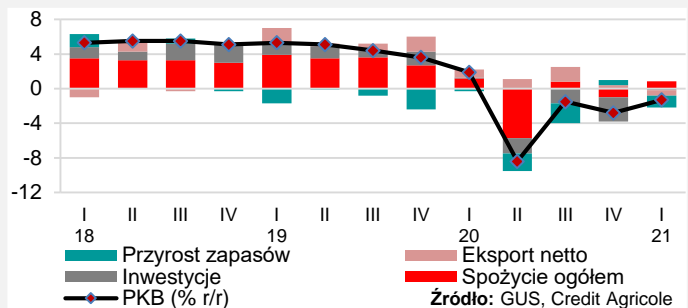


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce w I kw.** Prognozujemy, że dynamika PKB zwiększyła się do -1,3% r/r z -2,8% w IV kw. ub. r. z uwagi na mniej dotkliwy wpływ obostrzeń na aktywność gospodarczą oraz efekty niskiej bazy sprzed roku. Oczekujemy, że dynamika konsumpcji po raz pierwszy od I kw. 2020 r. osiągnęła dodatnią wartość, podczas gdy inwestycje wciąż spadały w ujęciu r/r w I kw. br. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (-0,9%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na wtorek posiedzenie Sądu Najwyższego (SN) w sprawie rozstrzygnięcia zagadnień prawnych związanych z kredytami walutowymi.** Po pierwsze SN, wypowie się czy klauzule abuzywne w umowach kredytowych dotyczące kursu walutowego mogą być zastąpione zapisami zgodnymi z przepisami prawa cywilnego lub powszechną praktyką. Po drugie, jeśli okaże się, że klauzule dotyczące kursu walutowego nie są wiążące, SN rozstrzygnie, czy pozostałe zapisy umowy pozostają wiążące. Po trzecie, SN przedstawi sposób rozliczenia zobowiązań pomiędzy klientami i bankami w przypadku gdy umowa kredytowa okazuje się nieważna. Szczegółowy wyrok SN jest trudny do przewidzenia. Niezależnie od wyniku nie spodziewamy się, żeby miał on istotny krótko- i średnioterminowy wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Wyrok SN będzie ważnym czynnikiem determinującym obciążenia dla sektora bankowego związane z koniecznością tworzenia rezerw wynikających z podejmowania ugód z klientami. Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) wydany dwa tygodnie temu zmniejsza ryzyko zaproponowania przez SN rozwiązania w sprawie kredytów walutowych, które wiązałyby się z drastycznymi stratami dla banków (np. w wyniku braku konieczności zwrotu kapitału przez kredytobiorcę). TSUE uznał bowiem, że unieważnienie umowy kredytu nie może zależeć od wyraźnego żądania konsumentów, lecz powinno wynikać z obiektywnego zastosowania przez sąd krajowy kryteriów ustanowionych na mocy prawa krajowego. Uważamy, że po wydaniu wyroku przez SN możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w kwietniu o 1,2% m/m wobec wzrostu o 8,7% w marcu. Spadek dynamiki jest rezultatem oddziaływania efektów wysokiej bazy sprzed miesiąca związanych z podwyższonymi wydatkami gospodarstw domowych finansowanych z transferów socjalnych (por. MAKROmapa z 19.04.2021). Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w kwietniu do 0,3% m/m wobec 1,4% w marcu, co będzie spójne ze spadkiem zatrudnienia w przetwórstwie odnotowanym w kwietniu (patrz poniżej). Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w kwietniu do 3,6% r/r wobec 2,6% w marcu, do czego przyczynił się wzrost inflacji bazowej oraz dynamiki cen nośników energii wspieranych przez efekty niskiej bazy sprzed roku. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zwiększyła się do 90,0 pkt. w maju wobec 88,3 pkt. w kwietniu ze względu na postępujący proces szczepienia społeczeństwa i uruchomienie pakietu fiskalnego. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Zgodnie



- z konsensusem jego wartość zwiększyła się do 70,9 pkt. w maju wobec 70,7 pkt. w kwietniu. Naszym zdaniem publikacja indeksu będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w marcu.** Oczekujemy nieznacznego zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 1636 mln EUR wobec 1619 mln EUR w lutym, będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się z 6,2% r/r w lutym do 27,3% w marcu, a dynamika importu wzrosła z 6,0% r/r do 22,1%. Silny wzrost eksportu i importu będzie spójny z odnotowanym w marcu przyspieszeniem produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej wspieranym przez efekty niskiej bazy sprzed roku związane z wybuchem pandemii COVID-19. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
 - **W piątek opublikowane zostaną finalne dane o kwietniowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy nieznaczne ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w dół względem wstępnego szacunku (4,3% r/r wobec 3,2% w marcu). Uważamy, że w kierunku wzrostu wskaźnika w kwietniu oddziaływało zwiększenie dynamiki cen paliw oraz żywności i napojów bezalkoholowych, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa inflacja bazowa. Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

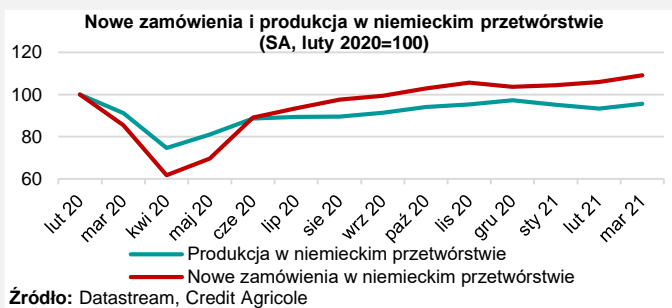
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%).** Zgodnie z komunikatem, RPP oczekuje ożywienia aktywności gospodarczej w najbliższych kwartałach, a głównym źródłem niepewności co do jego skali i tempa pozostaje dalszy przebieg pandemii w Polsce i za granicą. Podobnie jak w kwietniu br., w komunikacie podkreślono pozytywny wpływ działań ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowania polityki pieniężnej, na aktywność gospodarczą, która zdaniem Rady będzie wspierana również przez ożywienie w gospodarce światowej. W ocenie RPP napływające dane wskazują na poprawę koniunktury, choć jest ona silnie zróżnicowana między sektorami. 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 utrzymany został również zapis wskazujący na gotowość NBP do interwencji na rynku walutowym. Oceniając krótkookresowe perspektywy inflacji Rada wskazała na liczne czynniki podażowe (wzrost cen paliw i opłat za wywóz śmieci, rosnące ceny żywności, wyższe ceny energii elektrycznej) jako czynniki niezależne od krajowej polityki pieniężnej, które przyczynią się do utrzymywania się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Zdaniem Rady, źródłem presji inflacyjnej są również związane z pandemią wyższe koszty funkcjonowania przedsiębiorstw, spowodowane rosnącymi kosztami transportu i przejściowymi zakłóceniami w globalnych sieciach dostaw (por. MAKROpuls z 05.05.2021). W ocenie RPP wygaśnięcie wyżej wymienionych czynników przyczyni się do obniżenia inflacji w przyszłym roku. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym RPP nie zmieni stóp procentowych do końca 2022 r., a pierwszej podwyżki stopy referencyjnej z 0,10% do 0,25% oczekujemy w I kw. 2023 r. Dwa rozważane przez nas scenariusze wcześniejszych podwyżek (jednorazowa podwyżka „ostrzegawcza” w czerwcu br. oraz rozpoczęcie cyklu podwyżek w II poł. 2022 r.) są w naszej ocenie nadal mało prawdopodobne. Piątkowe wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej wskazują na jego silne przekonanie o potrzebie utrzymania stabilnych stóp procentowych w najbliższych miesiącach z powodu podwyższonej niepewności dotyczącej przyszłego przebiegu pandemii oraz przejściowego charakteru wstrząsów wywołujących obserwowany obecnie znaczący wzrost inflacji powyżej celu RPP. Z kolei nasza prognoza inflacji, wskazująca na jej stabilizację na poziomie zbliżonym do celu RPP począwszy od II kw. 2022 r.

(por. MAKROmapa z 4.05.2021), czyni scenariusz podwyżek stóp procentowych w 2022 r. mało prawdopodobnym mimo piątkowej lekko jastrzębiej wypowiedzi prezesa NBP sygnalizującej możliwość rozpoczęcia cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej w II poł. 2022 r.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały ważne dane z Niemiec.


Produkcja przemysłowa zwiększyła się w marcu o 2,5% m/m wobec spadku o 1,9% w lutym, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (+2,3%). Tym samym produkcja przemysłowa w Niemczech była w marcu o 4,3%

niższa niż w lutym 2020 r., czyli przed wybuchem pandemii. Produkcja przemysłowa zwiększyła się we wszystkich działach: w przetwórstwie, energetyce i budownictwie. Uwzględniając przeznaczenie wytwarzanych dóbr, spadek produkcji odnotowano jedynie w przypadku dóbr kapitałowych, podczas gdy produkcja dóbr pośrednich i konsumpcyjnych zwiększyła się. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane nt. zamówień w przetwórstwie, których dynamika zwiększyła się w marcu do 3,0% m/m wobec 1,4% w lutym, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (1,9%). Zwiększenie tempa wzrostu zamówień wynikało z wyższej dynamiki zarówno krajowych jak i zagranicznych zamówień, przy czym zamówienia krajowe rosły wyraźnie szybciej niż zagraniczne. Wyższe zamówienia zagraniczne odnotowano zarówno ze strefy euro jak i krajów spoza obszaru wspólnej waluty. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. nadwyżki w niemieckim bilansie handlowym, która zmniejszyła się w marcu do 14,3 mld EUR wobec 18,9 mld EUR w lutym, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (19,5 mld EUR). Jednocześnie wzrost odnotowała zarówno dynamika eksportu (1,2% m/m w marcu wobec 1,0% w lutym) jak i importu (6,5% wobec 3,6%). W obu przypadkach ukształtowały się one powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 0,5% i 0,7%). W danych z niemieckiej gospodarki na uwagę zasługuje utrzymująca się w ostatnich miesiącach wyraźnie wyższa dynamika nowych zamówień od produkcji. Jest to spójne z wynikami badań koniunktury sugerującymi, że istotnym czynnikiem ograniczającym ożywienie produkcji są narastające bariery podażowe (wąskie gardła w globalnych łańcuchach dostaw). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w Niemczech zwiększy się w II kw. br. o 1,3% wobec spadku o 1,7% w I kw. 2020 r.



W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 498 tys. wobec 590 tys. dwa tygodnie temu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (540 tys.). Jednocześnie jest to najniższa liczba nowych wniosków o zasiłek od marca 2020 r., choć kształtuje się ona nadal na poziomie ponad dwukrotnie wyższym niż przed pandemią. Liczba kontynuowanych wniosków nie zmieniła się i utrzymała się na poziomie 3,7 mln. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem, które zwiększyło się w kwietniu o 266 tys. wobec wzrostu o 770 tys. w marcu (rewizja w dół z 916 tys.), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 978 tys.). Wyraźnie słabszy od oczekiwań wzrost zatrudnienia w USA może wynikać z negatywnego wpływu zwiększonych zasiłków w ramach pakietu J. Bidena, które zniechęciły część osób do poszukiwania pracy. W tym samym czasie wiele firm bezskutecznie poszukiwało pracowników. Najsilniej zatrudnienie zwiększyło się w turystyce i rekreacji (+331 tys.), czyli dziale, w którym odnotowano największy spadek zatrudnienia podczas pandemii. Wskazuje to na ożywienie aktywności w tym sektorze wraz ze stopniowym wygasaniem pandemii w USA ze względu na rosnącą liczbę zaszczepionych osób (por. COVID Dashboard). Jednocześnie zatrudnienie w przetwórstwie obniżyło się o 18,0 tys., co stanowi pewne zaskoczenie w świetle wyników badań koniunktury (por. MAKROmapa z 04.05.2021). Stopa bezrobocia zwiększyła się w kwietniu do 6,1% wobec 6,0% w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (5,8%).

Wzrost stopy bezrobocia częściowo wynikał z powrotu na rynek pracy osób nieaktywnych zawodowo, które podczas pandemii straciły pracę. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wzrost współczynnika aktywności zawodowej do 61,7% w kwietniu wobec 61,5% w marcu. Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, w połączeniu z danymi o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wskazują, że mimo postępującej poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy nadal znajduje się on daleko od poziomu równowagi. W ubiegłym tygodniu poza skomentowanym przez nas w poprzedniej MAKROmapie indeksem ISM dla przetwórstwa (por. MAKROmapa z 04.05.2021) poznaliśmy także indeks ISM dla usług, który zmniejszył się w kwietniu do 62,7 pkt. wobec 63,7 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (64,3 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów składowych dla aktywności biznesowej oraz nowych zamówień, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla czasu dostaw i zatrudnienia. W usługach, podobnie jak w przetwórstwie, widać rosnącą presję kosztową, związaną z narastającymi barierami podażowymi. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wzrost indeksu dla cen płaconych przez firmy usługowe do najwyższego poziomu od lipca 2008 r. Napływające w ostatnich tygodniach dane z amerykańskiej gospodarki, a także wyższe od naszych oczekiwań tempo szczepień w USA skłoniły nas do rewizji ścieżki amerykańskiego PKB w górę. Uważamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB osiągnie swoje maksimum lokalne w II kw. br. na poziomie 10,2% i od III kw. br. będzie się ono kształtowało w trendzie spadkowym. W konsekwencji w całym 2021 r. amerykański PKB zwiększy się o 6,5% wobec spadku o 3,5% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 4,0%. Wyższa ścieżka PKB odzwierciedla m.in. pozytywny wpływ silnej poprawy nastrojów gospodarstw domowych na konsumpcję w obliczu wygasającej pandemii. Nasza prognoza nie uwzględnia planów prezydenta USA J. Bidena dotyczących uruchomienia nowego pakietu fiskalnego (tzw. pakiet infrastrukturalny). Uważamy, że jego kształt jest obciążony nadal zbyt dużą niepewnością, aby włączyć go do naszego scenariusza. Jednocześnie planowany wysoki udział wydatków infrastrukturalnych sprawia, że jego wpływ na amerykański PKB może zrealizować się już poza horyzontem naszej prognozy. Podtrzymujemy nasz scenariusz dotyczący polityki pieniężnej FED zakładający stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023. Nadal uważamy, że FED rozpocznie ograniczanie skali skupu aktywów na początku 2022 r. Dostrzegamy jednak ryzyko, że w warunkach silnego ożywienia gospodarczego zacieśnianie polityki pieniężnej nastąpi wcześniej, (rozpoczęcie ograniczania skali skupu aktywów w IV kw. br. i pierwsza podwyżka stóp w 2023 r.)

-  **Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w kwietniu do 42,9 mld USD wobec 13,8 mld USD w marcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (28,1 mld USD).** Zwiększyły się również dynamiki eksportu (32,3% r/r w kwietniu wobec 30,6% w marcu) oraz importu (43,1% wobec 38,1%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 24,1% oraz 42,5%). Choć utrzymujące się bardzo wysokie na tle historycznym dynamiki eksportu i importu wynikają w znacznym stopniu z efektów niskiej bazy sprzed roku, to dane odzwierciedlają również obserwowane w ostatnich kwartałach silne ożywienie w światowym handlu. Wyraźnie wyższy od oczekiwań wzrost eksportu częściowo mógł wynikać z przejścia części zamówień eksportowych realizowanych do tej pory przez Indie, których gospodarka pozostaje obecnie pod silnym wpływem pandemii. Z kolei w przypadku importu istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku jego wzrostu są wyższe ceny surowców. Ubiegłotygodniowe dane 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.

Jaki będzie wpływ Krajowego Planu Odbudowy na PKB?

Podział środków KPO na komponenty (mld EUR)*



Europejską. Poniżej przedstawiamy najważniejsze wnioski płynące z KPO, które są istotne z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce.

Kluczową zmianą w KPO jest rozszerzenie go o projekty realizowane z wykorzystaniem pożyczek – dotychczas dokument przedstawiał tylko sposób wydatkowania bezzwrotnych dotacji w ramach unijnego Funduszu Odbudowy. W rezultacie łączna kwota zagospodarowanych środków zwiększyła się do 35,97 mld EUR (12,1 mld EUR pożyczek i 23,9 mld EUR dotacji) wobec 23,9 mld EUR samych dotacji przewidzianych w poprzedniej wersji dokumentu.

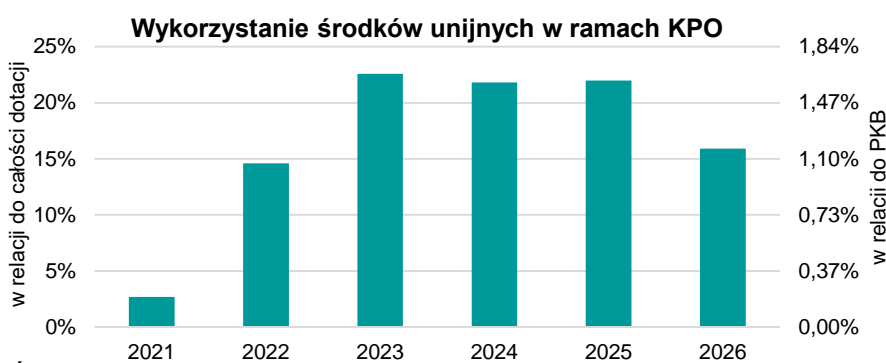
Strategiczny cel KPO, jak również jego podział na mniejsze segmenty nie zmienił się względem lutowej wersji dokumentu. Głównym celem KPO jest „odbudowa potencjału rozwojowego gospodarki utraconego w wyniku pandemii oraz wsparcie budowy trwałej konkurencyjności gospodarki i wzrost poziomu życia społeczeństwa w dłuższym horyzoncie czasowym”. Cel ten będzie realizowany z wykorzystaniem pięciu komponentów:

- ✓ **Odporność i konkurencyjność gospodarki** (4,5 mld EUR dotacji – 18,7% całości dotacji oraz 0,2 mld EUR pożyczek, 2,0% całości pożyczek), którego celem jest zapewnienie odporności gospodarki na kryzysy oraz tworzenie wysokiej jakości miejsc pracy
- ✓ **Zielona energia i zmniejszenie energochłonności** (5,7 mld EUR, 23,9% całości dotacji oraz 8,6 mld EUR pożyczek – 71,1% całości) – ograniczenie negatywnego oddziaływania gospodarki na środowisko, przy jednoczesnym zapewnieniu konkurencyjności i bezpieczeństwa energetycznego oraz ekologicznego kraju
- ✓ **Transformacja cyfrowa** (2,8 mld EUR, 11,7% całości dotacji oraz 2,1 mld EUR pożyczek – 17,3% całości) – wzmocnienie przemian cyfrowych w sektorze publicznym, społeczeństwie i gospodarce
- ✓ **Efektywność, dostępność i jakość systemu ochrony zdrowia** (4,1 mld EUR, 17,2% oraz 0,5 mld EUR, 3,7% całości) – sprawne funkcjonowanie systemu ochrony zdrowia oraz poprawa efektywności, dostępności oraz jakości świadczeń zdrowotnych.
- ✓ **Zielona, inteligentna mobilność** (6,8 mld EUR, 28,6% oraz 0,7 mld EUR pożyczek 5,8% całości) – rozwój zrównoważonego, bezpiecznego i odpornego systemu transportowego, zapewniającego odpowiednią obsługę potrzeb gospodarki i społeczeństwa

Struktura wydatkowania środków w ramach KPO jest zgodna z wytycznymi Komisji Europejskiej (KE), m.in. dotyczącymi udziału wydatków na cyfryzację wynoszących 21,5% (20,6% części grantowej KPO, 23,2% części pożyczkowej) wobec 20% wymaganych, a udział wydatków klimatycznych w KPO sięgnie 48,3% (18,2% części grantowej KPO i 68,3% części pożyczkowej) wobec wymaganych 37%.

Największą zmianą względem poprzedniej wersji programu KPO jest zwiększenie kwoty środków przeznaczonych na komponent „Zielona energia i zmniejszenie energochłonności” o 8,0 mld EUR z

wykorzystaniem pożyczek. W ramach tego komponentu dodano m.in. 3,25 mld EUR na wsparcie rozwoju morskich farm wiatrowych, 667 mln EUR na inwestycję dotyczącą zwiększenia potencjału zrównoważonej gospodarki wodnej na obszarach wiejskich, korzystając z części pożyczkowej rozszerzono do 2,8 mld EUR zakres interwencji dotyczących zielonych miast, przewidziano również 1,2 mld EUR na wsparcie budownictwa mieszkaniowego. Dodanie ostatniej pozycji do KPO jest efektem negocjacji pomiędzy Lewicą i Prawem i Sprawiedliwością, które miały miejsce w ostatnich tygodniach. Również pozostałe komponenty KPO zyskały na wprowadzeniu części pożyczkowej, jednak w mniejszym stopniu. Komponent „Transformacja cyfrowa zwiększył się łącznie o 1,9 mld EUR (efekt nowych inwestycji dotyczących rozwoju sieci komórkowej 5G), „Zielona, inteligentna mobilność” o 1,4 mld (rozszerzenie inwestycji przeznaczonych na różne środki transportu), a pozostałe dwa komponenty zwiększyły się łącznie o mniej niż 1 mld EUR.



Źródło: Credit Agricole

Na podstawie lutowej wersji KPO niemożliwe było ustalenie precyzyjnego tempa wykorzystania środków unijnych. W nowej wersji dokumentu podany został natomiast dokładny profil wykorzystania środków (por. wykres). Jest on kluczowy z punktu widzenia oceny skali wpływu KPO na polską gospodarkę w poszczególnych latach. Potwierdziło się nasze wcześniejsze założenie o niskim wykorzystaniu środków w 2021 r. (tylko 2,7% całości). W 2022 r. zwiększa się ono wyraźnie do 14,6% całości środków. W 2023 r. będzie ono jeszcze większe i utrzyma się na podobnym poziomie również w latach 2024-2025 (ok. 22-23% całości środków rocznie). W 2026 r. absorpcja zmniejszy się do 15,9% całości środków.

W dokumencie przedstawiony został również szacowany przez rząd wpływ KPO na kształtowanie się warunków makroekonomicznych w Polsce w średnim i długim okresie. Zgodnie z szacunkami opracowanymi na

Wpływ KPO (różnica względem scenariusza bazowego)			
	2022	2025	2040
PKB (%)	1,2	1,3	1,9
Zatrudnienie (%)	0,3	0,4	1,3

Źródło: Ministerstwo Finansów

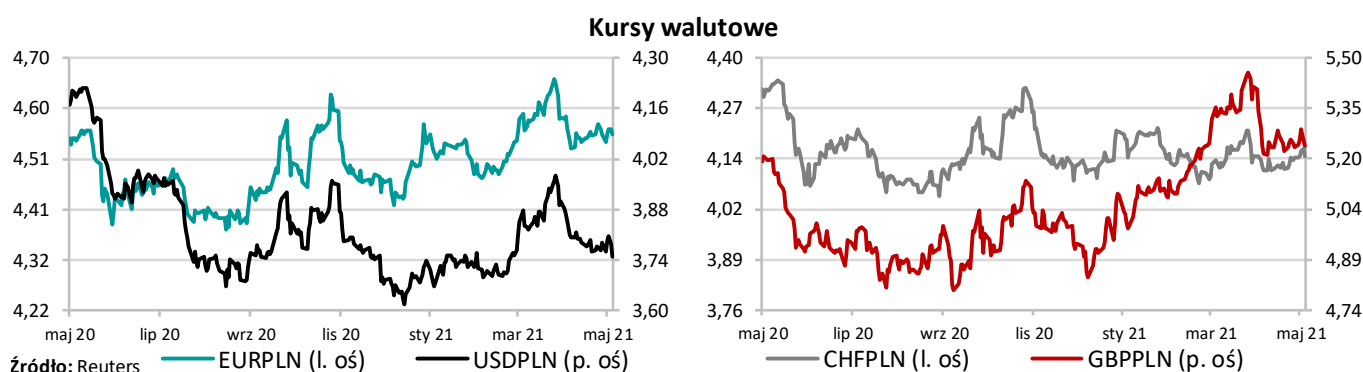
podstawie strukturalnego modelu ekonometrycznego Ministerstwa Finansów, w pierwszych trzech latach wykorzystania funduszy, tempo realnego wzrostu gospodarczego podniesie się średnio o 0,56 pkt. proc. w stosunku do scenariusza bazowego (tj. bez uruchomienia KPO). W rezultacie realizacja KPO przyczyni się w 2022 r. do zwiększenia realnego PKB o 1,2% i zatrudnienia o 0,3% w porównaniu do scenariusza bez KPO. W 2025 r. te efekty (względem scenariusza bazowego) wyniosą odpowiednio 1,3% i 0,4%. W dokumencie przedstawiono również długookresowe skutki KPO mierzone na podstawie szacunków potencjalnego PKB. Zgodnie z przedstawionymi wynikami, realizacja KPO przyczyni się do zwiększenia PKB o 1,9% i zatrudnienia o 1,3% w 2040 r.

Przedstawione przez MF szacunki średnioterminowych efektów KPO są zbliżone do naszych. W naszej analizie skupiliśmy się jedynie na analizie wpływu części grantowej KPO na tempo wzrostu gospodarczego w najbliższych latach, gdyż wykorzystanie kredytów może zmaterializować się w mniejszej skali niż przewiduje KPO. W obliczeniach wpływu grantów z Funduszu Odbudowy na wzrost gospodarczy w latach 2021-2027 posłużyliśmy się wynikami badań Picka (2020), który dla poszczególnych krajów UE oszacował mnożniki grantów programu Next Generation EU. Zgodnie z wynikami jego badań wartość mnożnika dla Polski wynosi 2,2. Oznacza to, że każde euro grantów wydanych w ramach KPO powiększa skumulowany PKB Polski w latach 2021-2027 o 2,2 euro (w cenach z 2020 r.). W konsekwencji szacujemy, że środki z

grantów przyczynią się do zwiększenia skumulowanego wzrostu PKB Polski w latach 2021-2027 o 66 mld EUR, co stanowi 1,5% prognozowanego przez nas skumulowanego wzrostu PKB w Polsce w tym okresie.

Biorąc pod uwagę przedstawiony w KPO profil wykorzystania środków (por. wykres), fundusze unijne będą w największym stopniu dynamizowały wzrost gospodarczy w 2022 r. i 2023 r. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, w którym tempo wzrostu PKB zwiększy się z 4,6% r/r w 2021 r. do 4,9% w 2022 r. i wyniesie 4,4% w 2023 r.

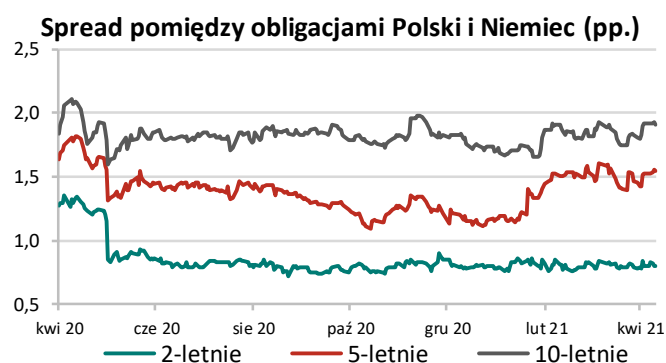
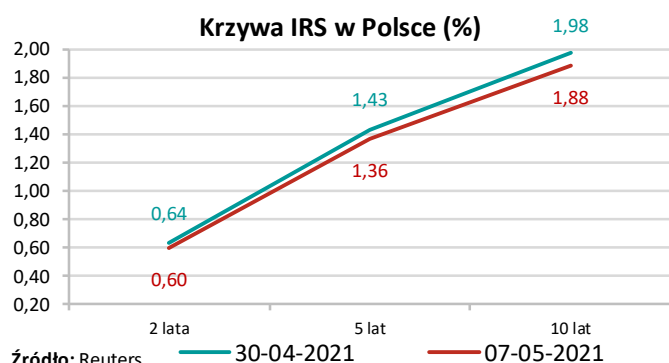
Wyższa zmienność EURPLN w oczekiwaniu na posiedzenie Sądu Najwyższego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,5551 (brak zmiany w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). Od poniedziałku do piątku kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. W tym samym czasie kurs EURHUF obniżał się. Wskazuje to, że złoty nieznacznie tracił na wartości pod wpływem czynników lokalnych, m.in. z uwagi na podwyższoną niepewność przed piątkową konferencją prasową prezesa NBP A. Glapińskiego. W piątek doszło do korekty i umocnienia złotego w reakcji na publikację wyraźnie słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy, a także jastrzębi wydzwięk wypowiedzi A. Glapińskiego podczas konferencji (patrz wyżej).

W ubiegłym tygodniu doszło również do wzrostu kurs EURUSD. Do osłabienia dolara względem euro przyczyniła się publikacja wyraźnie słabszych od oczekiwań danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, która zmniejszyła oczekiwania inwestorów na zacieśnianie polityki pieniężnej przez FED.

W tym tygodniu możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego w oczekiwaniu na posiedzenie Sądu Najwyższego w sprawie kredytów walutowych. W kierunku osłabienia złotego może oddziaływać zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o PKB w Polsce. Pozostałe krajowe dane (finalna inflacja, bilans płatniczy), a także liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Niemiec (indeks ZEW) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.


Krajowe dane o PKB w centrum uwagi rynku


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,60 (spadek o 4pb), 5-letnie do 1,36 (spadek o 7pb), a 10-letnie do 1,88 (spadek o 10pb). W zeszłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Była to w znacznym stopniu korekta po ich wyraźnym wzroście dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 04.05.2021). W piątek do spadku stawek IRS przyczyniła się publikacja słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy. W czwartek Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję zamiany długu, na której odkupiło obligacje zapadające w 2021 r. i 2022 r. za 4,2 mld PLN sprzedając obligacje o 2-, 5- i 10- letnich terminach zapadalności za 4,4 mld PLN przy popycie równym 5,4 mld PLN. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą.

Jastrzębi wydzwięk piątkowej konferencji prezesa NBP A. Głapińskiego (patrz wyżej) może sprzyjać wzrostowi stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie publikacja wstępnych danych o PKB w Polsce. Uważamy, że może ona oddziaływać w kierunku spadku stawek IRS. Pozostałe krajowe dane (finalna inflacja, bilans płatniczy), a także liczne dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inflacja, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Niemiec (indeks ZEW) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

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	4,15	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
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,8	-0,2	0,7	0,9	1,3	-1,8	0,7	1,3
	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ		PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 10.05.2021 r.							
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Maj	13,1			14,0
Wtorek 11.05.2021 r.							
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	4,4			6,6
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	0,4			1,0
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Maj	70,7			70,9
Środa 12.05.2021 r.							
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	-1,0			1,2
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Kwiecień	0,6	0,3		0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Kwiecień	0,3	0,4		0,3
Czwartek 13.05.2021 r.							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	498			500
Piątek 14.05.2021 r.							
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	I kw.	-2,8	-1,3		-0,9
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	3,2	4,1		4,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Kwiecień	9,8	1,2		1,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	1,4	0,3		1,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Kwiecień	74,4			75,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Marzec	0,5			0,3
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	88,3	90,0		91,0

* 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