

W tym tygodniu

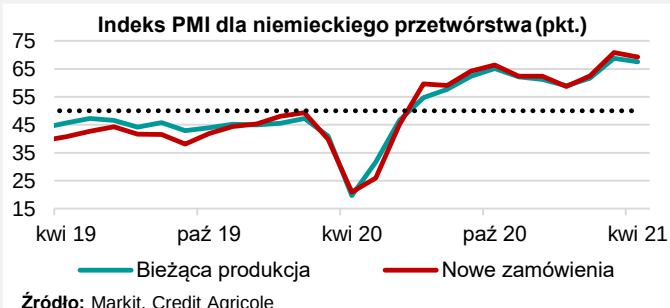
Najistotniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych majowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.

Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w maju do 58,1 pkt. wobec 53,8 pkt. w kwietniu, co będzie wynikało z coraz mniejszego wpływu obostrzeń na aktywność w usługach oraz ożywienia w światowym handlu wspierającego koniunkturę w przetwórstwie. Wzrost wskaźnika zaobserwujemy również w niemieckim przetwórstwie (do 68,0 pkt. w maju z 66,2 pkt. w kwietniu). Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu indeksu będą utrzymujące się bariery podażowe, powodujące wydłużenie czasu dostaw. Nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się powyżej konsensusu, a tym samym ich materializacja będzie lekko negatywna dla złotego i cen polskich obligacji.

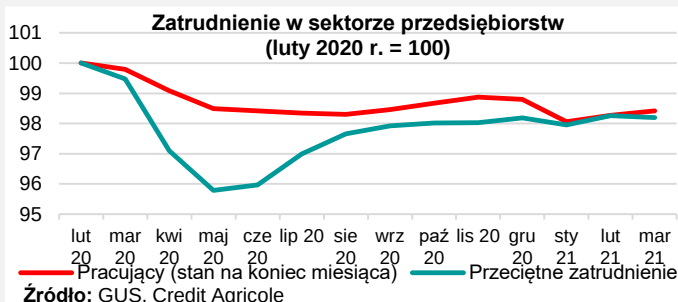
W środę opublikowane zostaną Minutes z ostatniego posiedzenia FOMC. Uważamy, że dokument nie dostarczy nowych informacji względem komunikatu i konferencji po posiedzeniu. Dokument zostanie utrzymany w gołęmb tonie, wskazując iż łagodna polityka FED będzie kontynuowana jeszcze przez dłuższy czas. Dodatkowo, powtórzona zostanie deklaracja, iż FED traktuje swój cel inflacyjny (2%) jako średni poziom inflacji w długim okresie. Innymi słowy po okresie inflacji kształtującej się poniżej celu inflacyjnego, Rezerwa Federalna dopuszcza przejściowe odchylenie się inflacji powyżej poziomu 2%. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023 r. Jednocześnie uważamy, że FED rozpocznie ograniczanie skali skupu aktywów na początku 2022 r., choć dostrzegamy ryzyko, że w warunkach silnego ożywienia gospodarczego i podwyższonej inflacji nastąpi to wcześniej, tj. w IV kw. 2021. Uważamy, że Minutes nie dostarczy nowych informacji w kontekście perspektyw polityki pieniężnej w USA, a ich publikacja nie spotka się z reakcją rynkową.

W tym tygodniu poznamy dane nt. amerykańskiego rynku nieruchomości. Oczekujemy, że dane dotyczące pozwoleń na budowę (1777 tys. w kwietniu wobec 1759 tys. w marcu), rozpoczętych budów (1713 tys. wobec 1739 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,07 mln w kwietniu wobec 6,01 mln w marcu) wskażą na lekki wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.

Dzisiaj opublikowane zostały dane z Chin. Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 9,8% r/r w kwietniu wobec 14,1% w marcu, dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 17,7% r/r wobec 34,2%, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich zmniejszyła się do 19,9% r/r wobec 25,6%. Dane o produkcji przemysłowej ukształtowały się na poziomie zgodnym z oczekiwaniami rynku, podczas gdy dane o sprzedaży detalicznej i inwestycjach w aglomeracjach miejskich okazały się odpowiednio niższe i nieznacznie wyższe od konsensusu rynkowego (odpowiednio 24,9% i 19,1%). Uwzględniając efekty niskiej bazy sprzed roku, które tłumaczą znaczną część wysokiego tempa wzrostu produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i inwestycji w aglomeracjach miejskich, dane wskazują, że tempo wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach jest coraz wolniejsze. Dane są naszym zdaniem neutralne dla rynków finansowych.



W czwartek poznamy marcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zwiększyła się w kwietniu do 1,1% r/r wobec -1,3% w marcu a dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się w kwietniu do 10,3% r/r wobec 8,0% w marcu. Czynnikiem oddziałującym w kierunku szybszego wzrostu zatrudnienia i wynagrodzeń są efekty niskiej bazy sprzed roku związane z wybuchem pandemii COVID-19. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w II kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.



W piątek opublikowane zostaną dane o kwietniowej produkcji budowlano-montażowej w Polsce. Prognozujemy, że spadek produkcji przemysłowej spowolnił do -9,0% r/r wobec -10,8% w marcu. Na lekki wzrost dynamikiłożyły się ożywienie w budownictwie mieszkaniowym i niekorzystne efekty kalendarzowe. Choć nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (-8,0%), jej materializacja nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

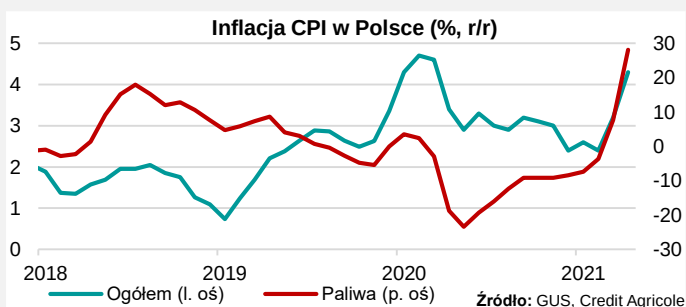
W weekend, w trakcie konwencji programowej Prawa i Sprawiedliwości zaprezentowany został Polski Ład – nowy program społeczno-gospodarczy. Z przedstawionych propozycji dotyczących gospodarki warto zwrócić uwagę na podniesienie kwoty wolnej od podatku do 30 tys. zł, pierwszego progu podatkowego do 120 tys. z oraz brak możliwości odliczenia stawki zdrowotnej. Zmiany te mają charakter redystrybucyjny, oddziałujący w kierunku podniesienia dochodu rozporządzalnego osób gorzej sytuowanych kosztem zmniejszenia dochodów osób bogatszych. Takie zmiany będą oddziaływały w kierunku wzrostu konsumpcji, gdyż osoby z niższych grup dochodowych charakteryzują się niższą skłonnością do oszczędzania i wyższą skłonnością do konsumpcji niż osoby z wyższych grup dochodowych. Propozycje przedstawione przez PiS mają charakter ogólnikowy i obecnie trudno ocenić, jaki będzie ostatecznie kształt ustaw wprowadzających Polski Ład w życie. Tym samym ocena wpływu tych postulatów na wzrost gospodarczy charakteryzuje się niepewnością. Niemniej jednak uważamy, że zaprezentowane w ostatnich dniach propozycje PiS stanowią ryzyko w górę dla naszych prognoz konsumpcji (4,5% r/r) i PKB (4,9%) w 2022 r.

W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie całego składu Izby Cywilnej Sądu Najwyższego w sprawie rozstrzygnięcia zagadnień prawnych dotyczących kredytów walutowych. Celem posiedzenia było wyjaśnienie narastających wątpliwości w interpretowaniu przepisów prawa w procesach dotyczących kredytów walutowych i zapewnienie jednolitości orzecznictwa w tej sprawie (por. MAKROMAPA z 10.05.2021). Sąd Najwyższy wstrzymał się z rozstrzygnięciem i postanowił powiadomić o toczącym się postępowaniu Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Rzecznika Finansowego, Prezesa NBP i KNF oraz zwrócił się z prośbą o zajęcie stanowiska przez te podmioty odnośnie do wątpliwości, które ma rozstrzygnąć Sąd Najwyższy. Instytucje mają 30 dni na zajęcie stanowiska. Swoją decyzję Sąd Najwyższy uzasadnił skutkami społeczno-gospodarczymi, jakie będzie miało jego orzeczenie. Można oczekiwać, że stanowiska prezesa NBP oraz KNF nie będą opowiadały się za radykalnymi rozwiązaniami, które generowałyby wysokie straty dla sektora. Zarówno prezes NBP jak i KNF w ostatnim czasie podkreślali

znaczenie stabilności systemu finansowego oraz niechęć do rozwiązań nielogicznych, radykalnych i sprzecznych z teorią ekonomii. Wsparcie dla takiej oceny stanowią m.in. ostatnie wypowiedzi prezesa NBP, który zwracał uwagę, że rozwiązanie problemu frankowiczów nie powinno skutkować tym, że znaleźliby się oni w lepszej sytuacji, niż osoby, które brały kredyty nominowane w złotych. Glapiński podkreślał również, że przyjęcie oprocentowania obowiązującego w innym kraju do kredytów nominowanych w złotych byłoby sprzeczne z regułami ekonomicznymi i finansowymi. Glapiński w swoich wypowiedziach zaznaczał także, że oddanie kapitału do czasowego korzystania co do zasady wiąże się z wynagrodzeniem, nawiązując w ten sposób do wątpliwości, czy przy unieważnieniu umowy kredytowej dopuszczalne jest roszczenie banku o wynagrodzenie za korzystanie kapitału. W podobnym duchu wypowiadał się również prezes KNF J. Jastrzębski. Zwracał on uwagę, że rozstrzygnięcie, w którym frankowicze znaleźliby się w lepszej sytuacji niż osoby, które brały kredyty nominowane w złotych stanowiłoby przykład przypadkowej redystrybucji korzyści ekonomicznych i wadliwie kształtowałoby motywacje uczestników rynku. Stanowiska niekorzystnego dla sektora bankowego można oczekiwać natomiast ze strony Rzecznika Finansowego oraz Rzecznika Praw Obywatelskich. Rzecznik Finansowy zgłaszał w ostatnim czasie podobne wątpliwości do tych rozpatrywanych przez Sąd Najwyższy i można oczekiwać, że w swojej opinii je podtrzyma. Uwzględniając jednak ostatnie wypowiedzi Rzecznika Finansowego jest możliwa pewna korekta jego dotychczasowego stanowiska uwzględniająca najnowsze orzecznictwo sądów powszechnych, Sądu Najwyższego oraz Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej. Z kolei Rzecznik Praw Obywatelskich najprawdopodobniej w swojej opinii podtrzyma kwestie podnoszone w złożonych przez siebie w ostatnim czasie licznych skargach nadzwyczajnych do Sądu Najwyższego w związku z kredytami walutowymi dotyczącymi m.in. klauzuli abuzywnych w umowach kredytowych. Warto jednak zwrócić uwagę, że wątpliwości zgłaszane przez te instytucje będą musiały być zestawione z opiniami Prezesa NBP i KNF akcentującymi gospodarczy wymiar problemu kredytów frankowych. W konsekwencji uważamy, że wstrzymanie się Sądu Najwyższego od orzeczenia do momentu zasięgnięcia opinii od wymienionych instytucji zwiększa prawdopodobieństwo umiarkowanie korzystnego wyroku dla sektora bankowego i jest pozytywne dla kursu złotego.

Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w kwietniu do 4,3% r/r wobec 3,2% w marcu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki cen paliw (28,1% r/r w kwietniu wobec 7,6% w marcu)



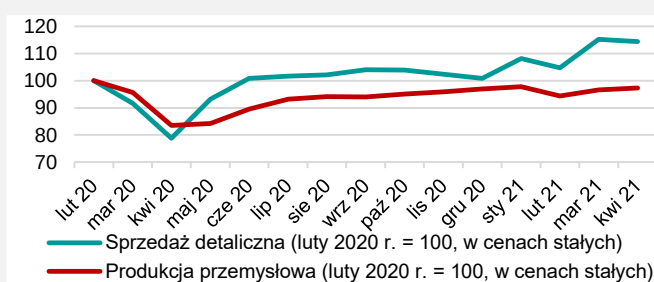
oraz żywności i napojów bezalkoholowych (1,2% wobec 0,5%), podczas gdy przeciwny wpływ miało zmniejszenie dynamiki cen nośników energii (4,0% wobec 4,2%), a także niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się do 3,7-3,8% wobec 3,9%. W kwietniowych danych o inflacji bazowej warto zwrócić uwagę na wzrost dynamiki cen w takich kategoriach jak „odzież i obuwie”, czy też „wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego”. W znacznym stopniu wynika on z realizacji odłożonego popytu przez część konsumentów, co dzieje się w warunkach rosnących barier podaży w niektórych branżach (por. MAKROpuls z 14.05.2021). Wyższa dynamika cen w tych kategoriach będzie w najbliższych miesiącach ograniczała spadek inflacji bazowej. Uważamy, że w maju inflacja osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie lekko poniżej 5% r/r. W kolejnych miesiącach będzie ona kształtowała się w łagodnym trendzie spadkowym w znacznym stopniu ze względu na zmniejszenie dynamiki cen paliw oraz spadek inflacji

bazowej (por. MAKROmapa z 04.05.2021). Niemniej kwietniowe dane stanowią ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w II kw. inflacja zwiększy się do 4,4% r/r wobec 2,7% w I kw., a w całym 2021 r. wzrośnie do 3,9% wobec 3,4% w 2020 r.

Zgodnie ze wstępnym, dynamika PKB w Polsce zwiększyła się do w I kw. -1,2% r/r wobec -2,7% r/r w IV kw. Kwartałna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w I kw. do 0,9% wobec -0,5% w IV kw. Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB uwzględniające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec miesiąca. Uważamy, że głównym źródłem zwiększenia dynamiki PKB w I kw. w porównaniu do IV kw. był wyższy wkład inwestycji, choć odnotowały one kolejny spadek w ujęciu rocznym. W kierunku zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego oddziaływał również wyższy wkład konsumpcji, która naszym zdaniem po raz pierwszy od I kw. 2020 r. zwiększyła się w ujęciu rocznym. Uważamy, że przeciwny wpływ na dynamikę PKB w I kw. miały niższe wkłady eksportu netto oraz zapasów. W kolejnych kwartałach w kierunku wzrostu dynamiki PKB będą oddziaływać efekty niskiej bazy, wzrost eksportu związany z korzystnymi dla polskich firm zmianami w globalnych łańcuchach dostaw (patrz niżej), a także zwiększenie konsumpcji i inwestycji wraz z wygasaniem pandemii, stąd I kw. był ostatnim kwartałem ze spadkiem PKB w ujęciu rocznym. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2021 r. PKB zwiększy się o 4,6% wobec wzrostu o 2,7% w 2020 r.

Nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyła się w marcu do 938 mln EUR wobec 1585 mln EUR w lutym. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, usług oraz dochodów pierwotnych (odpowiednio o 182 mln EUR, 614 mln EUR oraz 244 mln EUR niższe niż w lutym), podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe saldo dochodów wtórnych (o 393 mln EUR wyższe niż w lutym). Istotnie, w porównaniu do lutego, zwiększyły się dynamiki polskiego eksportu (27,7% r/r w marcu wobec 5,9% w lutym) oraz importu (24,6% wobec 6,2%). Silny wzrost eksportu i importu jest spójny z odnotowanym w marcu przyspieszeniem produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej wspieranym przez efekty niskiej bazy sprzed roku związane z wybuchem pandemii COVID-19. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększyło się w I kw. do 3,8% wobec 3,5% w IV kw. 2020 r., poprawiając tym samym rekord z IV kw. Uważamy, że utrzymująca się znacząca nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w Polsce będzie w najbliższych kwartałach czynnikiem sprzyjającym aprecjacji kursu złotego.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki. Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 473 tys. wobec 507 tys. dwa tygodnie temu, co było poniżej oczekiwań rynku (490 tys.). Z kolei liczba



Źródło: Datastream, Credit Agricole

kontynuowanych wniosków nie zmieniła się i wyniosła 3,7 mln. Dane wskazują tym samym, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy poprawia się, niemniej nadal znajduje się on daleko od równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się w kwietniu do 0,7% wobec 2,4% w marcu (rewizja w górę z 1,4%), kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (1,0%). W kierunku jej zwiększenia oddziaływała wyższa dynamika produkcji w górnictwie oraz przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów. W konsekwencji, wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w kwietniu do 74,9% wobec 74,4% w marcu i pozostaje ono nadal poniżej poziomów sprzed

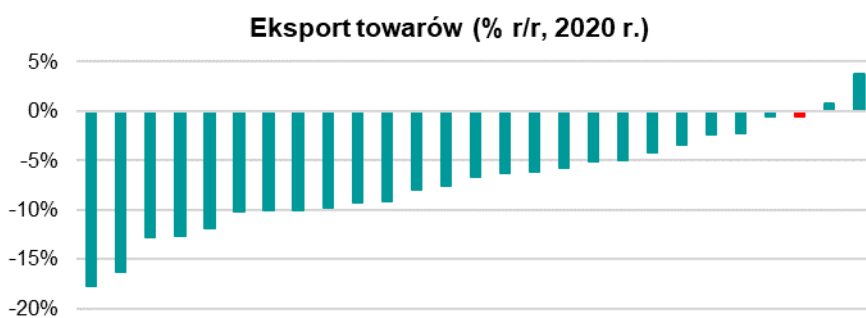
pandemii (ok. 77%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się w kwietniu do 0,0% wobec 10,7% w marcu (rewizja w górę z 9,8%), co było poniżej oczekiwań rynku (1,0%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży obniżyła się w kwietniu do -0,8% wobec 9,0% w marcu. Silny spadek dynamiki sprzedaży detalicznej wynikał z efektów wysokiej bazy sprzed miesiącach związanych głównie z uruchomieniem pakietu fiskalnego J. Bidena (por. MAKROMAPA z 19.04.2021). W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o inflacji CPI, która zwiększyła się w kwietniu do 4,2% r/r wobec 2,6% w marcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (3,6%). Wzrost inflacji wynikał z przede wszystkim z wyższej dynamiki cen nośników energii, a także zwiększenia inflacji bazowej (3,0% w kwietniu wobec 1,6% w marcu), podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek dynamiki cen żywności. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w maju do 82,8 pkt. wobec 88,3 pkt. w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (90,3 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Zgodnie z komunikatem go pogorszenia nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych przyczynił się silny wzrost inflacji i obawy o jej wpływ na realne wynagrodzenia. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym 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%.

➤ **Inflacji CPI w USA zwiększyła się w kwietniu do 4,2% r/r wobec 2,6% w marcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (3,6%).** Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen nośników energii, co było związane z efektami niskiej bazy sprzed roku. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała również wyższa inflacja bazowa (3,0% w kwietniu wobec 1,6% w marcu), która kształtując się znacząco powyżej konsensusu (2,3%) osiągnęła najwyższy poziom od stycznia 1996 r. Do zwiększenia inflacji bazowej przyczyniły się m.in. wyższe dynamiki cen najmu mieszkań, usług transportowych, w szczególności biletów lotniczych, samochodów oraz dóbr związanych z opieką medyczną. Taka struktura wzrostu inflacji bazowej sugeruje, że w istotnym stopniu była ona efektem realizacji odłożonego popytu. Ze względu na wyraźnie wyższy od naszych oczekiwań wzrost inflacji w kwietniu zdecydowaliśmy się zrewidować nasz scenariusz inflacji w USA w górę. Obecnie oczekujemy, że inflacja osiągnie swoje maksimum lokalne w maju na poziomie ok. 4,7%, a inflacja bazowa w czerwcu ukształtuje się na poziomie 3,6-3,7%. W II poł. br. oczekujemy spadku inflacji, choć utrzyma się ona na podwyższonym poziomie. W konsekwencji pod koniec 2021 r. inflacja bazowa najprawdopodobniej ukształtuje się lekko powyżej 3%. W 2022 r. oczekujemy znaczącego spadku inflacji ze względu na efekty wysokiej bazy. Wyraźnie wyższe od oczekiwań dane o inflacji wskazują, że inflacja PCE ukształtuje się powyżej marcowej projekcji FOMC. W efekcie, latem br. członkowie FOMC zaczną najprawdopodobniej dyskutować nt. rozpoczęcia ograniczania skali prowadzonego przez FED programu skupu aktywów. Podtrzymujemy nasz scenariusz dotyczący polityki pieniężnej FED zakładający stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023 oraz rozpoczęcie ograniczania skali skupu aktywów na początku 2022 r. W świetle ubiegłotygodniowych danych o inflacji dostrzegamy jednak ryzyko, że zacieśnianie polityki pieniężnej nastąpi wcześniej (rozpoczęcie ograniczania skali skupu aktywów w IV kw. br. i pierwsza podwyżka stóp w 2023 r.).

➤ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zwiększył się w maju do 84,4 pkt. wobec 70,7 pkt. w kwietniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (70,9 pkt.).** Tym samym indeks ukształtował się na najwyższym poziomie od lutego 2000 r. Zgodnie z

komunikatem zwiększenie indeksu odzwierciedla optymizm respondentów związany z wygasaniem pandemii i poprawiającymi się perspektywami gospodarczymi. Prognozujemy, że PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 2,9% wobec spadku o 4,8% w 2020 r.

Czy pandemia wzmocniła polskich eksporterów?



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

utrzymującego się wysokiego popytu na polski eksport. 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. Pełna weryfikacja powyższej hipotezy nie jest jeszcze możliwa z uwagi na opóźnienia w publikacji szczegółowych danych o światowym handlu międzynarodowym. Poniżej prezentujemy jednak wstępne obserwacje w tym zakresie.

Pomimo trwającej pandemii, w ostatnich miesiącach obserwowaliśmy szybki wzrost eksportu z Polski. W skali całego 2020 r. eksport towarów z Polski obniżył się jedynie o 0,6% r/r i była to jednocześnie trzecia najwyższa dynamika pośród krajów Unii Europejskiej (por. wykres). Ożywienie w światowym handlu było głównym źródłem



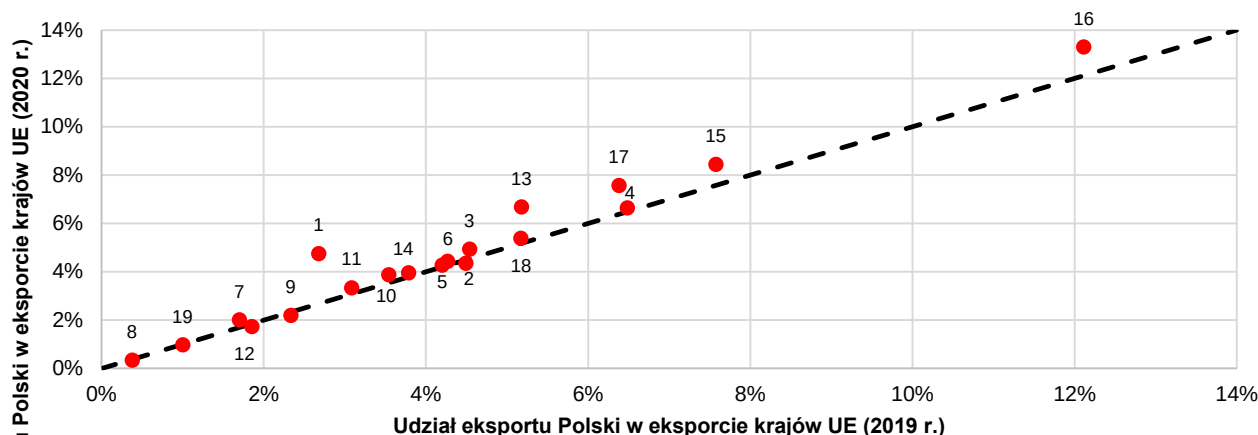
Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Polski względem innych krajów UE. Za sukces Polski na arenie międzynarodowej odpowiadał przede wszystkim eksport towarów konsumpcyjnych, który zwiększył się w 2020 r. o 4,7% r/r. W ubiegłym roku odnotowaliśmy również wzrost eksportu dóbr inwestycyjnych (o 0,9% r/r). Eksport dóbr pośrednich spadł natomiast o 3,6% r/r.

Biorąc pod uwagę, że dynamika eksportu towarów z Polski była w 2020 r. dużo wyższa niż w większości krajów UE, udział polskiego eksportu w łącznej wartości eksportu wszystkich krajów UE zwiększył się wyraźnie w ubiegłym roku do 5,0% (wobec 4,6% w 2019 r. i średnio 4,2% w latach 2015-2018). Wskazuje to na rosnące przewagi konkurencyjne

Z uwagi na trudną sytuację pandemiczną aktywności w poszczególnych segmentach eksportu Polski nie należy oceniać tylko bezpośrednio na podstawie jego tempa wzrostu, lecz również relatywnie na tle danych o handlu międzynarodowym w innych krajach UE. W tym celu obliczyliśmy udział eksportu Polski w łącznej wartości eksportu wszystkich krajów UE w różnych kategoriach wg klasyfikacji BEC w 2019 r. i 2020 r. Jeśli te odsetki zwiększyły się, to znaczy, że Polska radziła sobie relatywnie lepiej w handlu w danej grupie towarowej niż pozostałe kraje UE. Tendencje w tym zakresie przedstawiliśmy na wykresie (patrz

poniżej). W kategoriach eksportu znajdujących się powyżej przerywanej linii udział Polski w całym eksporcie UE w 2020 r. zwiększył się względem 2019 r. Można zauważyć, że odsetki te zwiększyły się prawie we wszystkich segmentach eksportu. Wyjątkiem były żywność i napoje, nieprzetworzone, głównie dla gospodarstw domowych (nr 2 na wykresie), paliwa i smary, przetworzone, benzyny silnikowe (8 i 9), samochody osobowe (12) i towary gdzie indziej nie wymienione (19).



1 - Żywność i napoje, nieprzetworzone, głównie dla przemysłu, 2 - Żywność i napoje, nieprzetworzone, głównie dla gospodarstw domowych, 3 - Żywność i napoje, przetworzone, głównie dla przemysłu, 4 - Żywność i napoje, przetworzone, głównie dla gospodarstw domowych, 5 - Towary zaopatrzeniowe dla przemysłu gdzie indziej niewym. niep., 6 - Towary zaopatrzeniowe dla przemysłu gdzie indziej niewym. przet., 7 - Paliwa i smary, nieprzetworzone, 8 - Paliwa i smary, przetworzone, benzyny silnikowe, 9 - Paliwa i smary, przetworzone (inne niż benzyny silnikowe), 10 - Dobra inwestycyjne (z wyjątkiem środków transportu), 11 - Części i akcesoria do dóbr inw. (z wyj. części i akces. do śr. tr.), 12 - Samochody osobowe, 13 - Środki transportu przemysłowe, 14 - Środki transportu, nieprzemysłowe, 15 - Części i akcesoria środków transportu, 16 - Towary konsumpcyjne gdzie indziej niewymienione, trwałego użytku, 17 - Towary konsumpcyjne gdzie indziej niewymienione, półtrw. użytku, 18 - Towary konsumpcyjne gdzie indziej niewymienione, nietrw. użytku, 19 - Towary, gdzie indziej niewymienione

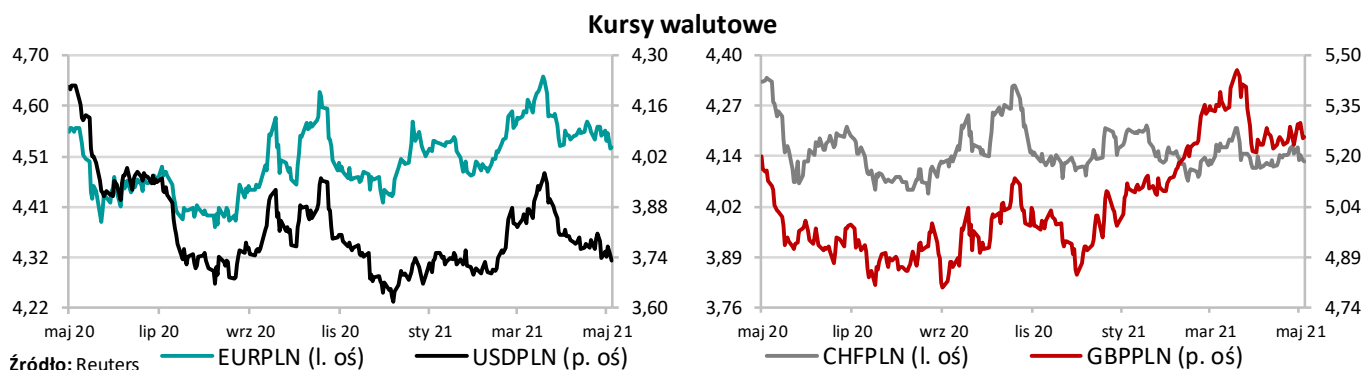
Źródło: Eurostat, Crédit Agricole

*pogrubione kategorie oznaczają eksport dóbr pośrednich

Warto zwrócić uwagę, że w prawie wszystkich podkategoriach eksportu dóbr pośrednich (poza paliwami i smarami przetworzonymi, innymi niż benzyny silnikowe) udział Polski w eksporcie krajów UE zwiększył się pomiędzy 2019 r. i 2020 r. Sygnalizuje to przesunięcia w łańcuchach dostaw na korzyść Polski i wzrost jej roli jako dostawcy komponentów i surowców. Może to oznaczać, przykładowo, że polskie przedsiębiorstwa przejęły zamówienia realizowane przez włoskie czy też węgierskie firmy. Powyższe dane nie dają jednak odpowiedzi, czy Polska przejmowała również zlecenia, które dotychczas były obsługiwane przez państwa spoza UE (np. Chiny). Analizę taką przeprowadzimy, gdy opublikowane zostaną szczegółowe dane o światowym handlu za 2020 r.

Oczekujemy, że ożywienie w światowym handlu będzie kontynuowane w najbliższych kwartałach. Będzie to czynnik wspierający eksport z Polski. Ponadto oczekujemy stopniowego ustępowania problemu wąskich gardeł w polskim i globalnym przetwórstwie, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku dalszego ożywienia produkcji przemysłowej i eksportu w Polsce. Zarysowane powyżej tendencje stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym dynamika PKB wyniesie 4,6% r/r w br.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro mogą osłabić złotego

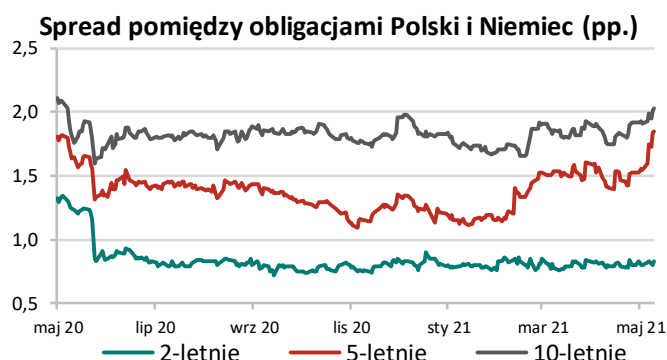
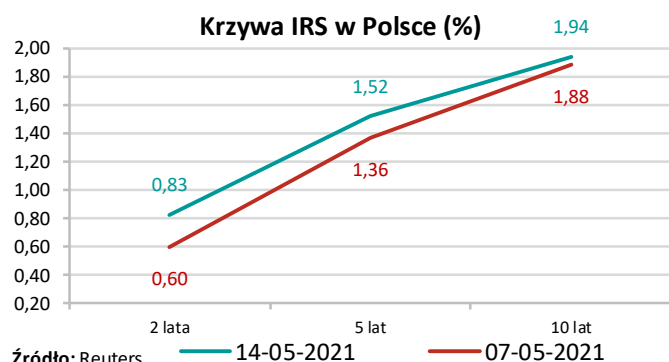


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5264 (umocnienie złotego o 0,5%). Od poniedziałku do piątku kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. Podobna tendencja obserwowana była w przypadku kursu EURHUF. Umocnieniu złotego i forinta sprzyjał spadek światowej awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX. Większemu popytowi na ryzykowne aktywa sprzyjają oczekiwania inwestorów na ożywienie w światowej gospodarce wraz ze stopniowym wygasaniem pandemii.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu EURUSD. W środę do umocnienia dolara względem euro przyczyniła się publikacja wyraźnie wyższych od konsensusu rynkowego danych o inflacji w USA, co nasiliło oczekiwania inwestorów na zacieśnianie polityki pieniężnej przez FED. W piątek doszło natomiast do osłabienia dolara względem euro, czemu sprzyjała publikacja serii słabszych od oczekiwań danych z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, indeks Michigan).

Opublikowane dzisiaj dane z Chin (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich) są naszym zdaniem neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. W przypadku realizacji naszych wyższych od konsensusu rynkowego prognoz mogą być one lekko negatywne dla złotego. Przeciwny wpływ może mieć natomiast publikacja krajowych danych o produkcji budowlano-montażowej. Pozostałe dane z Polski (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), a także dane z amerykańskiego rynku nieruchomości (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę i sprzedaż domów na rynku wtórnym) nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Neutralna dla kursu polskiej waluty będzie najprawdopodobniej również publikacja *Minutes* z kwietniowego posiedzenia FOMC.

Wstępne indeksy PMI w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,83 (wzrost o 23pb), 5-letnie do 1,52 (wzrost o 16pb), a 10-letnie do 1,94 (wzrost o 6pb). W ubiegłym tygodniu doszło do silnego wzrostu stawek IRS widocznego szczególnie na krótkim końcu krzywej. W kierunku zwiększenia stawek IRS oddziaływał wzrost rentowności na rynkach bazowych spowodowany wyraźnie wyższymi od oczekiwań danymi o inflacji w USA, a także obawy części inwestorów o ewentualne podwyżki stóp procentowych w Polsce w warunkach silnego przekroczenia celu inflacyjnego NBP. W ubiegłym tygodniu NBP przeprowadził operację outright buy, w której skupił obligacje skarbowe oraz obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 za 8,0 mld PLN, z czego 7,7 mld PLN stanowiły obligacje skarbowe a 0,3 mld PLN obligacje BGK. Do tej pory NBP skupił obligacje o wartości 131,8 mld PLN. Aukcja była czynnikiem przejściowo ograniczającym wzrost stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą wstępne indeksy PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro. Uważamy, że ich publikacja może przyczynić się do wzrostu stawek IRS. Przeciwny wpływ mogą mieć z kolei krajowe dane o produkcji budowlano-montażowej. Pozostałe dane z Polski (zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw), a także dane z amerykańskiego rynku nieruchomości (liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę i sprzedaż domów na rynku wtórnym) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Bez istotnego wpływu na stawki IRS będzie najprawdopodobniej również publikacja *Minutes* z kwietniowego posiedzenia FOMC.

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	4,3	
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	3,8	
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	1585	938		
Eksport (r/r, %, EUR)	-29,6	-19,2	4,3	2,2	2,4	6,6	3,7	10,0	14,6	-0,9	5,9	27,7		
Import (r/r, %, EUR)	-28,9	-27,3	-7,4	-3,6	-4,0	2,1	-4,2	4,1	12,4	-4,0	6,2	24,6		

* 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	3,5	3,8	3,0	2,7	2,9	3,5	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	6,6	7,0	6,5	6,3	5,3	6,6	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	POPPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 17.05.2021 r.						
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	14,1		9,8
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Kwiecień	34,2		24,9
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Kwiecień	25,6		19,0
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Kwiecień	3,9	3,8	3,8
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	26,3		24,0
Wtorek 18.05.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	I kw.	-0,6	-0,6	-0,6
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	I kw.	-1,8	-1,8	-1,8
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Kwiecień	1739	1713	1710
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Kwiecień	1759	1777	1774
Środa 19.05.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	1,6	1,6	1,6
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Kwiecień			
Czwartek 20.05.2021 r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	-1,3	1,1	1,1
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	8,0	10,3	10,4
11:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Marzec	25,9		
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	473		450
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Maj	50,2		44,0
Piątek 21.05.2021 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	66,2	68,0	65,8
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	3,9	5,3	4,9
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Maj	50,5	56,2	52,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	62,9	64,2	62,4
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Maj	53,8	58,1	54,9
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	60,5		60,4
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Kwiecień	6,01	6,07	6,08
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	-8,1		-6,8

* 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