

W tym tygodniu

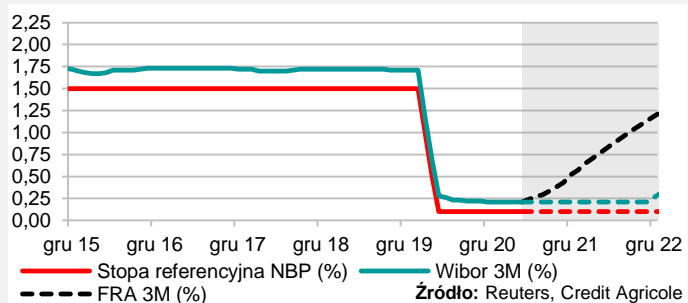
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Biorąc pod uwagę inflację kształtującą się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego i ścieżki przewidywanej w lutowej projekcji NBP, jak również lepsze od oczekiwań dane o PKB za I kw., RPP

ma szeroki zakres możliwych do podjęcia decyzji. W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że RPP nie zmieni stóp procentowych i nie zmodyfikuje niestandardowych narzędzi w polityce pieniężnej. Dopuszczamy jednak scenariusz, w którym RPP zdecyduje się w tym tygodniu na jednorazową podwyżkę stóp o 15pb, która będzie miała na celu zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. Za takim zacieśnieniem polityki pieniężnej opowiadali się w ostatnim czasie członkowie Rady Ł. Hardt i E. Gatnar. Możliwe jest również odwrócenie zmian dotyczących rezerwy obowiązkowej, które zostały wprowadzone na początku pandemii. Polegałyby one na zwiększeniu stopy rezerwy obowiązkowej do 3,50% i podniesieniu oprocentowania tych środków do 0,50%. Oczekujemy również, że NBP nie ogłosi w tym tygodniu zmniejszenia skali prowadzonych operacji strukturalnych (tzw. *tapering*). Decyzja NBP o braku odkupu obligacji skarbowych w maju oraz ogłoszenie tylko jednej aukcji na czerwiec była zaskoczeniem i pobudziła oczekiwania rynkowe na zmniejszenie skali skupu aktywów w ramach programu NBP. Uważamy, że komunikat po posiedzeniu, jak również konferencja Prezesa NBP, która prawdopodobnie odbędzie się w piątek, rzuci więcej światła na tę kwestię. Oczekujemy, że w przypadku materializacji naszego scenariusza bazowego zakładającego status quo w polityce pieniężnej będziemy obserwować lekkie osłabienie złotego i spadek rentowności polskich obligacji. Z kolei w przypadku zacieśnienia polityki pieniężnej przez RPP (sygnalizacyjna podwyżka stóp, odwrócenie zmian dot. rezerwy obowiązkowej lub ograniczenie skali operacji strukturalnych) doszłoby do lekkiego umocnienia złotego i wzrostu rentowności.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że EBC utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych w strefie euro. Naszym zdaniem EBC nie zdecyduje również się na ograniczenie skali zakupów w ramach programu luzowania ilościowego i poinformuje, że obserwowana w ostatnich tygodniach większa skala zakupów zostanie utrzymana również w III kw. br. Uważamy, że decyzja o ewentualnym *taperingu* mogłaby zostać podjęta dopiero na posiedzeniu we wrześniu. Jednocześnie zostanie zaprezentowana najnowsza projekcja makroekonomiczna. Oczekujemy, że ścieżki inflacji i wzrostu gospodarczego zostaną podniesione w porównaniu do tych przedstawionych w marcu br. Oczekujemy, że konferencja EBC będzie oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia kursu złotego i spadku rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w maju do 4,8-4,9% r/r wobec 4,2% w kwietniu, do czego przyczynił się wzrost inflacji bazowej oraz dynamiki cen nośników energii wspieranych przez efekty niskiej bazy sprzed roku. W piątek opublikowany zostanie wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że jego wartość zwiększyła się do 83,0 pkt. w czerwcu wobec 82,9 pkt. w maju. Skala poprawy nastrojów będzie ograniczana przez narastającą inflację. Nasza prognoza inflacji kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (4,6%), a tym samym jej materializacja byłaby negatywna dla złotego i cen polskich obligacji.

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 zwiększy się do 85,3 pkt. w czerwcu wobec 84,4 pkt. w maju. Naszym zdaniem publikacja indeksu będzie neutralna dla rynków finansowych.

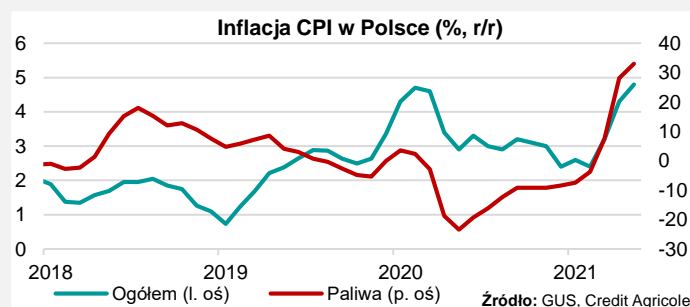
- **Dzisiaj poznaliśmy dane nt. bilansu handlowego w Chinach.** Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w maju do 45,5 mld USD wobec 42,9 mld USD w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,4 mld USD). Dynamika importu zwiększyła się w maju do 51,1% r/r wobec 43,1% w kwietniu, a dynamika eksportu spadła do 27,9% r/r wobec 32,3%, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio 51,5% i 32,1%). 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. Źródłem wzrostu importu jest również silniejszy popyt wewnętrzny w Chinach. Warto jednak odnotować, że istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki importu są również rosnące ceny surowców związane z narastającymi barierami podażowymi. Publikacja danych z Chin jest naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych.
- **Dzisiaj opublikowane zostały dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, których dynamika zmniejszyła się w kwietniu do -0,2% m/m wobec 3,9% w marcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (1,0%).** Zmniejszenie tempa wzrostu zamówień wynikało z niższej dynamiki zamówień krajowych, podczas gdy dynamika zamówień zagranicznych nie zmieniła się. Uważamy, że w coraz większym stopniu czynnikiem ograniczającym ożywienie w niemieckim przetwórstwie są narastające bariery podażowe. W tym tygodniu poznamy jeszcze dane o produkcji przemysłowej (wtorek) i bilansie handlowym (środa) w Niemczech, które potwierdzą ożywienie w światowym handlu. Oczekujemy, że publikacja tych danych będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Dynamika PKB w Polsce w I kw. wyniosła -0,9% r/r wobec -2,7% w IV kw., a tym samym ukształtowała się ona wyraźnie powyżej opublikowanego wcześniej wstępnego szacunku (-1,2%).** Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w I kw. do 1,1% wobec -0,5% w IV kw. Oznacza to, że odsezonowany poziom PKB ukształtował się w I kw. na poziomie o 1,7% niższym niż w IV kw. 2019 r., tj. przed wybuchem pandemii COVID-19. Do zwiększenia dynamiki PKB przyczyniły się wyższe wkłady inwestycji (0,2 pp. w I kw. wobec -3,9 pp. w IV kw.) oraz spożycia prywatnego (0,1 pp. wobec -1,7 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady eksportu netto (-1,9 pp. wobec 0,1 pp.), spożycia publicznego (0,4 pp. wobec 1,5 pp.) oraz zapasów (0,3 pp. wobec 1,3 pp.). W strukturze danych dużym zaskoczeniem był wzrost inwestycji w ujęciu rocznym (+1,3% r/r I kw. wobec -15,4% w IV kw.). Na podstawie danych o inwestycjach przedsiębiorstw oceniamy, że istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki inwestycji w gospodarce narodowej były inwestycje odtworzeniowe realizowane przez firmy (por. MAKROpuls z 31.05.2021). Uważamy, że w kolejnych kwartałach w kierunku wzrostu dynamiki PKB w Polsce będą oddziaływać efekty niskiej bazy, wzrost eksportu związany z korzystnymi dla polskich firm zmianami w globalnych łańcuchach dostaw (por. MAKROmapa z 17.05.2021), a także zwiększenie konsumpcji i inwestycji wraz z wygasaniem pandemii. Tym samym I kw. był ostatnim kwartałem ze spadkiem PKB w ujęciu rocznym. Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem prognozujemy, że w II kw. PKB zwiększy się o 11,2% (patrz poniżej).
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa wzrósł w maju do 57,2 pkt. wobec 53,7 pkt. w kwietniu, kształtując się znacząco powyżej naszej prognozy (54,1 pkt.) zgodnej z konsensusem rynkowym.** Osiągnął on tym samym najwyższy poziom w historii. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów wszystkich jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, czasu dostaw, zatrudnienia i zapasów materiałów). Struktura majowego PMI wskazuje na silną i

narastającą barierę podażową i towarzyszące jej sygnały przegrzania koniunktury w polskim przetwórstwie (por. MAKROpuls z 01.06.2021). Zaległości produkcyjne w przetwórstwie są na tyle duże, że nawet w przypadku nieoczekiwanego pogorszenia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki aktywność w przetwórstwie utrzyma się na wysokim poziomie również w II poł. 2021 r. Wsparciem dla wzrostu produkcji w branżach eksportowych w kolejnych kwartałach będzie również oczekiwana przez nas stopniowo rosnąca dostępność materiałów i odblokowywanie globalnych łańcuchów dostaw. Stanowi to wsparcie dla naszego zrewidowanego scenariusza, zgodnie z którym PKB w Polsce zwiększy się w 2021 r. o 5,3% wobec spadku o 2,7% w 2020 r.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w maju do 4,8% r/r wobec 4,3% w kwietniu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym (4,8%) oraz poniżej naszej prognozy (4,9%). 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 (33,0% r/r w maju wobec 28,1% w kwietniu), żywności i napojów bezalkoholowych (1,7% wobec 1,2%), nośników energii (4,4% wobec 4,0%), a także inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w maju do 4,0% r/r wobec 3,9% w kwietniu. Uważamy, że w maju inflacja osiągnęła swoje maksimum lokalne. Jest to spójne z naszą prognozą zrewidowaną prognozą zakładającą, że w II kw. inflacja zwiększy się do 4,5% wobec 2,7% w I kw. (patrz poniżej).

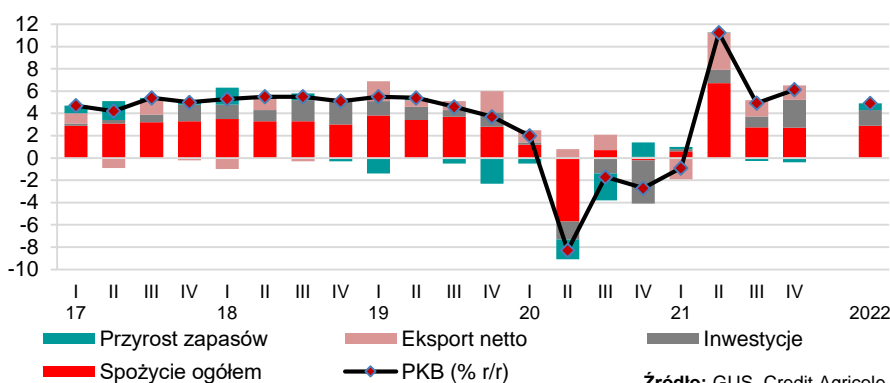
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w maju do 2,0% r/r wobec 1,6% w kwietniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (1,9%). Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen nośników energii. Do zwiększenia inflacji przyczyniły się również wyższe dynamiki cen usług oraz dóbr przemysłowych. W II poł. br. oczekujemy dalszego wzrostu inflacji, która w listopadzie osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 2,9% r/r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2021 r. inflacja zwiększy się średniorocznie do 1,9% r/r wobec 0,3% w 2020 r.

Indeks Caixin dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w maju do 52,0 pkt. wobec 51,9 pkt., kształtując się powyżej oczekiwań rynku (51,8 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów składowych dla nowych zamówień oraz czasu dostaw, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, bieżącej produkcji oraz zapasów. 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. Bariery podażowe znajdują również odzwierciedlenie we wzroście składowej dla cen materiałów wykorzystywanych w produkcji (najwyższa wartość od listopada 2010 r.), co z kolei oddziałuje w kierunku wzrostu składowej dla cen wytwarzanych produktów (najwyższa wartość od grudnia 2016 r.). Ubiegłotygodniowe 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 poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 385 tys. wobec 405 tys. dwa tygodnie temu, co było nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (390 tys.). Jednocześnie jest to najniższa liczba nowych wniosków o zasiłek od marca 2020 r., choć kształtuje się ona nadal na poziomie prawie dwukrotnie wyższym niż przed pandemią. Liczba kontynuowanych wniosków zwiększyła się do 3,8 mln wobec 3,6 mln, co w pewnym stopniu jest efektem wydłużonych zasiłków w ramach pakietu J. Bidena. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt.

zatrudnienia poza rolnictwem, które zwiększyło się w maju o 559 tys. wobec wzrostu o 278 tys. w kwietniu (rewizja w górę z 266 tys.), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 660 tys.). Wyraźnie słabszy od oczekiwań wzrost zatrudnienia w USA może wynikać z utrzymującego się 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 (+292 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). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w maju do 5,8% wobec 6,1% w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (5,9%). Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej obniżył się do 61,6% w maju wobec 61,7% w kwietniu, kształtując się nadal wyraźnie poniżej poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii (ok. 63,3%). 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 poznaliśmy również indeks ISM dla przetwórstwa, który zwiększył się w maju do 61,2 pkt. wobec 60,7 pkt., kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (61,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla zapasów, nowych zamówień oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz bieżącej produkcji. Dalsze wyraźne wydłużenie czasu dostaw odzwierciedla narastające bariery podażowe w amerykańskim przetwórstwie związane z niedoborem niektórych surowców i półproduktów w warunkach silnego ożywienia popytu. Kolejny spadek składowej dla produkcji sugeruje, że wspomniane wyżej bariery zaczynają ograniczać skalę wzrostu aktywności w przetwórstwie. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks ISM dla usług, który zwiększył się w maju do 64,0 pkt. wobec 62,7 pkt. w kwietniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (63,1 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, nowych zamówień i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. W usługach, podobnie jak w przetwórstwie, odnotowano dalsze wydłużenie czasu dostaw związane z narastającymi barierami podażowymi. Oddziałuje to w kierunku wzrostu składowej dla cen płaconych przez firmy usługowe do najwyższego poziomu od września 2005 r. 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%.

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. 8). Oczekujemy, że dynamika PKB w 2021 r. wyniesie 5,3% r/r

(4,6% przed rewizją). Jednocześnie utrzymaliśmy niezmienną prognozę wzrostu gospodarczego na 2022

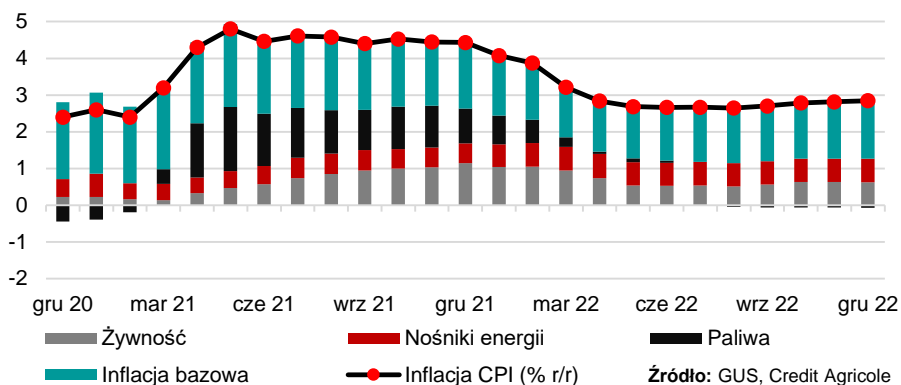
r. (4,9% r/r). W naszej prognozie nie uwzględniliśmy jeszcze wpływu proponowanych przez Prawo i Sprawiedliwość zmian w polityce gospodarczej w ramach Polskiego Ładu. Z precyzyjną oceną wpływu regulacji wstrzymamy się do czasu przedstawienia konkretnych ustaw je wprowadzających.

Kilka argumentów przemawia na rzecz podniesienia tempa wzrostu gospodarczego PKB w 2021 r. Pierwszym z nich jest rewizja w górę dynamiki PKB za I kw. do -0,9% r/r wobec -1,2% we wstępnym szacunku i -2,7% w IV kw. 2020 r. (por. MAKROpuls z 31.05.2021). Taka zmiana, w czysto arytmetyczny sposób, oddziałuje w kierunku podniesienia średniorocznego tempa wzrostu gospodarczego.

Ponadto, za wspomnianą powyżej rewizję odpowiadała wyższa dynamika nakładów brutto na środki trwałe. Ich wzrost (o 1,3% r/r) był znacząco wyższy od oczekiwań. Naszym zdaniem, przyczyniły się do tego głównie inwestycje przedsiębiorstw (por. MAKROmapa z 31.05.2021). Biorąc pod uwagę wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w przetwórstwie, oczekujemy, że ożywienie inwestycyjne firm będzie kontynuowane w kolejnych kwartałach br., wspierane również przez efekty niskiej bazy sprzed roku. W kierunku szybszego wzrostu nakładów ogółem będą oddziaływały również wyższe inwestycje gospodarstw domowych, tj. zakup mieszkań na rynku pierwotnym. Takie tendencje potwierdzają dane o produkcji budowlano-montażowej za kwiecień (por. MAKROpuls z 21.05.2021). Inwestycje mieszkaniowe gospodarstw domowych będą wspierane głównie przez dobrą sytuację na rynku pracy i oczekiwaną przez nas w najbliższych kwartałach stabilizację stóp procentowych NBP na historycznie niskim poziomie. 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. Dopiero w 2022 r. ważnym czynnikiem wsparcia dla publicznych nakładów na środki trwałe i wzrostu PKB będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy. Podsumowując, prognozujemy, że inwestycje ogółem wzrosną w br. o 7,6% r/r w br. wobec spadku o 9,6% w 2020 r. i zwiększą się o 8,4% w 2022 r.

Kolejnym czynnikiem oddziałującym w kierunku podniesienia ścieżki PKB będzie wyższe od naszych wcześniejszych oczekiwań tempo wzrostu konsumpcji. Analiza raportów Google na temat przemieszczania się za kwiecień-maj br. wskazuje na znacząco wyższą mobilność Polaków niż rok temu. Na wyższą konsumpcję wskazują również nasze wewnętrzne dane o transakcjach kartami płatniczymi klientów. Wynika to z przystosowania się społeczeństwa do życia w warunkach pandemii, mniejszych obaw przed zakażeniem wśród rosnącej liczby zaszczepionych osób i ozdrowieńców oraz szybszego niż przed rokiem tempa znoszenia restrykcji administracyjnych. Warto zwrócić uwagę, że dynamikę konsumpcji podnieśliśmy wyraźnie tylko w II kw. (do 11,2 % r/r). Skala rewizji w II poł. br. jest znacząco mniejsza. Ten okres wciąż charakteryzuje się podwyższoną niepewnością związaną z przebiegiem ewentualnej IV fali pandemii oraz intensywnością obostrzeń wprowadzonych przez rząd, które będą miały negatywny wpływ na tempo wzrostu konsumpcji i PKB. Prognozujemy, że konsumpcja zwiększy się o 4,7% r/r w br. wobec spadku o 3,05 w 2020 r.

Podtrzymujemy naszą ocenę, że ożywienie w światowym handlu będzie kontynuowane w najbliższych kwartałach i będzie ono prowadziło do utrzymania się wysokiego popytu na polski eksport. Wraz z oczekiwanym przez nas stopniowym ustępowaniem problemu wąskich gardeł w polskim i globalnym przetwórstwie, ożywienie eksportu utrzyma się. Z uwagi na silniejsze od naszych wcześniejszych oczekiwań ożywienie konsumpcji i inwestycji, podnieśliśmy również prognozowaną ścieżkę importu. Tym samym wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego w 2021 r. uległ nieznacznemu obniżeniu.

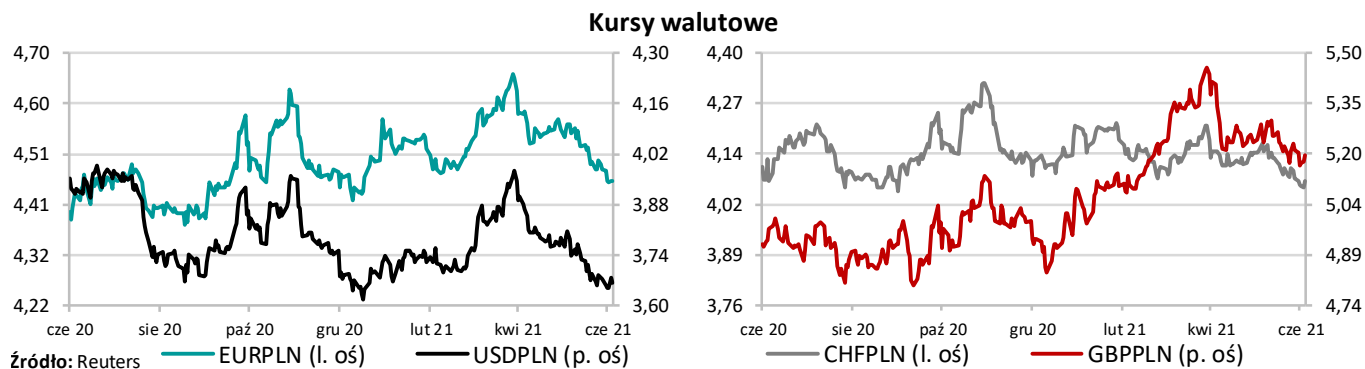


Zrewidowaliśmy również naszą prognozę inflacji uwzględniając kwietniową niespodziankę inflacyjną (por. MAKROPuls z 14.05.2021). Oczekujemy, że wyniesie ona średniorocznie 4,1% r/r w 2021 r. i obniży się do 3,0% w 2022 r. Głównym czynnikiem uzasadniającym rewizję naszego scenariusza jest kształtowanie się – wyżej od oczekiwań – cen ropy na

światowym rynku, które oddziałują w kierunku podniesienia ścieżki dynamiki cen paliw. Nieznacznie zrewidowaliśmy również naszą ścieżkę cen żywności. Ze względu na chłodną wiosnę i skrócony okres kwitnienia podnieśliśmy naszą ścieżkę cen owoców. Jednocześnie z uwagi na utrzymującą się wysoką wilgotność gleby w tym roku lekko obniżyliśmy naszą ścieżkę cen warzyw. Co więcej, ze względu na znaczące straty w stadach reprodukcyjnych drobiu zakładamy, że podwyższone ceny skupu drobiu utrzymają się dłużej niż wcześniej zakładaliśmy. W konsekwencji prognozujemy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych zmniejszy się z 4,8% w 2020 r. do 2,3% w 2021 r. (brak zmian względem poprzedniej prognozy), a w 2022 r. wzrośnie do 2,5% (2,2% w poprzedniej prognozie). 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. Podsumowując, oczekujemy, że inflacja ogółem osiągnęła lokalne maksimum równe 4,8% w maju br. i począwszy od czerwca nieznacznie się obniży pozostając na podwyższonym poziomie (przeciętnie 4,5% w II poł. br.).

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. 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.

Posiedzenie RPP oraz dane o inflacji w USA mogą osłabić złotego



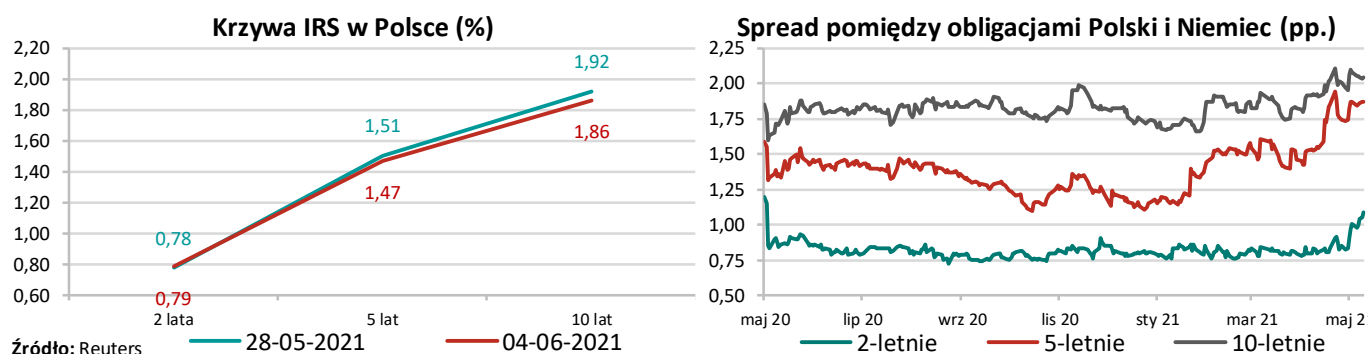
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4573 (umocnienie złotego o 0,5%). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego, nieznacznego spadku kursu EURPLN, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 31.05.2021). Umocnieniu złotego sprzyjała publikacja wyraźnie lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w polskim przetwórstwie, rosnące oczekiwania

inwestorów na zacieśnianie polityki pieniężnej przez RPP, a także obniżenie światowej awersji do ryzyka. W kierunku wzrostu popytu na ryzykowne aktywa oddziałują napływające dane z głównych gospodarek wskazujące na wygasanie pandemii. Krajowe dane o PKB i inflacji nie miały istotnego wpływu na kurs złotego.

W pierwszej części tygodnia mieliśmy również do czynienia ze spadkiem kursu EURUSD. W piątek euro odrobiło jednak część strat względem dolara po publikacji wyraźnie słabszych od oczekiwań danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA.

Opublikowane dzisiaj rano dane o bilansie handlowych w Chinach oraz danych o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie są w naszej ocenie neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą posiedzenia EBC oraz RPP. Uważamy, że posiedzenie EBC będzie sprzyjało umocnieniu złotego, podczas gdy przeciwny wpływ będzie miał wydzźwięk komunikaty po posiedzeniu RPP. Negatywna dla złotego będzie najprawdopodobniej również publikacja danych o inflacji w USA. Publikacje wstępnego indeksu Uniwersytetu Michigan w USA oraz indeksu ZEW dla Niemiec nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek.

Posiedzenia RPP i EBC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,79 (wzrost o 1pb), 5-letnie zmniejszyły się do 1,47 (spadek o 4pb), a 10-letnie do 1,86 (spadek o 6pb). W ubiegłym tygodniu doszło do lekkiego spadku stawek IRS widocznego szczególnie na długim końcu krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Niskiej zmienności na rynku sprzyjała mniejsza aktywność krajowych inwestorów ze względu na święto Bożego Ciała w czwartek.

Opublikowane dzisiaj rano dane o bilansie handlowych w Chinach oraz danych o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie nie mają naszym zdaniem istotnego znaczenia dla krzywej. W tym tygodniu kluczowe w centrum uwagi rynku będą posiedzenia RPP oraz EBC. W naszej ocenie, zarówno posiedzenie RPP jak i posiedzenie EBC będą sprzyjały spadkowi stawek IRS. Przeciwny wpływ będzie miała zaplanowana na czwartek publikacja danych o inflacji w USA. Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, jak również indeks ZEW dla Niemiec nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	cze 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	0,10
Kurs EURPLN*	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	4,52	4,52	4,63	4,56	4,48	4,46
Kurs USDPLN*	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,69
Kurs CHFPLN*	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,05
Inflacja CPI (r/r, %)	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,4	27,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,3	6,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	16,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	6,3	6,1	
Saldo ROB (mln EUR)	1556	3333	650	1273	1330	2307	1956	477	3341	1585	938	2560		
Eksport (r/r, %, EUR)	-19,2	4,3	2,2	2,4	6,6	3,7	10,0	14,6	-0,9	5,9	27,7	69,4		
Import (r/r, %, EUR)	-27,3	-7,4	-3,6	-4,0	2,1	-4,2	4,1	12,4	-4,0	6,2	24,6	55,2		

* 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)	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	11,2	4,9	6,1	-2,7	5,3	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	0,2	11,2	3,8	4,5	-3,0	4,7	4,5	
Inwestycje (% r/r)	1,7	-9,8	-8,2	-15,4	1,3	7,7	6,1	11,8	-9,6	7,6	8,4	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,7	-13,7	2,3	7,6	5,7	14,1	8,5	9,3	-0,2	9,2	8,3	
Import (ceny stałe, %, r/r)	0,8	-16,6	-0,3	8,2	10,0	9,1	6,7	8,0	-1,9	8,4	8,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,7	-6,2	0,2	-1,7	0,1	6,2	2,2	2,2	-1,7	2,6	2,5
	Inwestycje (pp.)	0,2	-1,6	-1,4	-3,9	0,2	1,2	1,0	2,5	-1,8	1,3	1,4
	Eksport netto (pp.)	1,1	0,8	1,4	0,1	-1,9	3,3	1,5	1,3	0,8	1,0	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,1	2,2	2,9	3,5	3,7	3,5	3,2	3,1	3,5	3,1	2,5	
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	4,5	4,5	4,5	3,4	4,1	3,0	
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	3,69	3,68	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 07.06.2021 r.							
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Maj	42,9		50,5	
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Kwiecień	3,0		1,0	
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Czerwiec	21,0		26,0	
Wtorek 08.06.2021 r.							
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	2,5		0,7	
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	I kw.	-1,8	-1,8	-1,8	
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	I kw.	-0,6	-0,6	-0,6	
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	I kw.	-2,1			
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Czerwiec	84,4		85,3	
Środa 09.06.2021 r.							
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Czerwiec	0,10	0,10	0,10	
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	6,8			
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	0,9			
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Kwiecień	14,3		16,0	
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Kwiecień	0,8			
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Kwiecień	4,6			
Czwartek 10.06.2021 r.							
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Czerwiec	0,00	0,00	0,00	
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Maj	0,8	0,5	0,4	
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Maj	0,9	0,4	0,4	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	385		368	
Piątek 11.06.2021 r.							
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Czerwiec				
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	82,9	83,0	84,0	

* 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