

W tym tygodniu

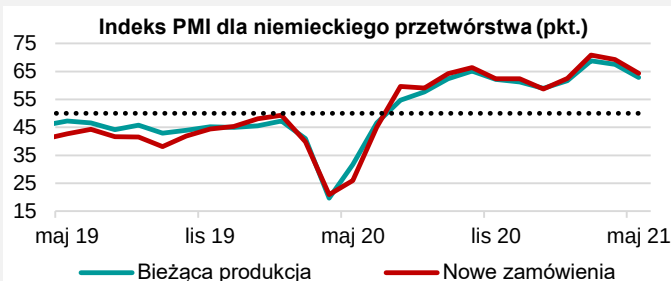
Najistotniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w czerwcu do 59,1 pkt. wobec 57,1 pkt. w maju.

W kierunku poprawy koniunktury oddziaływało znoszenie obostrzeń w niektórych krajach obszaru wspólnej waluty. Niewielki spadek wskaźnika zaobserwujemy natomiast w niemieckim przetwórstwie (do 63,4 pkt. w czerwcu z 64,4 pkt. w maju) z uwagi na oddziaływanie efektów wysokiej bazy sprzed miesiąca i bariery podażowe. W czwartek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększyła się do 101,2 pkt. w czerwcu z 96,8 pkt. w maju. 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.

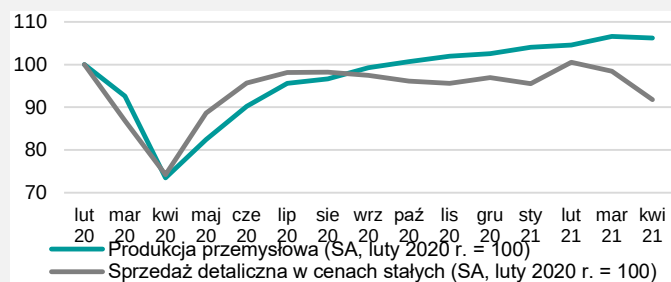
W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA. W czwartek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które zgodnie z naszą prognozą zwiększyły się w maju o 3,5% m/m wobec spadku o 1,3% w kwietniu z uwagi na wyższe zamówienia w firmie Boeing. Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (880 tys. w maju wobec 863 tys. w kwietniu, wzrost o 2,0% m/m) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,75 mln w maju wobec 5,85 mln w kwietniu, spadek o 1,7% m/m) wskażą na mieszaną obraz aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W piątek opublikowany zostanie finalny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że nie zmieni się on znacząco w porównaniu do wstępnego szacunku i wyniesie 87,0 pkt. Oczekujemy, że inflacja PCE zwiększyła się z 3,6% w kwietniu do 4,0% r/r w maju, co byłoby jej najwyższym poziomem od 2008 r. Do zwiększenia inflacji przyczyniły się wzrost inflacji bazowej PCE (z 3,1% do 3,6%) i wyższa dynamika cen paliw. W tym tygodniu poznamy również finalny szacunek PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego (zannualizowane) tempo wzrostu PKB nie zostanie zrewidowane w porównaniu do drugiego szacunku i wyniesie 6,4%. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na złotego i rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.

W poniedziałek opublikowane zostaną dane o majowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 27,0% r/r wobec 44,5% w kwietniu. Do zmniejszenia dynamiki produkcji przyczyniło się ustąpienie efektów niskiej bazy sprzed roku i niekorzystne efekty kalendarzowe. Czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy są utrzymujące się bariery podażowe w polskim przetwórstwie. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje blisko konsensusu rynkowego (29,0%), tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

We wtorek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się w maju o 16,0% r/r wobec wzrostu o 25,7% w kwietniu. Na spadek dynamiki złożyły się wspomniane wyżej niekorzystne efekty statystyczne związane z bazą i



Źródło: Markit, Credit Agricole

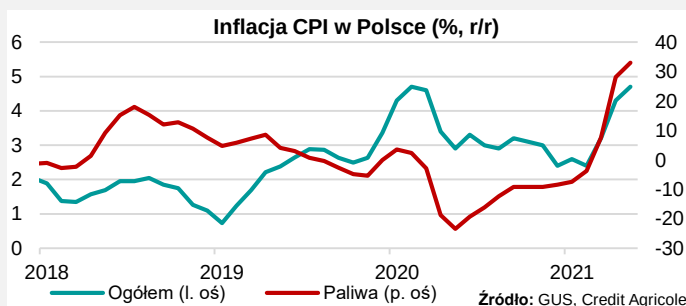


Źródło: Credit Agricole

dniami roboczymi oraz otwarciu galerii po trwającym w kwietniu lockdownie. Oczekujemy, że publikacja danych o sprzedaży detalicznej będzie neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w maju do 4,7% r/r wobec 4,3% w kwietniu. Tym samym inflacja osiągnęła najwyższy poziom od lutego 2020 r. i ukształtowała się już drugi miesiąc z rzędu powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). W



W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki cen paliw (33,1% 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 zwiększyła się w maju do 4,0% r/r wobec 3,9% w kwietniu. Należy zwrócić uwagę, że do wzrostu inflacji bazowej przyczyniły się takie kategorie jak „restauracje i hotele”, „rekreacja i kultura” oraz „odzież i obuwie”. Oceniamy, że wzrost dynamiki cen w tych kategoriach był powiązany ze znoszeniem obostrzeń administracyjnych (por. MAKROPuls z 15.06.2021). Uważamy, że w maju inflacja osiągnęła swoje maksimum lokalne. Niemniej jednak oczekujemy, że do końca roku inflacja wciąż będzie kształtowała się na podwyższonym poziomie (przeciętnie 4,5% r/r w II poł. br.). Z jednej strony oczekujemy spadku inflacji bazowej i dynamiki cen paliw, z drugiej strony prognozujemy przyspieszenie wzrostu cen żywności.

Nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyła się w kwietniu do 1740 mln EUR wobec 938 mln EUR w marcu. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych, usług oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 700 mln EUR, 173 mln EUR oraz 102 mln EUR wyższe niż w marcu), podczas gdy przeciwny wpływ miało niższe saldo dochodów pierwotnych (o 173 mln EUR niższe niż w marcu). Bardzo silnie, w porównaniu do marca, zwiększyły się dynamiki polskiego eksportu (69,2% r/r w kwietniu wobec 27,7% w marcu) oraz importu (59,8% wobec 24,6%). Znaczący wzrost eksportu i importu jest spójny z odnotowanym w kwietniu przyspieszeniem produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w ujęciu r/r wspieranym przez efekty niskiej bazy sprzed roku związane z wybuchem pandemii COVID-19. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w II kw. do 3,5% wobec 3,7% w I kw. Uważamy, że utrzymująca się znacząca nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w Polsce będzie w najbliższych kwartałach czynnikiem sprzyjającym aprecjacji kursu złotego.

Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wyniosła 10,1% r/r w maju wobec 9,9% r/r w kwietniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku utrzymującego się szybkiego wzrostu wynagrodzeń były silne efekty niskiej bazy sprzed roku związane z wybuchem pandemii. Przeciwny wpływ miał natomiast efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w maju 2,7% r/r wobec 0,9% w kwietniu. Podobnie jak w przypadku wynagrodzeń, główną przyczyną wzrostu dynamiki zatrudnienia pomiędzy kwietniem a majem były silne efekty niskiej bazy sprzed roku. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o 21,6 tys. osób w maju br., co zgodnie z komunikatem GUS było efektem m.in. przyjęć w zakładach pracy, zwiększania wymiaru etatów pracowników do poziomu sprzed pandemii, a także mniejszej absencji w związku z pobieraniem przez pracowników zasiłków opiekuńczych i chorobowych

(por. MAKROpuls z 18.06.2021). Wypadkową przyspieszenia wzrostu płac, zwiększenia dynamiki zatrudnienia i wyższej inflacji w maju było silne zwiększenie realnej dynamiki funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w sektorze przedsiębiorstw do 8,3% r/r wobec 6,3% w kwietniu i 3,3% w I kw. Dane te są spójne z naszą prognozą dwucyfrowego wzrostu konsumpcji w II kw. br. (11,2% r/r wobec 0,2% w I kw.).

✓ **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu FED utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%], co było zgodne z oczekiwaniami rynku.** Bez zmian pozostała również skala prowadzonego przez Rezerwę Federalną programu skupu aktywów wynosząca przynajmniej 120 mld USD miesięcznie, z czego co najmniej 80 mld USD stanowią obligacje skarbowe, a co najmniej 40 mld USD papiery MBS (mortgage-backed securities). W komunikacie podtrzymana została zapowiedź, zgodnie z którą skup aktywów będzie kontynuowany tak długo, aż nastąpi znaczący, dalszy postęp na drodze do osiągnięcia maksymalnego poziomu zatrudnienia i celu inflacyjnego. W swoim komunikacie FED nie zmienił również fragmentu, zgodnie z którym traktuje on swój cel inflacyjny (2%) jako średni poziom inflacji w długim okresie (tzw. AIT – average inflation targeting). Innymi słowy po okresie inflacji kształtującej się poniżej celu inflacyjnego, Rezerwa Federalna dopuszcza przejściowe odchylenie się inflacji powyżej poziomu 2%. W komunikacie FED odnotował, że sytuacja gospodarcza w USA poprawia się. Podkreślił również, że obserwowany w ostatnich miesiącach wzrost inflacji jest przejściowy. Rezerwa Federalna zwróciła jednocześnie uwagę, że ożywienie gospodarcze w kolejnych kwartałach zależeć będzie od dalszego przebiegu pandemii. Po posiedzeniu przedstawiona została najnowsza projekcja makroekonomiczna FOMC. Zgodnie z czerwcową projekcją dynamika PKB wyniesie 7,0% w 2021 r. (6,5% w marcowej projekcji), 3,3% w 2022 r. (3,3%), 2,4% w 2023 r. (2,2%) oraz 1,8% w długim okresie (1,8%). Zgodnie z czerwcową projekcją stopa bezrobocia wyniesie 4,5% w 2021 r. (4,5% w marcowej projekcji), 3,8% w 2022 r. (3,9%) oraz 3,5% w 2023 r. (3,5%). Jednocześnie FED utrzymał szacowaną przez siebie stopę bezrobocia naturalnego na poziomie 4,0%. Czerwcową projekcją, podobnie jak marcową projekcją, zakłada zatem szybką poprawę na amerykańskim rynku pracy, gdzie stopa bezrobocia obniży się poniżej stopy bezrobocia naturalnego do końca 2022 r., a do końca 2023 r. powróci ona do poziomów sprzed pandemii. W górę zrewidowane zostały natomiast ścieżki inflacji: 3,4% w 2021 r. (2,4%), 2,1% w 2022 r. (2,0%), 2,2% w 2023 r. (2,1%) oraz inflacji bazowej: 3,0% w 2021 r. (2,2%), 2,1% w 2021 r. (2,0%), 2,1% w 2022 r. (2,1%). Prognozowany przebieg inflacji pozostaje spójny z dotychczasową retoryką Rezerwy Federalnej, zgodnie z którą obserwowany obecnie wzrost inflacji powyżej celu inflacyjnego jest przejściowy. W czerwcowej projekcji na szczególną uwagę zasługuje wzrost mediany dla oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych. Wskazuje ona, że w 2023 r. oczekują oni podwyżek stóp procentowych o łącznej skali 50pb. (w marcu mediana oczekiwań wskazywała na stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2023 r.). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell dał ponownie do zrozumienia, że obecnie jest jeszcze zbyt wcześnie by mówić o wygaszaniu programu skupu aktywów, a o ewentualnych planach zakończenia skupu inwestorzy zostaną poinformowani z wyprzedzeniem. J. Powell zwrócił uwagę, że dostrzega czynniki ryzyka w górę dla perspektyw inflacji, niemniej pottrzymał ocenę, że obserwowany w ostatnich miesiącach jej silny wzrost jest przejściowy. Zaznaczył jednak, że wzrost inflacji jest silniejszy od wcześniejszych oczekiwań i jeśli się on utrzyma uzasadnione będzie zaplanowanie na nadchodzących posiedzeniach wygaszania programu luzowania ilościowego. Treść komunikatu po posiedzeniu, wypowiedzi J. Powella, a także wyniki czerwcowej projekcji stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego stabilizację stóp procentowych w USA do końca 2022 r. Jednocześnie oczekujemy, że na najbliższych posiedzeniach członkowie FOMC rozpoczną rozmowy o wygaszaniu programu skupu aktywów i jego skala zacznie być ograniczana od początku 2022 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 412 tys. wobec 375 tys. dwa tygodnie

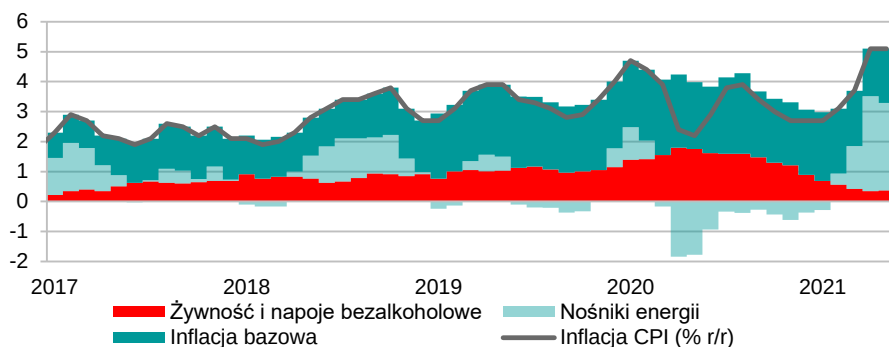
temu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (360 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków nie zmieniła się i wyniosła 3,5 mln. Dane wskazują tym samym, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy na ogół poprawia się, niemniej nadal znajduje się on daleko od równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zwiększyła się w maju do 0,8% wobec 0,1% w kwietniu (rewizja w dół z 0,7%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,6%). W kierunku jej zwiększenia oddziaływała wyższa dynamika produkcji w górnictwie oraz przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika produkcji w dostarczaniu metali. W konsekwencji, wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w maju do 75,2% wobec 74,6% w kwietniu 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 maju do -1,3% wobec 0,9% w kwietniu (rewizja w górę z 0,0%), co było poniżej oczekiwań rynku (-0,8%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży obniżyła się w maju do -0,7% wobec 0,0% w kwietniu (rewizja w górę z -0,8%). Silny spadek dynamiki sprzedaży detalicznej wynikał przede wszystkim z efektów wysokiej bazy sprzed miesięcy związanych głównie z uruchomieniem pakietu fiskalnego J. Bidena (por. MAKROmapa z 19.04.2021). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. pozwoleń na budowę domów (1681 tys. w maju wobec 1733 tys. w kwietniu) oraz rozpoczętych budów domów (1572 tys. wobec 1517 tys.), które wskazały na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także regionalne indeksy NY Empire State (17,4 pkt. w czerwcu wobec 24,3 pkt. w maju) oraz Philadelphia FED (30,7 pkt. wobec 31,5 pkt.), które zasygnalizowały nieznaczne pogorszenie koniunktury w przetwórstwie. 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%.

- ✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin.** Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 8,8% r/r w maju wobec 9,8% w kwietniu, dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 12,4% r/r wobec 17,7%, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich zmniejszyła się do 15,4% r/r wobec 19,9%, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio 8,9%, 14,0% i 16,5%). Uwzględniając efekty niskiej bazy sprzed roku, które tłumaczą znaczną część utrzymującego się wysokiego tempa wzrostu produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i inwestycji w aglomeracjach miejskich, dane wskazują, że tempo wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach jest coraz wolniejsze, co wynika przede wszystkim ze słabszego popytu wewnętrznego. 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.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB utrzymał swoją główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (-0,75%), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W komunikacie zaznaczono, że ekspansywna polityka pieniężna jest konieczna dla stabilizacji aktywności ekonomicznej oraz odpowiedniego poziomu inflacji. Jednocześnie SNB w swoim komunikacie zwrócił uwagę, że kurs franka szwajcarskiego pozostaje wysoki. W konsekwencji, jeśli zajdzie taka potrzeba, SNB jest skłonny interweniować na rynku walutowym. SNB opublikował także swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne. SNB oczekuje, że w 2021 r. szwajcarski PKB zwiększy się o ok. 3,5% wobec ok. 2,5%-3,0 r/r w marcowej projekcji. Zgodnie z komunikatem rewizja prognozy PKB w górę wynika z wyższego punktu startowego. Ze względu na wzrost cen ropy naftowej, usług związanych z turystyką oraz wyższe ceny niektórych dóbr spowodowane narastającymi barierami podażowymi podniesiona została również ścieżka inflacji. Zgodnie z czerwcową projekcją inflacja wyniesie 0,4% w 2021 r. (0,2% w marcowej projekcji), 0,6% w 2022 r. (0,4%) oraz 0,6% w 2023 r. (0,5%). Prognozujemy, że kurs CHFPLN na koniec 2021 r. wyniesie 3,90, a na koniec 2022 r. obniży się do 3,71.



Początek cyklu zacieśniania polityki pieniężnej na Węgrzech

We wtorek odbędzie się posiedzenie Narodowego Banku Węgier (MNB). Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz dotyczący kształtowania się polityki pieniężnej na Węgrzech.

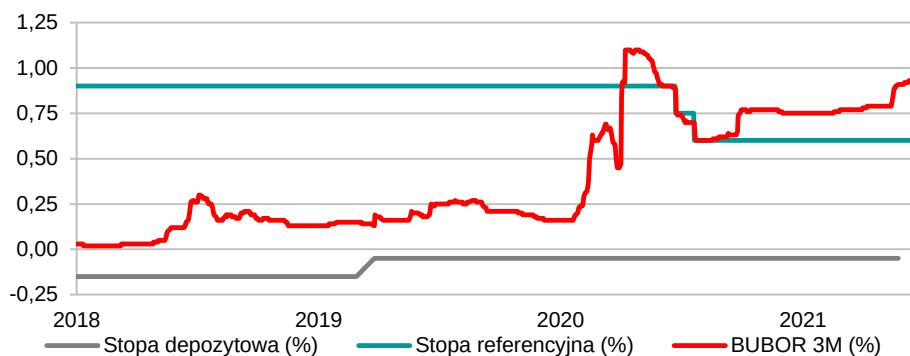


Źródło: Datastream, Credit Agricole

prognoszowana dynamika cen ogółem w II kw. miała wynieść 4,9% r/r. Co więcej, projekcja zakładała spadek PKB w I kw. br. podczas gdy w rzeczywistości zwiększył się on o 2,0% kw/kw.

W kwietniu i maju inflacja na Węgrzech była równa 5,1% r/r. Tym samym ukształtowała się ona wyraźnie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego MNB (4,0% r/r). Znaczący wzrost inflacji w II kw., napędzany m.in. przez efekty niskiej bazy, był oczekiwany przez MNB, jednak skala tego wzrostu nieznacznie zaskoczyła. Zgodnie z marcową projekcją MNB,

W obliczu takiej sytuacji, retoryka MNB uległa wyraźnemu zaostreniu w ostatnich tygodniach. MNB zwracał jednak uwagę nie na bieżący poziom inflacji, lecz na ryzyko nadmiernego wzrostu cen w kolejnych kwartałach. Przedstawiciele MNB zaznaczali, że obserwowane obecnie ograniczenia podażowe w warunkach powrotu gospodarki do normalności po zniesieniu obostrzeń mogą zagrozić osiągnięciu celu inflacyjnego w średnim okresie. W rezultacie wyrażali ono gotowość do dostosowania parametrów polityki pieniężnej aby przeciwdziałać materializacji takiego scenariusza. W ocenie MNB, kluczowa w ocenie perspektyw inflacyjnych i ryzyka trwałego przestrzelenia celu inflacyjnego będzie czerwcową projekcja makroekonomiczna.



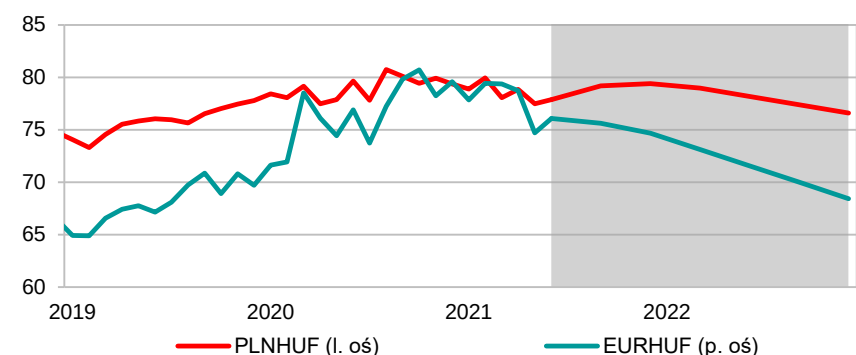
Źródło: Reuters, Credit Agricole

Oczekujemy, że w projekcji, którą poznamy w tym tygodniu ścieżki prognozowanej inflacji i tempa wzrostu gospodarczego zostaną zrewidowane w górę w porównaniu do tych przedstawionych w marcu. Będzie to ważny argument na rzecz zacieśnienia polityki pieniężnej przez MNB. Taką ocenę wspierają wypowiedzi wiceprezesa MNB V. Barnabasa, który stwierdził, że

polityka pieniężna wejdzie w nową fazę w czerwcu, a bank centralny będzie proaktywnie dostosowywał stopy procentowe w celu ograniczenia ryzyka wystąpienia nadmiernej inflacji. Zaznaczył on jednocześnie, że kształt polityki pieniężnej będzie determinowany przez napływające dane i możliwość podwyżki stóp jest warta rozważenia już na czerwcowym posiedzeniu. Oczekujemy, że na posiedzeniu w tym tygodniu główna stopa MNB zostanie podniesiona o 15pb do 0,75%. Pozostałe stopy procentowe zostaną dostosowane w podobny sposób. Należy pamiętać, że MNB prowadzi obecnie skup aktywów. Uważamy, że pomimo podwyżki stóp procentowych będzie on kontynuowany. Taka ocena jest spójna z wypowiedziami V. Barnabasa. Uważamy, że zakończenie programu luzowania ilościowego przyczyniłoby się do wzrostu długoterminowych stóp procentowych i ich większej zmienności. Czynnikiem sprzyjającym podwyższonej zmienności rentowności obligacji węgierskich byłoby zbliżające się ograniczenie skali (tzw.

tapering) programu skupu aktywów realizowanego przez FED. Zarówno wyższy poziom rentowności obligacji węgierskich, jak ich podwyższona zmienność utrudniłyby rządowi finansowanie potrzeb pożyczkowych.

Uważamy, że czerwcową podwyżka będzie początkiem cyklu zacieśniania polityki pieniężnej na Węgrzech. Oczekujemy kolejnych podwyżek stóp w III i IV kw. br. Prognozujemy, że na koniec roku główna stopa procentowa osiągnie poziom 1,00%. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w 2022 r. stopy procentowe pozostaną niezmienione, a zacieśnienie polityki pieniężnej będzie kontynuowane poprzez stopniowe wycofywanie niekonwencjonalnych instrumentów (wygaszanie programu skupu aktywów oraz programu niskoprocentowanych pożyczek dla przedsiębiorstw). Dostrzegamy ryzyko, że zacieśnienie polityki będzie materializowało się szybciej (lub w większej skali) niż zakładamy w scenariuszu bazowym, jeśli inflacja będzie kształtowała się w kolejnych miesiącach powyżej ścieżki przedstawionej w czerwcowej projekcji makroekonomicznej MNB.

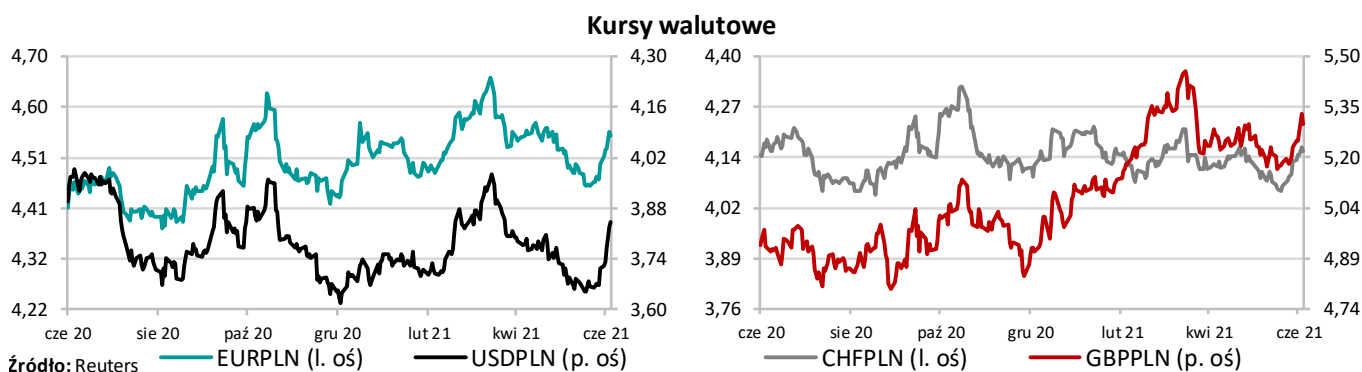


Źródło: Reuters, Credit Agricole

Zacieśnienie polityki pieniężnej jest już częściowo wycenione przez rynki. Trzymiesięczna międzybankowa stopa procentowa BUBOR zwiększyła się o ok. 15pb od kwietnia (patrz wykres powyżej). Niemniej jednak oczekujemy, że zacieśnienie polityki pieniężnej przez MNB będzie sprzyjało dalszemu umocnieniu forinta względem

euro w średnim okresie. Prognozujemy, że kurs EURHUF wyniesie 347 na koniec br. i 327 na koniec 2022 r. Biorąc pod uwagę naszą prognozę kursu EURPLN, oczekujemy, że kurs PLN/HUF wyniesie 79,41 na koniec 2021 r. i obniży się do 76,58 na koniec 2022 r., co będzie spójne z rozbieżnością pomiędzy gołębią polityką pieniężną NBP (por. MAKROPuls z 09.06.2021) i jastrzębim nastawieniem MNB.

Wyniki badań koniunktury w strefie euro mogą osłabić złotego

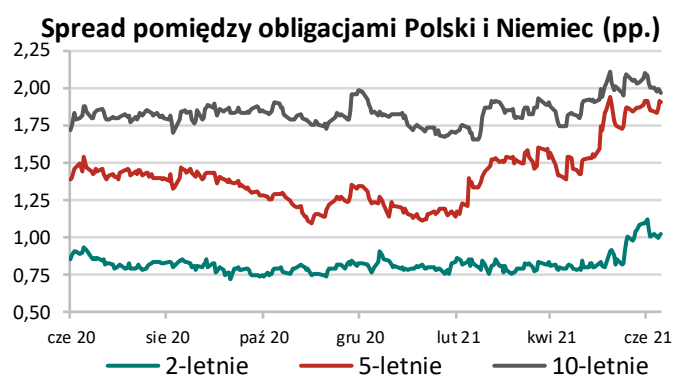
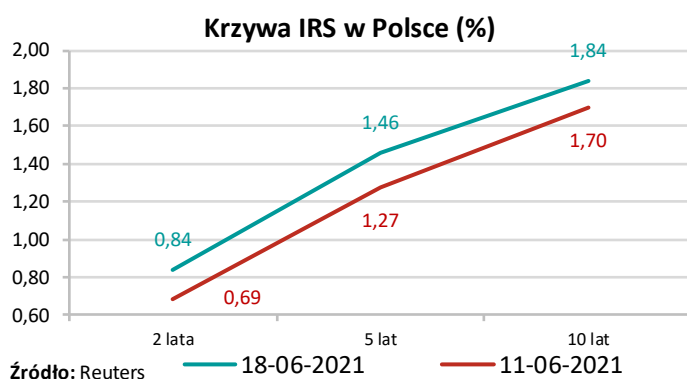


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5509 (osłabienie złotego o 1,2%). W zeszłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie wzrostowym. Podobna tendencja obserwowana była również w przypadku kursu EURHUF. Osłabieniu walut regionu sprzyjało zwiększenie światowej awersji do ryzyka odzwierciedlane wzrostem indeksu VIX. Mniejszy apetyt na ryzykowne aktywa wynikał z rosnących oczekiwań inwestorów na zacieśnienie polityki pieniężnej w USA. Jastrzębi wydźwięk środowego posiedzenia FOMC sprzyjał kontynuacji wzrostu kursu EURPLN.

W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu EURUSD w oczekiwaniu na posiedzenie FOMC. W reakcji na jego jastrzębi wydźwięk doszło do umocnienia dolara względem euro, a kurs EURUSD utrzymał się do końca tygodnia w trendzie spadkowym.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro. Uważamy, że mogą one doprowadzić do osłabienia kursu polskiej waluty. Zaplanowane na ten tydzień publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej będą naszym zdaniem neutralne dla złotego. Ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty będą miały najprawdopodobniej również dane z USA (trzeci szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, finalny indeks Uniwersytetu Michigan, inflacja PCE) oraz Niemiec (indeks Ifo).

Wstępne indeksy PMI dla strefy euro w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,84 (wzrost o 15pb), 5-letnie do 1,46 (wzrost o 16pb), a 10-letnie do 1,84 (wzrost o 14pb). W ubiegłym tygodniu doszło do silnego wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Przyczyną wzrostu obligacji na rynkach bazowych był jastrzębi wydźwięk posiedzenia FOMC, który nasilił oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych w USA. W środę NBP przeprowadził operację *outright buy*, w której skupił obligacje o wartości 2,1 mld PLN, z czego 0,3 mld PLN stanowiły obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 BGK, a 1,8 mld PLN obligacje skarbowe. Operacja miała ograniczony wpływ na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro, które naszym zdaniem mogą doprowadzić do wzrostu stawek IRS. Publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej nie będą miały w naszej ocenie istotnego wpływu na krzywą. Uważamy, że ograniczony wpływ na stawki IRS będą miały najprawdopodobniej również dane z USA (trzeci szacunek PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym, finalny indeks Uniwersytetu Michigan, inflacja PCE) oraz Niemiec (indeks Ifo).

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	4,7	
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	10,1	
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	2,7	
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	1740		
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	69,2		
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	59,8		

* 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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 21.06.2021 r.						
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	5,3	6,2	6,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	44,5	27,0	29,0
Wtorek 22.06.2021 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	25,7	16,0	16,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Maj	5,85	5,75	5,71
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	-5,1		-2,9
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Czerwiec	18,0		
Środa 23.06.2021 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	64,4	63,4	63,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Czerwiec	55,2	58,5	57,6
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	63,1	62,0	62,1
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Czerwiec	57,1	59,1	58,7
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	62,1		61,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Maj	863	880	870
Czwartek 24.06.2021 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Czerwiec	99,2	101,2	100,4
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Maj	6,3	6,1	6,1
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Czerwiec	0,10	0,10	0,10
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	11,2	9,2	9,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	412		380
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	I kw.	6,4	6,4	6,4
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Maj	-1,3	3,5	1,9
Piątek 25.06.2021 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	9,2		8,5
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Maj	-0,1		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	86,4	87,0	86,4

* 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