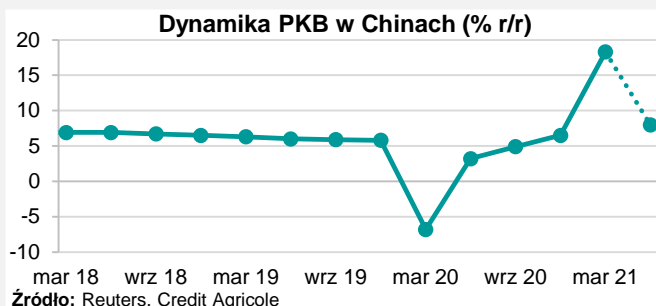


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o wzroście PKB w Chinach w II kw.** Oczekujemy, że PKB zwiększył się o 1,1% kw/kw wobec wzrostu o 0,6% w I kw. Tempo wzrostu w ujęciu rocznym znacząco spowolni z uwagi na wygasanie efektów niskiej bazy



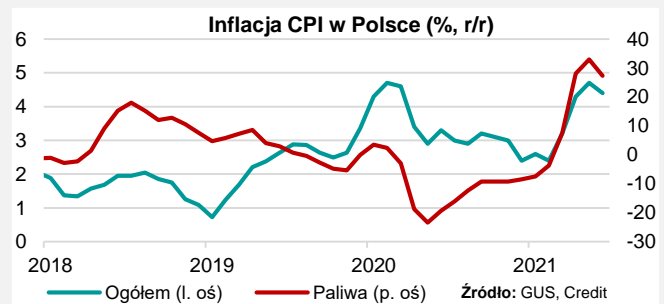
związanych z wybuchem pandemii w 2020 r. (do 8,0% r/r w II kw. wobec 18,3% w I kw.). Czerwcowe dane wskażą na wyhamowanie tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach z uwagi na spowolnienie popytu krajowego oraz stopniowe wycofywanie wsparcia ze strony polityki fiskalnej. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 8,1% r/r w czerwcu wobec 8,8% w maju, dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 11,5% r/r wobec 12,4%, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich zmniejszyła się do 12,0% r/r wobec 15,4%. We wtorek poznamy dane nt. bilansu handlowego w Chinach. Zgodnie z konsensusem saldo bilansu handlowego zmniejszyło się w czerwcu do 44,2 mld USD wobec 45,5 mld USD w maju przy jednoczesnym spowolnieniu wzrostu eksportu i importu. Oczekujemy, że publikacja danych z Chin będzie neutralna dla rynków finansowych.

- W środę i czwartek prezes FED J. Powell przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Inwestorzy będą uważnie śledzić wypowiedzi J. Powella dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz stóp procentowych. Uważamy, że wystąpienie nie dostarczy jednak nowych informacji względem *Minutes* opublikowanych w ubiegłym tygodniu (patrz poniżej). Podczas wystąpień J. Powella możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w czerwcu o 0,3% m/m wobec spadku o 1,3% w maju ze względu na wzrost cen paliw. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w czerwcu do 0,4% m/m wobec 0,8% w maju, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Naszym zdaniem inflacja CPI zwiększyła się do 5,1% r/r w czerwcu wobec 5,0% w maju, do czego przyczyniła się wyższa inflacja bazowa (4,1% wobec 3,8%). Oczekujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan wskaże na znaczącą poprawę nastrojów konsumenckich (88,0 pkt. w lipcu wobec 85,5 pkt. w czerwcu). Uważamy, że publikacja danych o inflacji będzie lekko negatywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji, podczas gdy wpływ pozostałych danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.

- W środę poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w maju.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do 860 mln EUR wobec 1740 mln EUR w kwietniu, będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zmniejszyła się z 69,9% r/r w kwietniu do 39,9% w maju, a dynamika importu spadła z 59,8% r/r do 49,1%. Silny spadek dynamiki eksportu i importu będzie spójny z odnotowanym w maju spowolnieniem wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w ujęciu r/r wynikającym z wygasania efektów niskiej bazy sprzed roku związanych z wybuchem pandemii COVID-19. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W czwartek opublikowane zostaną finalne dane o czerwcowej inflacji w Polsce. Dostrzegamy nieznaczne ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w górę względem wstępnego szacunku (4,4%) i wyniesie 4,5% wobec 4,7% w maju. Uważamy, że w kierunku spadku wskaźnika w czerwcu oddziaływało zmniejszanie dynamiki cen paliw oraz niższa inflacja bazowa. Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.



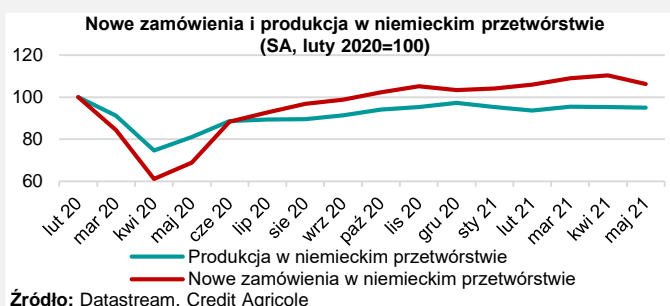
W zeszłym tygodniu

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła na ubiegłotygodniowym posiedzeniu stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%). Zgodnie z komunikatem, RPP oczekuje ożywienia aktywności gospodarczej w najbliższych kwartałach, a głównym źródłem niepewności co do jego skali i tempa pozostaje dalszy przebieg pandemii w Polsce i za granicą. W tym kontekście Rada odnotowała, że wraz z rozprzestrzenianiem się kolejnych mutacji wirusa wzrosła niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii. Podobnie jak w czerwcu br., w komunikacie podkreślono pozytywny wpływ działań ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowania polityki pieniężnej, na aktywność gospodarczą, która zdaniem Rady będzie wspierana również przez ożywienie w gospodarce światowej. W komunikacie podtrzymane zostały również sformułowania dotyczące znaczenia kursu złotego dla perspektyw sytuacji gospodarczej oraz gotowości NBP do interwencji walutowych. Zgodnie z komunikatem NBP będzie kontynuował skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku (wartość dotychczas skupionych obligacji wyniosła 135,8 mld zł). Wraz z komunikatem opublikowana została także lipcowa projekcja ekonomiczna NBP. Jej wyniki wskazują, że w średnim okresie inflacja w Polsce utrzyma się na poziomie wyraźnie przewyższającym cel inflacyjny RPP. Taki scenariusz jest niezgodny z oceną RPP, zgodnie z którą polityka pieniężna NBP stabilizuje inflację na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym. To z kolei oznacza, że większość członków RPP dostrzega znaczące ryzyko w dół dla przewidywanej w projekcji ścieżki inflacji w średnim terminie (por. MAKROpuls z 08.07.2021). Zarówno treść komunikatu po posiedzeniu RPP, jak i wyniki lipcowej projekcji inflacji wskazują, że Rada zamierza utrzymać stabilne stopy procentowe przez dłuższy czas mimo spodziewanej w najbliższych kwartałach podwyższonej inflacji. W piątek odbyła się konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP. Wypowiedzi A. Glapińskiego były utrzymane w gołęmbim tonie. Zwrócił on między innymi uwagę, że jeśli inflacja będzie kształtowała się w górnym paśmie odchyleń od celu inflacyjnego to „nie jest to żaden problem makroekonomiczny”. Ponadto zwrócił on uwagę, że nie chciałby żeby kurs złotego umocnił się powyżej swojego obecnego poziomu. Jako warunki dla podwyżki stóp procentowych prezes NBP wskazał na trwałe przekroczenie przez inflację górnej granicy odchyleń od celu (3,5%) sygnalizowane w prognozach połączone z silnym popytem i dobrą sytuacją na rynku pracy oraz brakiem istotnego wpływu pandemii na aktywność gospodarczą. Treść komunikatu po posiedzeniu i wypowiedzi prezesa NBP stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP nie zmieni stóp procentowych do końca 2022 r. Pierwszej podwyżki stopy referencyjnej z 0,10% do 0,25% oczekujemy w styczniu 2023 r.
- W ubiegłym tygodniu Rada Prezesów zatwierdziła nową strategię polityki pieniężnej EBC. Najważniejszą kwestią jest modyfikacja celu inflacyjnego EBC z „blisko, ale poniżej 2%” do „2%”

w średnim okresie. Rada stwierdziła, że będzie podchodzić do tego celu symetrycznie. To znaczy, że uważa odchylenie od celu w górę za równie niepożądane co odchylenie w dół. Ponadto, Rada Prezesów wskazała, że właściwym miernikiem presji inflacyjnej pozostaje zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych HICP, jednak jest ona świadoma, że dla lepszego zobrazowania stopy inflacji doświadczanej przez gospodarstwa domowe należałoby do wskaźnika HICP włączyć koszty użytkowania mieszkań przez właścicieli. Szacujemy, że taka zmiana w chwili obecnej podniosłaby inflację ogółem w strefie euro o ok. 0,1 pkt. proc. Wpływ takiej zmiany na kształtowanie się inflacji ogółem w dłuższym okresie jest trudny do oszacowania. Dodatkowo Rada Prezesów zwróciła uwagę, że zobowiązuje się realizować ambitny plan działań klimatycznych. Rada Prezesów nie tylko kompleksowo włączy czynniki klimatyczne do swojej oceny polityki pieniężnej, lecz także zmodyfikuje ramy operacyjne tej polityki w zakresie ujawniania informacji, oceny ryzyka, skupu aktywów sektora przedsiębiorstw oraz zasad dotyczących zabezpieczeń. Uważamy, że modyfikacja celu inflacyjnego, a mianowicie jego podniesienie, będzie sprzyjać utrzymywaniu łagodnej polityki EBC przez dłuższy czas, co jest spójne z naszym scenariuszem zakładającym kontynuację programu luzowania ilościowego co najmniej do końca 2024 r.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały ważne dane z Niemiec.

Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w maju o 0,3% m/m wobec takiego samego spadku w kwietniu (rewizja w górę z -1,0%), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (+0,5%). Tym samym produkcja przemysłowa w Niemczech była w maju o 5,0% niższa niż w lutym 2020 r., czyli przed wybuchem pandemii. Produkcja przemysłowa w ujęciu miesięcznym obniżyła się w energetyce oraz przetwórstwie, podczas gdy jej wzrost odnotowano w budownictwie. Uwzględniając przeznaczenie wytwarzanych dóbr, spadek produkcji miał miejsce jedynie w przypadku dóbr kapitałowych, podczas gdy produkcja dóbr konsumpcyjnych i pośrednich zwiększyła się. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane nt. zamówień w przetwórstwie, które zmniejszyły się w maju o 3,7% m/m wobec wzrostu o 1,2% w kwietniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (1,3%). Co więcej, był to ich najsilniejszy miesięczny spadek od kwietnia 2020 r. Obniżenie zamówień wynikało z silnego zmniejszenia zamówień zagranicznych, podczas gdy zamówienia krajowe nieznacznie zwiększyły się. Spadek zamówień zagranicznych został odnotowany zarówno w przypadku zamówień ze strefy euro jak i spoza obszaru wspólnej waluty, przy czym zamówienia spoza strefy euro obniżyły się o wiele silniej (o 10,3% m/m wobec spadku o 1,3% w przypadku zamówień ze strefy euro). W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. nadwyżki w niemieckim bilansie handlowym, która zmniejszyła się w maju do 12,6 mld EUR wobec 15,6 mld EUR w kwietniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (15,9 mld EUR). Przyczynił się do tego silniejszy wzrost dynamiki importu (3,4% m/m w maju wobec -1,4% w kwietniu) od dynamiki eksportu (0,3% wobec 0,2%). Przedstawione wyżej dane wskazują, że ożywienie w niemieckim przemyśle jest ograniczane przez silne bariery podażowe. Firmy w obliczu niedoboru materiałów nie nadążają z realizacją bieżących zamówień (por. MAKROMAPA z 28.06.2021) i w efekcie najprawdopodobniej ograniczają przyjmowanie kolejnych. Jednocześnie ich klienci, ze względu na brak realizacji poprzednich zamówień, mogą wstrzymywać się ze składaniem nowych zamówień. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, który zmniejszył się w lipcu do 63,3 pkt. wobec 79,8 pkt. w czerwcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (75,5 pkt.). Warto jednak podkreślić, że mimo pogorszenia



Źródło: Datastream, Credit Agricole

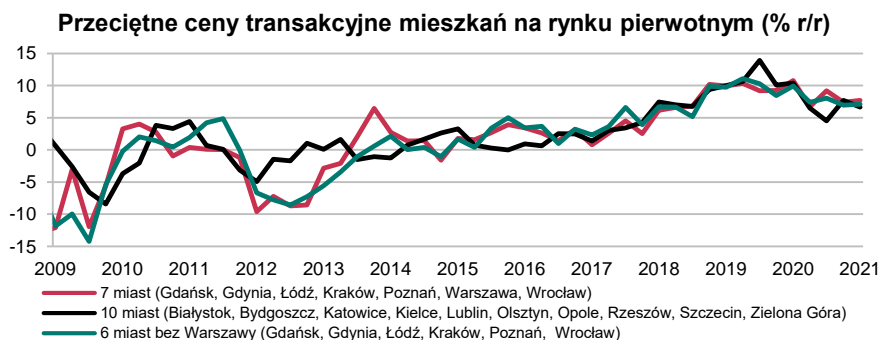
nastrojów w lipcu pozostają one na wysokim na tle historycznym poziomie. Prognozujemy, że PKB w Niemczech wzrośnie w 2021 r. o 4,0% wobec spadku o 4,8% w 2020 r.

- ✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 373 tys. wobec 371 tys. dwa tygodnie temu (rewizja w górę z 364 tys.), co było powyżej oczekiwań rynku (350 tys.). Z kolei liczba kontynuowanych wniosków zmniejszyła się do 3,3 mln wobec 3,5 mln. Dane wskazują tym samym, że mimo postępującej poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy nadal znajduje się on daleko od poziomu równowagi. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks ISM dla usług, który zmniejszył się w czerwcu do 60,1 pkt. wobec 64,0 pkt. w maju, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (63,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów wszystkich czterech jego składowych (dla aktywności biznesowej, zatrudnienia, nowych zamówień i czasu dostaw). Co więcej, składowa dla zatrudnienia obniżyła się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W strukturze danych na uwagę zasługuje również dalszy wzrost składowej dla zaległości produkcyjnych, która wyznaczyła nowy rekord. Dane wskazują tym samym na wysoki stopień przegrzania amerykańskiego sektora usług. 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 zostało Minutes z czerwcowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji po posiedzeniu, choć członkowie FOMC są na ogół zgodni co do tego, że od kwietniowego posiedzenia doszło do poprawy sytuacji makroekonomicznej w USA, to ich zdaniem nadal dominują czynniki ryzyka w dół dla perspektyw wzrostu gospodarczego. Treść *Minutes* potwierdziła, że członkowie FOMC rozpoczęli w czerwcu dyskusję nt. planów ograniczenia tempa prowadzonego przez FED skupu aktywów. Część członków FOMC uważa, że warunki uzasadniające ograniczanie skali skupu aktywów mogą zostać spełnione szybciej niż wcześniej tego oczekiwali. Inni członkowie wyrazili pogląd, że FED powinien być cierpliwy w podejmowaniu decyzji o ograniczaniu skali programu luzowania ilościowego. Niektórzy uczestnicy dyskusji uzasadniali to tym, że ostatnie dane dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiej gospodarki. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą Rezerwa Federalna rozpocznie ograniczanie skali skupu aktywów na początku 2022 r. Jednocześnie zakładamy stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023 r.

Czy Polski Ład podbije ceny nieruchomości?

W MAKROmapie z 08.02.2021 przedstawiliśmy naszą prognozę kształtowania się cen mieszkań w perspektywie średniookresowej. Zarysowaliśmy wówczas scenariusz utrzymującego się wzrostu cen na rynku mieszkań, którego tempo będzie się jednak stopniowo obniżać. Korzystając z danych, które ukazały się od tamtego czasu poniżej weryfikujemy nasze oczekiwania oraz przedstawiamy nasz zaktualizowany scenariusz.






Źródło: NBP, Credit Agricole

Zgodnie z danymi NBP, dynamika cen transakcyjnych na rynku pierwotnym dla 7 największych miast w Polsce (por. wykres) wyniosła 7,4% r/r w IV kw. 2020 r. i 7,7% w I kw. 2021 r. Tym samym zmaterializował się nasz scenariusz zarysowany w MAKROmapie z 08.02.2021. Prognozowaliśmy wówczas, że wspomniane wyżej tempo wzrostu cen wyniesie 7,8% w

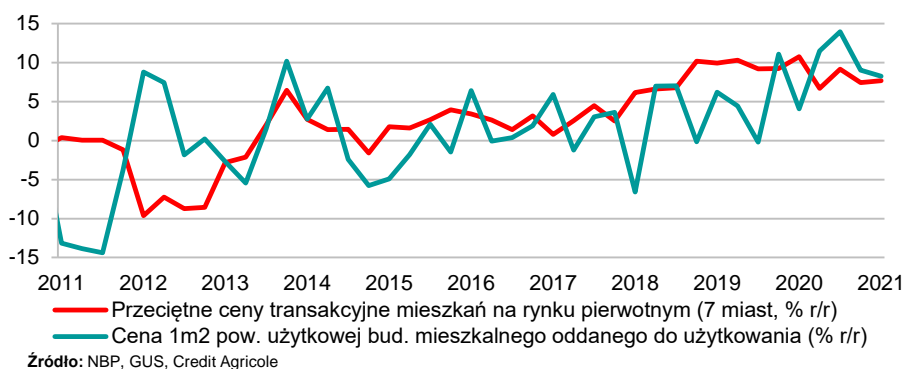
IV kw. ub. i przejściowo zwiększy się do 7,9% na koniec 2021 r., po czym od 2022 r. zacznie się stopniowo obniżać.

W naszej analizie korzystamy z danych NBP dotyczących cen transakcyjnych mieszkań na rynku pierwotnym uśrednionych dla 7 największych miast w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław). W celu przygotowania prognozy posłużyliśmy się modelem ekonometrycznym, w którym roczna dynamika cen mieszkań uzależniona jest od trzech zmiennych:

-  **Stopy bezrobocia BAEL**, która reprezentuje w modelu wpływ zmian popytu mieszkaniowego ze strony gospodarstw domowych na kształtowanie się cen mieszkań. Stopa bezrobocia pozwala na uchwycenie jednocześnie wielu czynników determinujących popyt mieszkaniowy z punktu widzenia sytuacji na rynku pracy (zmiany wynagrodzeń, zdolności kredytowej, obaw o utratę pracy, etc.). Zmienna ta została uwzględniona w modelu z jednokwartalnym wyprzedzeniem, co oznacza, że to przyszła sytuacja na rynku pracy (a tym samym sytuacji finansowej gospodarstwa domowego) mają duże znaczenie w kontekście decyzji o zakupie mieszkania.
-  **Wartości zakupów mieszkań „za gotówkę”**, która reprezentuje wpływ tzw. popytu inwestycyjnego (długoterminowa lokata kapitału) na ceny mieszkań. Posłużyliśmy się roczną dynamiką szacowanego przez NBP popytu gotówkowego na zakup mieszkań deweloperskich we wspomnianych wyżej siedmiu miastach.
-  **Oczekiwań gospodarstw domowych na wzrost cen mieszkań**. Miernikiem takich oczekiwań w naszym modelu są wyniki badania ankietowego „Finansowy Barometr ING”. W latach 2014-2018 34-38% ankietowanych zgadzało się ze stwierdzeniem, że ceny domów nigdy nie spadają. W latach 2018-2019 odsetek odpowiedzi twierdzących kształtował się na poziomie zbliżonym do 50%. Z kolei w 2020 r. odnotowano spadek tego odsetka do 46%. Zmienna ta odzwierciedla nie tylko skłonność Polaków do zakupu mieszkania w obawie przed dalszym wzrostem cen, ale również ma za zadanie uwzględniać zmiany popytu spekulacyjnego (zakup mieszkań w celach inwestycyjnych).

W celu przygotowania aktualizacji prognozy cen mieszkań musieliśmy przyjąć kilka założeń dotyczących kształtowania się zmiennych objaśniających w najbliższych latach. Należy zwrócić uwagę, że na początku br. stopa bezrobocia wg BAEL uległa wyraźnemu wzrostowi z uwagą na zmianę metodyki badania i przez to stała się ona niespójna ze swoimi poprzednimi wartościami. W naszej prognozie pomijamy wspomniane

wyżej „sztuczne” zwiększenie stopy bezrobocia i zachowując ciągłość szeregu czasowego zakładamy jej stopniowy spadek w kolejnych latach do poziomu ok. 3%. Taka tendencja będzie wynikała m.in. z oczekiwanego przez nas przyspieszenia wzrostu gospodarczego powiązanego z cyklem w absorpcji środków unijnych. W kontekście popytu gotówkowego, po jego przejściowym spadku w II i III kw. 2020 r. (o 8,0% r/r) z uwagi na podwyższoną niepewność dotyczącą dalszego przebiegu pandemii oraz jej wpływu na sytuację na rynku pracy oraz popyt na mieszkania na wynajem w IV kw. 2020 r. i I kw. obserwowaliśmy jego ponowne zwiększenie o odpowiednio 26,7% r/r i 16,9%. Uważamy, że popyt gotówkowy na mieszkania wzrośnie w br. średniorocznie o 10% i ustabilizuje się na tym poziomie w kolejnych latach. Czynnikiem ograniczającym zakupy za gotówkę w IV kw. br. będzie oczekiwane przez nas wystąpienie czwartej fali pandemii i związana z tym podwyższona niepewność. Stopy procentowe pozostaną w najbliższych latach na wciąż niskim poziomie, co będzie sprzyjać inwestycjom w mieszkania, które będą alternatywą dla nisko oprocentowanych depozytów bankowych. Z drugiej strony, wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym na znaczeniu zyskają również inwestycje w inne klasy aktywów, np. akcje. Czynnikiem strukturalnym ograniczającym popyt gotówkowy na mieszkania w średnim okresie będzie wyczerpujący się zasób oszczędności pozwalających na sfinansowanie takiego zakupu. Zgodnie z ankietą przeprowadzoną na zlecenie Krajowego Funduszu Długów w listopadzie 2020 r., tylko 7,1% gospodarstw domowych deklaruje, że posiada oszczędności powyżej 50 tys. PLN. Ponadto, zgodnie z badaniem NBP z 2016 r., nawet wśród najbogatszych gospodarstw domowych (ostatni decyl pod względem majątku netto) mediana aktywów finansowych wynosiła wówczas 47,1 tys. zł, a liczbę gospodarstw z aktywami finansowymi powyżej tej mediany można szacować na ok. 711 tys. Spójne z założeniem utrzymującym się wysokim popytem gotówkowym na mieszkania jest przyjęcie założenia, że odsetek Polaków oczekujących, że „ceny domów nigdy nie spadają” będzie utrzymywał się na podwyższonym poziomie. W naszej prognozie przyjęliśmy, że odsetek respondentów zgadzających się z tym stwierdzeniem obniży się nieznacznie do 45% w horyzoncie 2023 r. i będzie utrzymywał się wyraźnie powyżej średniej z lat 2014-2017.

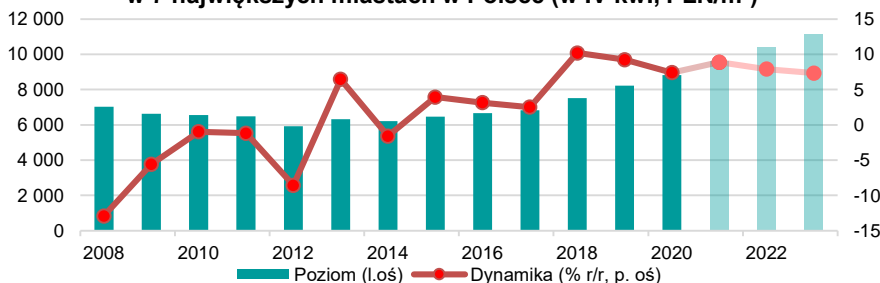


Oprócz zmiennych uwzględnionych bezpośrednio w modelu należy zwrócić uwagę na szereg czynników wynikających z wprowadzenia Polskiego Ładu, które będą oddziaływały w kierunku wzrostu cen mieszkań. Po pierwsze, na IV kw. 2021 r. planowane jest wprowadzenie programu gwarantowania wkładu własnego za pośrednictwem Banku

Gospodarstwa Krajowego przy zakupie mieszkania na kredyt przez osoby młode. Taka zmiana będzie oddziaływała w kierunku zwiększenia popytu na mieszkania, a tym samym ich cen. Po drugie, w ramach Nowego Ładu będzie realizowany Program Inwestycji Strategicznych polegający na zwiększeniu skali inwestycji publicznych przez bezzwrotne dofinansowanie inwestycji realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego. Program realizowany będzie poprzez promesy inwestycyjne udzielane przez BGK. Pierwsza edycja pilotażowego naboru wniosków rozpoczęła się w lipcu br. Oczekujemy, że realizacja tego programu przyczyni się do wzrostu cen materiałów budowlanych i kosztu robocizny w ramach budownictwa mieszkaniowego w kolejnych latach. Szybki wzrost kosztów budowy mieszkań obserwowaliśmy już w ostatnich latach. Zgodnie z danymi GUS, tzw. cena 1m² powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego oddanego do użytkowania zwiększyła się w I kw. o 8,3% r/r w I kw. br. wobec 9,6% średniorocznie w 2020 r. Wskaźnik ten obrazuje przeciętne dla całego kraju nakłady poniesione przez inwestorów na budowę nowych budynków mieszkalnych (innych niż jednorodzinne i zbiorowego zamieszkania – m.in. hotele, pensjonaty) w przeliczeniu na 1 m² powierzchni użytkowej budynku. Nakłady na budowę budynku dotyczą wszystkich kosztów poniesionych do momentu zakończenia budowy. Biorąc

pod uwagę zarysowane powyżej tendencje, oczekujemy jego dalszego wzrostu w kolejnych kwartałach, co będzie czynnikiem podbijającym ceny transakcyjne na rynku pierwotnym.

Ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym w 7 największych miastach w Polsce (w IV kw., PLN/m²)*



Źródło: NBP, Credit Agricole

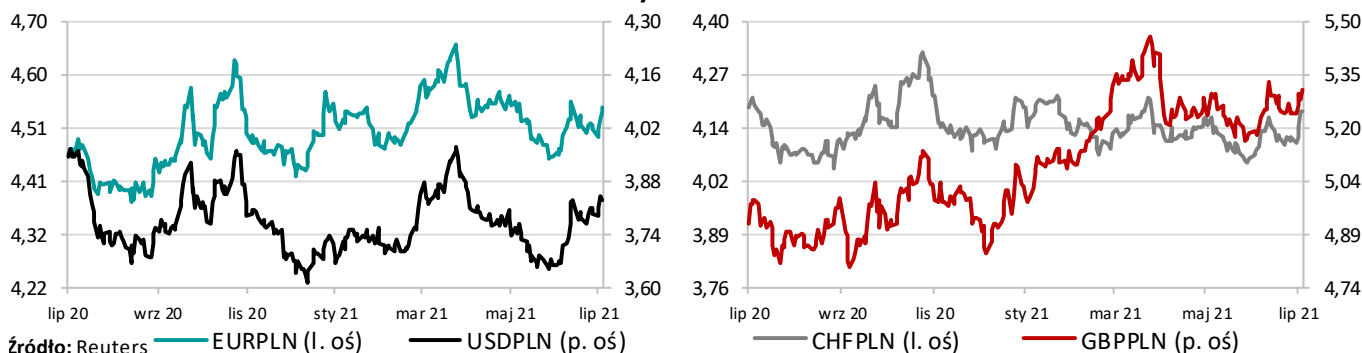
*od 2021 r. prognoza

Zgodnie z powyższymi założeniami, prognozujemy, że tempo wzrostu cen mieszkań na rynku pierwotnym zwiększy się przejściowo do 8,9% r/r w IV kw. 2021 r. i w kolejnych latach będzie znajdować się w trendzie spadkowym osiągając poziom 7,3% w 2023 r. Oznacza to, że przeciętna cena transakcyjna we wspomnianych siedmiu miastach zwiększy się z 9,2 tys. zł w I kw. br.

do 11,1 tys. na koniec 2023 r. (por. wykres). W porównaniu do naszej poprzedniej prognozy ścieżka dynamiki cen mieszkań została zrewidowana w górę o ok. 0,7 pkt. proc. w latach 2021-2023, co jest efektem uwzględnienia silniejszych oczekiwań gospodarstw domowych na wzrost cen. Należy zwrócić uwagę, że jest to prognoza warunkowa, uzależniona od materializacji zarysowanego powyżej scenariusza dla zmiennych objaśniających. Oczekiwany dalszy, aczkolwiek wolniejszy wzrost cen mieszkań w średnim terminie będzie wspierany nie tylko przez utrzymujący się popyt, ale również ograniczoną podaż nowych mieszkań związanych z trudnościami deweloperów w pozyskiwaniu nowych gruntów pod inwestycje. Czynnikiem niepewności dla naszej prognozy pozostaje dalszy przebieg pandemii w kolejnych kwartałach. Ponadto, wspomniane wyżej czynniki związane z wprowadzeniem Polskiego Ładu, podbijające koszty w budownictwie, stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy.

Dane o inflacji w USA w centrum uwagi rynku

Kursy walutowe



Źródło: Reuters

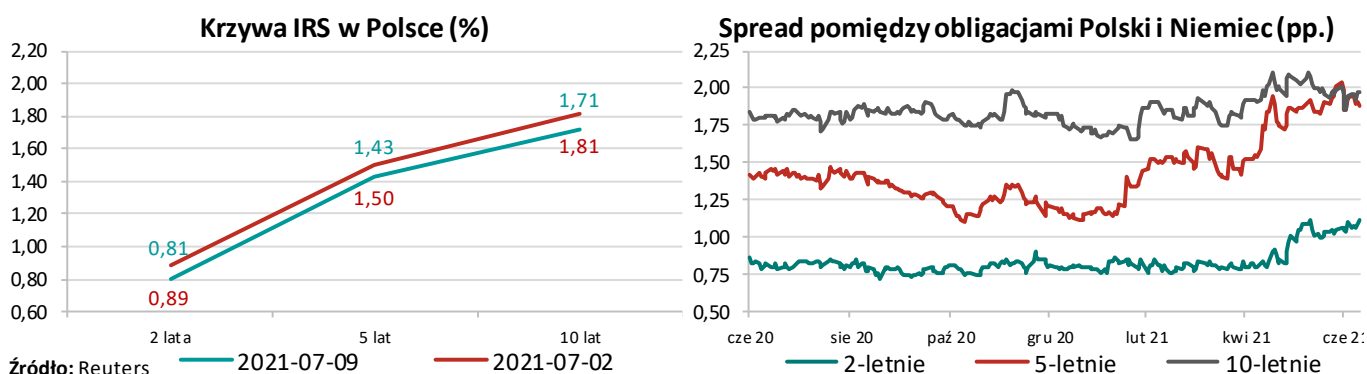
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5464 (osłabienie złotego o 0,9%). W zeszłym tygodniu doszło do osłabienia złotego względem euro. Podobna tendencja obserwowana była również w przypadku kursu forinta względem euro. Czynnikiem, który sprzyjał deprecjacji walut w regionie była decyzja Komisji Europejskiej o wstrzymaniu środków z Funduszu Odbudowy dla Węgier, co mogło nasilić obawy części uczestników rynku, że ryzyko wstrzymania środków istnieje również w przypadku Polski. W kierunku osłabienia walut regionu oddziaływał również wzrost światowej awersji do ryzyka, który znalazł odzwierciedlenie w zwiększeniu indeksu VIX. Posiedzenie RPP nie miało istotnego wpływu na rynek. W piątek odnotowano dalsze osłabienie złotego.

W zeszłym tygodniu kurs EURUSD charakteryzował się relatywnie niską zmiennością, a publikacja Minutes z czerwcowego posiedzenia FOMC miała ograniczony wpływ na rynek. W ubiegłym tygodniu doszło

natomiast do spadku kursu EURCHF. W pewnym stopniu wynikał on ze wzrostu światowej awersji do ryzyka, który sprzyjał odpływowi kapitału do tzw. bezpiecznych przystani. W wyniku spadku kursu EURCHF oraz wzrostu kursu EURPLN, kurs CHFPLN przejściowo przekroczył poziom 4,20 osiągając najwyższą wartość od marca br.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie wystąpienie prezesa FED J. Powella przed Kongresem. Uważamy, że może ono oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Publikacja inflacji w USA będzie naszym zdaniem lekko negatywna dla kursu złotego. Dane z Chin (PKB, bilans handlowy, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek. Uważamy, że neutralne dla złotego będą także dane z Polski (inflacja, bilans płatniczy) oraz pozostałe dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan).

Wystąpienie prezesa FED może podwyższyć zmienność stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,81 (spadek o 8pb), 5-letnie do 1,43 (spadek o 7pb), a 10-letnie do 1,71 (spadek o 10pb). Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia ze spadkiem stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Obniżeniu rentowności na rynkach bazowych sprzyja spadek oczekiwań inwestorów na utrwalenie się podwyższonej inflacji w światowej gospodarce, a w konsekwencji na szybsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Publikacja *Minutes* FOMC, komunikat po czwartkowym posiedzeniu RPP, a także piątkowe wystąpienie prezesa NBP nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie wystąpienie prezesa FED J. Powella przed Kongresem, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Publikacje licznych danych z Chin (PKB, bilans handlowy, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje w aglomeracjach miejskich) będą najprawdopodobniej neutralne dla krzywej. Bez istotnego wpływu na stawki IRS będą naszym zdaniem również dane z Polski (inflacja, bilans płatniczy) oraz większość danych z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). Publikacja danych o inflacji w USA może przyczynić się do wzrostu stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lip 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	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	4,52	4,52	4,63	4,56	4,48	4,52	4,52
Kurs USDPLN*	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,80
Kurs CHFPLN*	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,12
Inflacja CPI (r/r, %)	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,5	4,5
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,4	3,4
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,7	21,1	21,1
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,5	7,0	7,0
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	9,5	9,5
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,6	9,6
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,7	2,7
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	6,3	6,1	5,9	5,9
Saldo ROB (mln EUR)	3333	650	1273	1330	2307	1956	477	3341	1585	938	1740	860	860	860
Eksport (r/r, % EUR)	4,3	2,2	2,4	6,6	3,7	10,0	14,6	-0,9	5,9	27,7	69,2	39,9	39,9	39,9
Import (r/r, % EUR)	-7,4	-3,6	-4,0	2,1	-4,2	4,1	12,4	-4,0	6,2	24,6	59,8	49,1	49,1	49,1

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2020				2021				2020	2021	2022	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	12,0	4,9	5,5	-2,7	5,3	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	0,2	12,3	3,8	3,5	-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	14,9	8,5	9,3	-0,2	9,4	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	0,8	-16,6	-0,3	8,2	10,0	9,6	6,7	8,0	-1,9	8,5	8,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,7	-6,2	0,2	-1,7	0,1	6,8	2,2	1,7	-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	3,5	1,5	1,3	0,8	1,1	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	5,9	5,7	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	0,44	
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	4,52	4,45	4,45	4,55	4,45	4,30	
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,73	3,95	3,81	3,71	3,71	3,73	3,71	3,47	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 13.07.2021 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Czerwiec	45,5		44,2
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Czerwiec	0,6	0,7	0,5
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Czerwiec	0,7	0,5	0,5
Środa 14.07.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,8		-0,1
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Maj	1740	860	1505
Czwartek 15.07.2021 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	II kw.	18,3	8,0	8,1
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	8,8	8,1	7,9
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	12,4	11,5	11,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Czerwiec	15,4	12,0	12,5
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	4,4	4,5	4,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	373		
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	17,4		18,0
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Lipiec	30,7		28,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	0,8	0,4	0,7
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Czerwiec	75,2		75,6
Piątek 16.07.2021 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	1,9	1,9	1,9
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Czerwiec	4,0	3,4	3,8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	-1,3	-0,3	-0,6
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	85,5	88,0	87,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Maj	-0,2		0,3

* 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