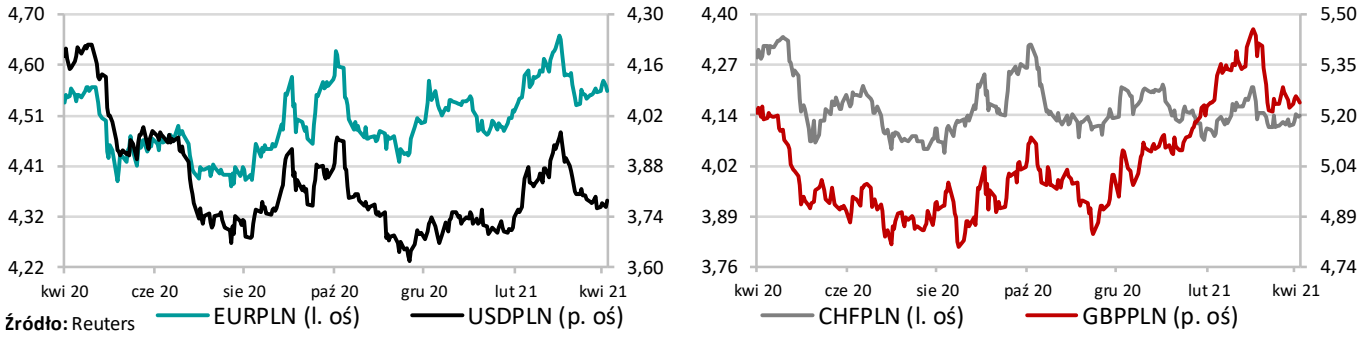
Zrewidowaliśmy również naszą prognozę inflacji. Oczekujemy, że wyniesie ona średniorocznie 3,9% r/r w 2021 r. i obniży się do 2,7% w 2022 r. Głównym czynnikiem uzasadniającym rewizję naszego scenariusza jest kształtowanie się – wyżej od oczekiwań – cen ropy na światowym rynku. W połączeniu z osłabieniem kursu złotego oddziałują one w kierunku podniesienia ścieżki dynamiki cen paliw. Nie oczekujemy, że ceny ropy wzrosną wyraźnie w horyzoncie kilku miesięcy. Niemniej jednak z uwagi na efekty niskiej bazy sprzed roku (silny spadek cen paliw na początku pandemii) w maju zaobserwujemy tempo wzrostu cen paliw przekraczające 30% r/r. W rezultacie inflacja ogółem w maju br. przejściowo przekroczy 4,5%. W kolejnych kwartałach, wraz z postępującym ożywieniem globalnym, ceny ropy na światowym rynku będą kształtowały się w trendzie wzrostowym. Z uwagi na wygasanie wspomnianych wyżej efektów niskiej bazy dynamika cen paliw będzie się stopniowo obniżać od czerwca br. Zrewidowaliśmy w górę naszą ścieżkę cen żywności. Obecnie oczekujemy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych obniży się w 2021 r. do 2,3% wobec

4,8% w 2020 r., a w 2022 r. ukształtuje się na poziomie 2,2% (1,8% w 2021 r. i 2,6% w 2020 r. przed rewizją). Główną przyczyną rewizji są znaczące straty produkcyjne wyrządzone w ostatnich tygodniach przez ptasią grypę w Polsce, które w najbliższych miesiącach będą oddziaływać w kierunku wzrostu cen drobiu. Wyższa ścieżka cen żywności będzie wynikać również z dalszego silnego wzrostu cen zbóż na światowych rynkach związanego m.in. z pogorszeniem warunków agrometeorologicznych wśród ich głównych producentów i eksporterów, co będzie sprzyjać wyższej dynamice cen w kategorii „pieczywo i produkty zbożowe". Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja bazowa będzie kształtowała się w trendzie spadkowym. Wsparciem dla takiej tendencji będą efekty wysokiej bazy sprzed roku oraz zmniejszenie inflacji bazowej w strefie euro. W II poł. br. i w 2022 r. czynnikiem proinflacyjnym będzie oczekiwana przez nas poprawa sytuacji gospodarczej. Niskie bezrobocie będzie sprzyjało narastaniu presji płacowej.

Nasz scenariusz inflacyjny, w którym dynamika cen ogółem, po przejściowym wzroście blisko 5% w maju br., obniży się do ok. 3% r/r pod koniec 2022 r. stanowi wsparcie dla naszej prognozy stóp procentowych w Polsce. Podtrzymujemy naszą prognozę, iż RPP rozpocznie cykl zacieśniania polityki pieniężnej w marcu 2023 r. Oprócz inflacji kształtującej się powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%) argumentem na rzecz podwyżki stóp procentowych będzie oczekiwane przez nas wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko materializacji scenariusza, w którym RPP zdecyduje się na jednorazową podwyżkę stóp procentowych w czerwcu br. zorientowaną na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych (w odpowiedzi na bieżącą inflację kształtującą się wyraźnie powyżej celu NBP), jednak nie jest to nasz scenariusz bazowy. Prognozowane przez nas ożywienie gospodarcze w Polsce i na świecie, jak również oczekiwane zaostrzenie polityki pieniężnej przez RPP będą stanowić wsparcie dla kursu złotego. Oczekujemy dalszego spadku kursu EURPLN do 4,37 na koniec 2021 r. i 4,27 na koniec 2022 r.

Wydźwięk komunikatu po posiedzeniu RPP może osłabić złotego

Kursy walutowe



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5559 (osłabienie złotego o 0,1%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN charakteryzował się niską na tle ostatnich tygodni zmiennością, czemu sprzyjała stabilizacja indeksu VIX odzwierciedlającego zmiany awersji do ryzyka wśród inwestorów. Opublikowane w piątek wyraźnie wyższe od oczekiwań wstępne dane o inflacji w Polsce nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Piątkowa decyzja agencji Moody's o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, stąd nie miała wpływu na kurs złotego.

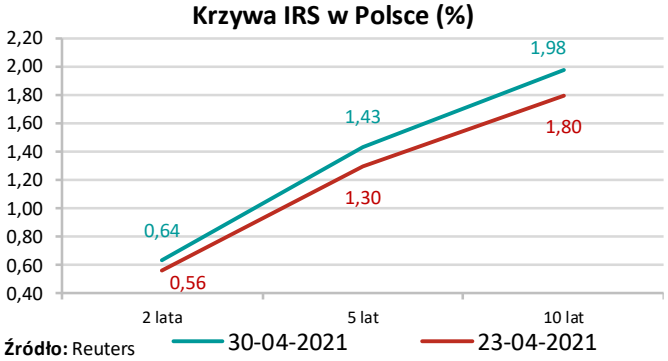
W ubiegłym tygodniu kurs EURUSD kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Osłabieniu dolara względem euro sprzyjał gołębi wydźwięk konferencji po posiedzeniu FOMC. Publikacje danych o PKB i inflacji w strefie euro oraz PKB w USA nie miały istotnego wpływu na rynek.

Dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa jest lekko negatywna dla złotego. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie posiedzenie RPP. Uważamy, że publikacja komunikatu po posiedzeniu może przyczynić się do lekkiego osłabienia złotego. Zaplanowane na piątek publikacje danych

o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA oraz o bilansie handlowym w Chinach będą naszym zdaniem neutralne dla kursu polskiej waluty.

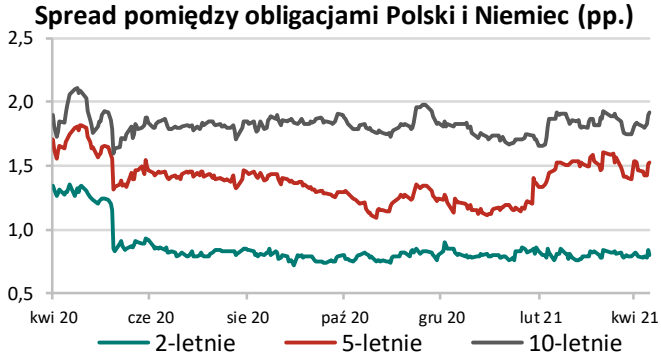
Posiedzenie RPP może przyczynić się do lekkiego spadku stawek IRS

Krzywa IRS w Polsce (%)



Źródło: Reuters

Spread pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec (pp.)



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,64 (wzrost o 8pb), 5-letnie do 1,43 (wzrost o 13pb), a 10-letnie do 1,98 (wzrost o 18pb). W zeszłym tygodniu doszło do 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. Zostały one dodatkowo nasilone przez wypowiedź szefa FED J. Powella na konferencji po posiedzeniu FOMC, który jednoznacznie zakomunikował, że mimo obserwowanego w USA wzrostu inflacji jest jeszcze zbyt wcześnie by mówić o ograniczaniu skali programu luzowania ilościowego. Na krajowym rynku w kierunku wzrostu stawek IRS oddziaływały również oczekiwania na publikację danych o inflacji w Polsce. W ubiegłym tygodniu NBP przeprowadził operację outright buy, podczas której skupił papiery o wartości 5,0 mld PLN, z czego 4,87 mld PLN stanowiły obligacje skarbowe, a 0,13 mld PLN obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Tym samym wartość dotychczas skupionych przez NBP obligacji wynosi 123,8 mld PLN. W ubiegłym tygodniu BGK przeprowadził również aukcję, na której sprzedał obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o 7-, 12 i 20-letnich terminach zapadalności za 3,3 mld PLN. Piątkowa decyzja agencji Moody's o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, stąd nie miała wpływu na krzywą.

Dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa jest lekko negatywna dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie RPP, które w naszej ocenie może przyczynić się do lekkiego spadku stawek IRS. Uważamy, że dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA nie będą miały istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą również dane nt. bilansu handlowego w Chinach.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	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	maj 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	**0,10**
Kurs EURPLN*	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	4,52	4,52	4,63	4,56	**4,53**
Kurs USDPLN*	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	**3,74**
Kurs CHFPLN*	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,14	**4,12**
Inflacja CPI (r/r, %)	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	**4,1**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	**3,6**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,9	**43,0**	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	3,9	**5,3**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	**29,5**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	**10,3**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	**1,1**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	**6,2**	
Saldo ROB (mln EUR)	717	1556	3333	650	1273	1330	2307	1956	477	3341	1619	**1636**		
Eksport (r/r, %, EUR)	-29,6	-19,2	4,3	2,2	2,4	6,6	3,7	10,0	14,6	-0,9	6,2	**27,3**		
Import (r/r, %, EUR)	-28,9	-27,3	-7,4	-3,6	-4,0	2,1	-4,2	4,1	12,4	-4,0	6,0	**22,1**		

* 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	-1,3	9,2	4,7	5,7	-2,7	4,6	4,9
Konsumpcja (%, r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	0,6	10,2	3,6	4,3	-3,0	4,5	4,5
Inwestycje (%, r/r)	0,9	-10,7	-9,0	-10,9	-1,4	4,6	5,6	6,1	-9,6	4,3	7,8
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,0	-14,5	2,0	8,0	7,0	12,2	8,1	9,2	-0,2	9,0	8,3
Import (ceny stałe, %, r/r)	0,4	-18,0	-1,0	7,9	9,0	9,1	6,3	6,1	-1,9	7,5	8,9
Wkłady do wzrostu PKB – Spożycie prywatne (pp.)	0,8	-6,2	0,2	-1,7	0,4	5,7	2,1	2,1	-1,7	2,5	2,5
Wkłady do wzrostu PKB – Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,8	-0,2	0,7	0,9	1,3	-1,8	0,7	1,3
Wkłady do wzrostu PKB – Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	1,7	0,4	-0,6	2,3	1,4	2,2	0,8	1,4	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	5,6	5,6	6,2	5,6	5,1
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,7	-1,8	-0,7	0,0	0,0	1,8	0,9	0,7	-0,5	0,9	0,4
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)	7,7	3,8	4,8	5,0	3,5	5,5	4,9	4,5	5,3	4,6	5,8
Inflacja CPI (%)*	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,4	4,3	4,2	3,4	3,9	2,7
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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Poniedziałek 03.05.2021 r.				
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	66,4	66,4	66,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	63,3	63,3	63,3
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	60,6		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	64,7	65,0	65,0
		Wtorek 04.05.2021 r.				
9:00	**Polska**	**Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)**	**Kwiecień**	**54,3**	**55,5**	**55,0**
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Marzec	-0,8	0,7	1,1
		Środa 05.05.2021 r.				
	Polska	**Decyzja o stopach procentowych NBP (%)**	**Maj**	**0,10**	**0,10**	**0,10**
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Kwiecień	50,3	50,3	50,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Kwiecień	53,7	53,7	53,7
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	1,5		4,0
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Kwiecień	517		808
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Kwiecień	63,7	64,5	64,3
		Czwartek 06.05.2021 r.				
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Marzec	1,2		1,9
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Marzec	3,0		1,4
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Maj	0,10	0,10	0,10
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	553		540
		Piątek 07.05.2021 r.				
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Kwiecień	13,8		
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Marzec	19,1		19,0
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	-1,6		2,0
14:00	**Polska**	***Minutes* z posiedzenia RPP**	***Maj***			
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Kwiecień	6,0	5,8	5,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Kwiecień	916	975	950
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Marzec	1,4		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Marzec	-0,8		

* 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

Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krystian JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41
krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Ekonomista
tel.: 22 573 18 42
jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: **mboineau@credit-agricole.pl**

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.