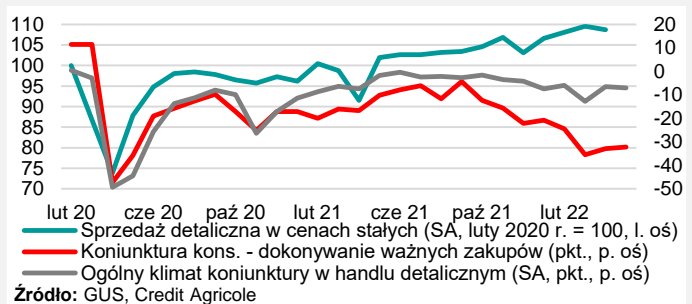


## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o majowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 18,0% r/r wobec 13,0% w kwietniu. W kierunku przyspieszenia produkcji oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej konsensusu (15,3%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

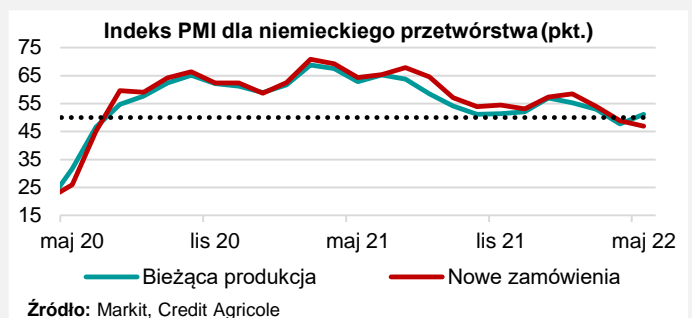
**Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie środowa publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że tempo sprzedaży detalicznej utrzymało się na relatywnie wysokim poziomie (30,2% r/r w maju wobec 33,4% w kwietniu). Wzrost nominalnej sprzedaży był podbijany przez



szybki wzrost cen towarów. W maju odnotowano stabilizację nastrojów konsumenckich i koniunktury w handlu detalicznym (por. wykres). Czynnikiem pozytywnym dla sprzedaży był napływ uchodźców z Ukrainy, który stanowi silne wsparcie dla popytu konsumpcyjnego, co potwierdzają dane o transakcjach kartowych klientów naszego banku. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się znacząco powyżej konsensusu (23,3%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

**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. Szczególnie istotne będą wypowiedzi prezesa Fed dotyczące wpływu inflacji na przewidywane tempo zacieśniania polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę, że ostatnie posiedzenie FOMC odbyło się w ubiegłym tygodniu (patrz poniżej), wystąpienie J. Powella prawdopodobnie nie dostarczy nowych istotnych informacji. Podczas wystąpień prezesa Fed możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

**W czwartek opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w czerwcu do 54,0 pkt. wobec 54,8 pkt. w maju. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu

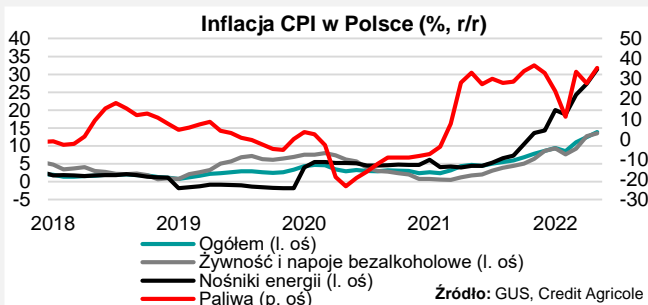


aktywności oddziaływała kontynuacja wojny w Ukrainie. Sankcje nałożone na Rosję, jak również działania zbrojne w Ukrainie przyczyniły się do wzrostu niepewności, zakłóceń w łańcuchach dostaw i wolniejszego napływu nowych zamówień. Inwestorzy oczekują również dalszego spadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 54,0 pkt. w czerwcu z 54,8 pkt. w maju). W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Zgodnie z konsensem wartość indeksu nie zmieniła się istotnie (92,9 pkt. w czerwcu wobec 93,0 pkt. w maju). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.

- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (50,2 pkt. w czerwcu wobec 58,4 pkt. w maju) wskaże na znaczące pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w związku z utrzymującą się wysoką inflacją. Oczekujemy, że sprzedaż nowych domów wyniosła 610 tys. w maju wobec 591 tys. w kwietniu, a sprzedaż domów na rynku wtórnym ukształtowała się na poziomie 5,35 mln wobec 5,61 mln w kwietniu. W przypadku materializacji naszej prognozy, liczba sprzedanych domów na rynku wtórnym spadałaby w maju już czwarty miesiąc z rzędu, co byłoby sygnałem potwierdzającym spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości i wskazywałoby na wysokie prawdopodobieństwo kontynuacji takiej tendencji w kolejnych miesiącach. Naszym zdaniem dane o sprzedaży domów wskażą na nasilenie się tendencji stagnacyjnych na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że publikacje danych z USA nie powinny mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- We wtorek opublikowane zostaną majowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 2,6% r/r wobec 2,8% w kwietniu z uwagi na efekty wysokiej bazy sprzed roku. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymała się w maju na wysokim poziomie (14,4% r/r wobec 14,1% w kwietniu) wspierana przez silną presję płacową. Majowe dane będą kolejnym potwierdzeniem dobrej sytuacji na rynku pracy. Wskaźnik wolnych miejsc pracy utrzymywał się w I kw. br. na wysokim na tle historycznym poziomie (1,25% wobec 1,12% w IV kw. ub. r., por. MAKROmapa z 24.01.2022). Uważamy, że niska stopa bezrobocia i utrzymujące się trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników będą sprzyjały presji na wzrost wynagrodzeń. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

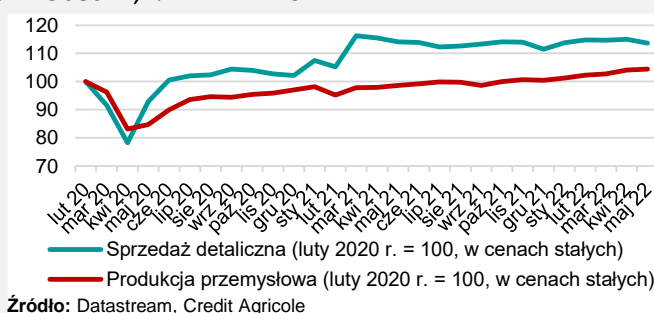
- Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed podniósł docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 75pb do [1,50%; 1,75%].** Tym samym skala podwyżki okazała się wyższa od konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (podwyżka o 50pb). Rezerwa Federalna opublikowała również czerwcową projekcję ekonomiczną członków FOMC. W porównaniu do marcowej projekcji istotnie zwiększyła się mediana dla oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych. Wskazuje ona, że w 2022 r., poza ubiegłotygodniową podwyżką, oczekują oni podwyżek stóp procentowych o łącznej skali 175pb, co oznaczałoby, że docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2022 r. wyniesie [3,25%-3,50%], czyli będzie aż o 150pb wyższy niż w projekcji marcowej (patrz poniżej).
- Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w maju do 13,9% r/r wobec 12,4% w kwietniu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego zgodnego (13,5%), naszej prognozy (13,7%) oraz zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS (13,9%).** Tym samym inflacja osiągnęła w maju najwyższy poziom od marca 1998 r. i od 14 miesięcy pozostaje znacząco powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji była wyższa inflacja bazowa, która zwiększyła się w maju do 8,5% wobec 7,7% w kwietniu, osiągając najwyższy poziom od września 2000 r. Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki cen w wielu kategoriach, co odzwierciedla silną presję inflacyjną utrzymującą się w polskiej gospodarce. Do wzrostu inflacji ogółem



przyczyniła się również wyższa dynamika cen w kategorii „paliwa”, „nośniki energii” oraz „żywność i napoje bezalkoholowe” (13,5% r/r w maju wobec 12,7% w kwietniu – najwyższy poziom od lipca 2000 r.). Wzrost cen żywności mał bardzo szeroki zakres produktowy, czego główną przyczyną jest utrzymująca się silna presja kosztowa w przetwórstwie żywności. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym szczyt inflacji zostanie osiągnięty w lipcu br. na poziomie 15,6% i w kolejnych miesiącach inflacja zacznie się stopniowo obniżać.

**Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w kwietniu do -3924 mln EUR wobec -2972 mln EUR w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-2150 mln EUR) i naszej prognozy (-278 mln EUR).** Tym samym jest to 11 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 1317 mln EUR i 556 mln EUR niższe niż w marcu), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe salda obrotów towarowych i usług (o 787 mln EUR i o 134 mln EUR wyższe niż w marcu). Jednocześnie w kwietniu zwiększyła się zarówno dynamika eksportu (6,7% r/r w kwietniu wobec 16,2% w lutym), jak i importu (22,6% wobec 34,3%). Zgodnie z komunikatem NBP, niekorzystnie na dynamikę eksportu oddziałują zakłócenia w międzynarodowych łańcuchach dostaw. Przyczyniły się one do spadków eksportu części motoryzacyjnych, odbiorników telewizyjnych oraz urządzeń gospodarstwa domowego. Dodatkowo w kierunku obniżenia dynamiki eksportu ogółem oddziaływał dalszy spadek sprzedaży do Rosji. Z kolei relatywnie wysoka dynamika importu związana była przede wszystkim z dalszym wzrostem cen paliw i innych nośników energii. Biorąc pod uwagę kwietniowe dane dostrzegamy znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w II kw. 2022 r. do -1,9% wobec -2,2% w I kw. 2022 r.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w maju do 0,2% wobec 1,4% w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,4%). Na zmniejszenie tempa wzrostu produkcji przemysłowej złożyły się niższa dynamika produkcji w



Źródło: Datastream, Credit Agricole

dostarczaniu mediów, niższa dynamika produkcji w przetwórstwie oraz jej lekki wzrost w górnictwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w maju do 79,0% wobec 78,9% w kwietniu i ukształtowało się na najwyższym poziomie od grudnia 2018 r. Dane te, wskazujące na dodatnią lukę popytową w amerykańskiej gospodarce, stanowią wsparcie dla scenariusza zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się w maju do -0,3% wobec 0,7% w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,2%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży zwiększyła się w maju do 0,5% wobec 0,4% w kwietniu. Obniżenie dynamiki sprzedaży detalicznej zostało odnotowane w większości jej kategorii. Natomiast największe spadki (poza samochodami) odnotowano w ramach sprzedaży mebli i urządzeń elektronicznych, co może wskazywać na osłabienie popytu gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o pozwoleniach na budowę (1695 tys. w maju wobec 1823 tys. w kwietniu), rozpoczętych budowach domów (1549 tys. wobec 1810 tys.), które wskazały na pogłębiające się spowolnienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Słabsze od oczekiwań okazały się również wyniki regionalnych badań koniunktury w przetwórstwie NY Empire State (-1,2 pkt. w czerwcu wobec -11,6 pkt. w maju) oraz Philadelphia Fed (-3,3 pkt. wobec 2,6 pkt.). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej prognozy zannualizowanego wzrostu gospodarczego w II kw. (3,6% wobec -1,5% w I kw.).

- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB zaskoczył rynki podnosząc główną stopę procentową o 50pb do -0,25%. (-0,75%). Konsensus rynkowy wskazywał na stabilizację stopy na poziomie -0,75%. W komunikacie zaznaczono, że celem zacieśnienia polityki pieniężnej jest przeciwdziałanie narastaniu presji inflacyjnej. SNB zwrócił również uwagę na ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, jeśli inflacja będzie utrzymywała się powyżej 2% przez dłuższy czas (inflacja wyniosła 2.9% r/r w maju). Jednocześnie SNB w swoim komunikacie zaznaczył, że frank szwajcarski osłabił się od ostatniego posiedzenia banku centralnego, oddziałując w kierunku wzrostu inflacji. Dodatkowo SNB zaznaczył, że jest on skłonny interweniować na rynku walutowym w razie potrzeby. SNB opublikował także swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne. Zwrócono uwagę, że dotychczas wpływ wojny na Ukrainie miał ograniczony negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Szwajcarii. SNB oczekuje, że w 2022 r. szwajcarski PKB zwiększy się o ok. 2,5% (tyle samo co w marcowej projekcji). Z kolei z uwagi na wzrost cen surowców i nasilenie zatorów w ramach łańcuchów dostaw spowodowane m.in. wojną w Ukrainie zrewidowana w górę została ścieżka inflacji. Zgodnie z czerwcową projekcją (przygotowaną przy założeniu stabilizacji stopy procentowej na poziomie -0,25%) inflacja wyniesie 2,8% w 2022r. (2,1% w marcowej projekcji), 1,9% w 2023 r. (0,9%) oraz 1,6% w 2024 r. (0,9%). SNB poinformował, że nie można wykluczyć kolejnych podwyżek stóp procentowych, które mogą być konieczne, aby możliwe było osiągnięcie celu inflacyjnego w średnim okresie. Biorąc pod uwagę nasz scenariusz makroekonomiczny zakładający postępujące zacieśnianie polityki pieniężnej w strefie euro i USA, dalsze podwyżki stóp procentowych przez SNB są bardzo prawdopodobne. Ubiegłotygodniowa decyzja SNB stanowi istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy kursu CHFPLN (4,14 na koniec 2022 r. i 3,89 na koniec na koniec 2023 r.).
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin.** Dane o produkcji przemysłowej (0,7% r/r w maju wobec -2,9% w kwietniu), sprzedaży detalicznej (-6,7% wobec -11,1%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (6,2% wobec 6,8%) okazały się lepsze od oczekiwań rynku (odpowiednio -0,6%, -7,2% oraz 6,1%). Wskazują one, że chińska gospodarka pozostaje pod silnym negatywnym wpływem ograniczeń administracyjnych wprowadzonych ze względu na pogorszenie sytuacji epidemicznej w tym kraju. Szczególnie wyraźnie wpływ ten widać w przypadku danych o sprzedaży detalicznej. Warto jednak zauważyć, że w maju sytuacja epidemiczna w Chinach zaczęła się już wyraźnie poprawiać, co zaowocowało lepszymi od oczekiwań danymi makroekonomicznymi. W czerwcu poprawa ta utrzyma się, co będzie w najbliższym czasie sprzyjać wzrostowi aktywności ekonomicznej w chińskiej gospodarce. Niemniej jednak nadal uważamy, że cel dla wzrostu gospodarczego w Chinach na 2022 r., który został ustalony na poziomie ok. 5,5% będzie trudny do osiągnięcia nawet w warunkach aktywnej polityki gospodarczej prowadzonej przez chiński rząd (por. MAKROMapa z 23.05.2022). Oczekujemy, że w całym 2022 r. dynamika PKB zmniejszy się do 4,0% wobec 8,1% w 2021 r.

## ➤ Rośnie determinacja Fed w walce z inflacją

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed podniósł docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 75pb do [1,50%; 1,75%]. Tym samym skala podwyżki okazała się wyższa od konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (podwyżka o 50pb). Warto zauważyć, że decyzja nie było jednogłośna, a przeciwko niej zagłosowała szefowa Kansas Fed E. George, która opowiedziała się za podwyżką stóp procentowych w skali 50pb. Decyzja Fed stanowi pewne zaskoczenie w świetle wcześniejszych wypowiedzi szefa Rezerwy Federalnej J. Powella, który po majowym posiedzeniu dał do zrozumienia, że choć podwyżki stóp procentowych po 50pb „pozostają na stole” przez „parę następných posiedzeń”, to Fed nie rozważa obecnie podwyżek stóp o 75pb (por. MAKROMapa z 09.05.2022). Naszym zdaniem czynnikami, które skłoniły Rezerwę Federalną do silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej były



opublikowane dwa tygodnie temu wyższe od oczekiwań dane o inflacji CPI w USA sugerujące, że nie osiągnęła ona jeszcze swojego szczytu, a także wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, którego struktura zaczęła sygnalizować odkotwiczające się oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych (por. MAKROmapa z 13.06.2022). Rezerwa Federalna zapowiedziała jednocześnie, że będzie kontynuować proces ograniczania swojej sumy bilansowej według planu ogłoszonego na majowym posiedzeniu. Zakłada on, że w okresie do czerwca do sierpnia Fed będzie ograniczał swoje aktywa w tempie 47,5 mld USD miesięcznie, z czego 30 mld USD stanowiąc będą obligacje skarbowe, a 17,5 mld USD papiery MBS (mortgage-backed securities). Od września tempo ograniczania aktywów zostanie podwojone i wyniesie 95 mld USD miesięcznie (60 mld USD obligacje skarbowe, 35 mld USD papiery MBS). Oznacza to, że w 2022 r. suma bilansowa Fed zmniejszy się o 523 mld USD, a w 2023 r. o 1,14 bln USD (por. MAKROmapa z 09.05.2022).

Czerwcową projekcją makroekonomiczną członków FED*				
Wskaźnik	2022	2023	2024	Długi okres
<b>Wysokość stóp procentowych: środek przedziału</b>				
Projekcja czerwcową	3,375%	3,750%	3,375%	2,50%
Projekcja marcowa	1,875%	2,750%	2,750%	2,38%
<b>Prognoza Credit Agricole</b>	<b>3,625%</b>	<b>3,625%</b>		<b>2,25%</b>
<b>Zmiana realnego PKB</b>				
Projekcja czerwcową	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%
Projekcja marcowa	2,8%	2,2%	2,0%	1,8%
<b>Prognoza Credit Agricole</b>	<b>2,6%</b>	<b>1,5%</b>		<b>1,9%</b>
<b>Stopa bezrobocia</b>				
Projekcja czerwcową	3,7%	3,9%	4,1%	4,0%
Projekcja marcowa	3,5%	3,5%	3,6%	4,0%
<b>Prognoza Credit Agricole</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,7%</b>		<b>4,0%</b>
<b>Inflacja</b>				
Projekcja czerwcową	5,2%	2,6%	2,2%	2,0%
Projekcja marcowa	4,3%	2,7%	2,3%	2,0%
<b>Prognoza Credit Agricole</b>	<b>6,4%</b>	<b>3,3%</b>		<b>2,0%</b>

**Źródło:** Rezerwa Federalna, Credit Agricole.

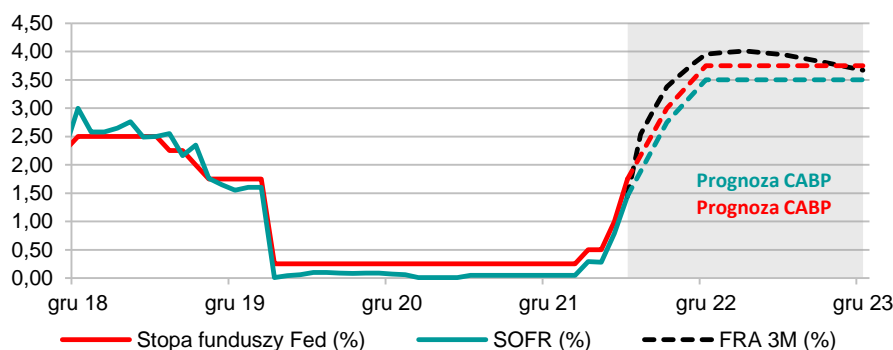
Prognozy wzrostu realnego PKB oraz inflacji PCE dotyczą rocznej zmiany pomiędzy IV kw. roku poprzedniego i oznaczonego w projekcji. Prognozy stopy bezrobocia dotyczą przeciętnego poziomu stopy bezrobocia w IV kw. Wartość prognozy stóp procentowych stanowi środek przedziału, będącego medianą indywidualnych prognoz członków FOMC na koniec danego roku.

Rezerwa Federalna opublikowała również czerwcową projekcję ekonomiczną członków FOMC. Wyraźnie w górę zrewidowane zostały oczekiwania dotyczące inflacji PCE w 2022 r., podczas gdy prognozy na lata 2023-2024 nieznacznie się obniżyły. Warto również zauważyć, że zgodnie z wynikami czerwcowej projekcji w całym horyzoncie prognozy inflacja PCE nie powróci do celu inflacyjnego (2%). W projekcji na uwagę zasługuje również zakładane przez członków FOMC spowolnienie wzrostu gospodarczego w najbliższych latach, które znalazło odzwierciedlenie w niższej ścieżce PKB oraz wyższej ścieżce bezrobocia. W porównaniu do marcowej projekcji istotnie zwiększyła się także mediana dla oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych. Wskazuje ona, że w 2022 r., poza ubiegłotygodniową podwyżką, oczekują oni podwyżek stóp procentowych o łącznej skali 175pb, co oznaczałoby, że docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2022 r. wyniesie [3,25%-3,50%], czyli będzie aż o 150pb wyższy niż w projekcji marcowej. W 2023 r. członkowie FOMC oczekują jeszcze dwóch niepełnych podwyżek po 25pb i zakończenia cyklu. Tym samym przewidywany w czerwcowej projekcji

docelowy poziom stóp procentowych na koniec cyklu podwyżek jest o 100pb wyższy niż w marcowej projekcji. Zgodnie z czerwcową projekcją w 2024 r. Fed rozpocznie obniżki stóp procentowych (mediana oczekiwań wskazuje na dwie niepełne obniżki po 25pb).

Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell powiedział, że nie oczekuje aby podwyżki po 75pb stały się nową normalnością i podkreślił, że decyzje Fed będą uzależnione od napływających danych dotyczących inflacji i oczekiwań inflacyjnych. Jednocześnie podkreślił, że członkowie FOMC chcieliby aby stopy procentowe w USA osiągnęły „umiarkowanie restrykcyjny poziom” na koniec br. W świetle czerwcowej projekcji Fed dostrzegamy tutaj dwa scenariusze. W pierwszym scenariuszu, Rezerwa Federalna może chcieć jak najszybciej wejść na restrykcyjny poziom stóp procentowych i skoncentrować podwyżki na najbliższych dwóch posiedzeniach by obniżyć tempo zacieśniania polityki pieniężnej pod koniec roku. Oznaczałoby to podwyżkę o 75pb w lipcu, o 50pb we wrześniu, oraz podwyżki po 25pb w listopadzie i grudniu. W drugim scenariuszu, uwzględniającym wspomniane wyżej słowa J. Powella, zgodnie z którymi nie oczekuje on aby podwyżki po 75pb stały się nową normalnością, Fed aby osiągnąć poziom stóp procentowych na koniec roku wskazywany w czerwcowej projekcji mógłby dokonać podwyżek po 50pb w lipcu, wrześniu i listopadzie, a w grudniu podnieść stopy o 25pb.

W świetle opublikowanych dwa tygodnie temu wyższych od naszych oczekiwań danych o inflacji CPI w USA, w ubiegłym tygodniu zrewidowaliśmy nasz scenariusz inflacji w tym kraju. Uważamy, że inflacja osiągnie swój szczyt dopiero jesienią na poziomie ok. 9%. W konsekwencji w całym 2022 r. wzrośnie ona 8,3% (7,6% przed rewizją) wobec 4,7% w 2021 r., a w 2023 r. spadnie do 4,7% (4,2%).



Uwzględniając opisaną wyżej naszą nową ścieżkę inflacji, ubiegłotygodniową decyzję Fed, wyniki czerwcowej projekcji, a także wypowiedzi prezesa J. Powella podczas konferencji prasowej po posiedzeniu zrewidowaliśmy w górę nasz scenariusz stóp procentowych w USA. Uważamy, że w lipcu Rezerwa Federalna podniesie stopy procentowe o kolejne 75pb, we

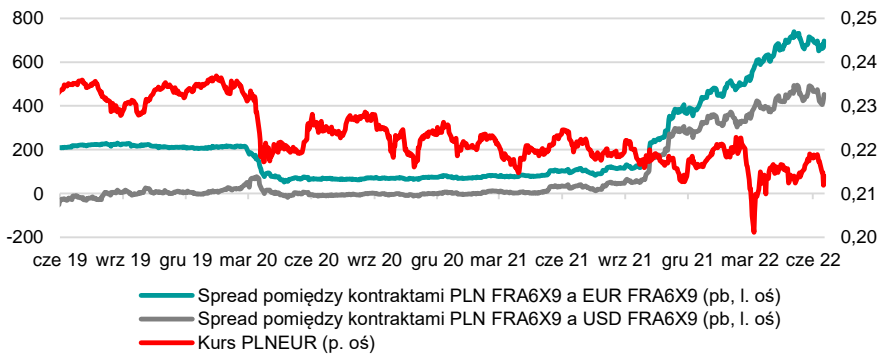
Źródło: Reuters, Credit Agricole

wrześniu i listopadzie dokona podwyżek po 50pb, a w grudniu zwiększy je o dodatkowe 25pb. W konsekwencji, na koniec 2022 r. docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [3,50%; 3,75%]. Jednocześnie uważamy, że grudniowa podwyżka zakończy cykl podwyżek stóp procentowych w USA. Naszym zdaniem czynnikiem, który powstrzyma Fed przed dalszymi podwyżkami stóp procentowych będą dane wskazujące na stopniowy spadek inflacji w warunkach pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego.

Biorąc pod uwagę przedstawioną wyżej naszą nową ścieżkę stóp procentowych Fed zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę wzrostu gospodarczego w USA. Obecnie oczekujemy, że dynamika PKB obniży się w 2022 r. do 2,6% (2,7% przed rewizją) wobec 5,7% w 2021 r., a w 2023 r. spadnie do 1,5% (1,9%).

Ze względu na prognozowany przez nas wyższy dysparytet stóp procentowych pomiędzy USA a strefą euro obniżyliśmy również naszą ścieżkę kursu EURUSD. Obecnie oczekujemy, że na koniec 2022 r. kurs EURUSD wyniesie 1,08 (1,10 przed rewizją), a na koniec 2023 r. wzrośnie do 1,13 (1,15). Jednocześnie uważamy, że wszystkie korzystne dla dolara czynniki fundamentalne takie jak relatywnie wysoka odporność na spowolnienie gospodarcze na świecie, relatywnie jastrzębie na tle pozostałych głównych banków centralnych nastawienie Fed, czy też wzrost światowej awersji do ryzyka związany m.in. z wojną w

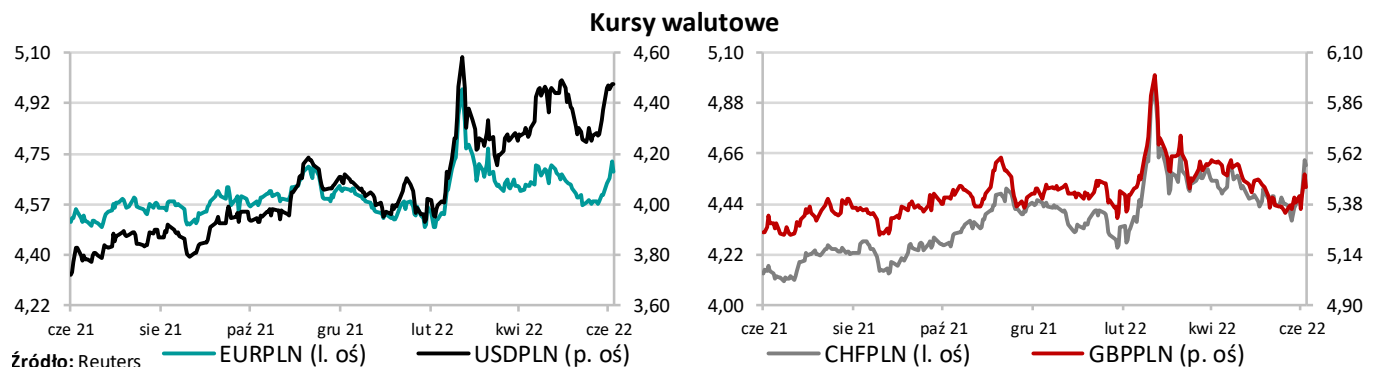
Ukrainie są już wycenione w obecnym kursie EURUSD. Tym samym prognozujemy, że kolejne kwartały przyniosą stopniowy wzrost kursu EURUSD wspierany przez wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro i kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC, przy jednoczesnym spadku światowej awersji do ryzyka.



Źródło: Reuters, Credit Agricole

W świetle ostatnich decyzji głównych banków centralnych: Fed, EBC (por. MAKROmapa z 13.06.2022) oraz SNB, które nasiliły oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych przez te banki i związane z tym zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a USA i strefą euro dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy kursu EURPLN w najbliższych miesiącach. Z kolei malejąca przestrzeń dla aprecjacji PLN sygnalizuje ryzyko w górę dla naszego scenariusza stóp procentowych w Polsce, zgodnie z którym na najbliższych dwóch posiedzeniach RPP podniesie stopy procentowe o 50pb, a cykl podwyżek stopy referencyjnej NBP zakończy się we wrześniu na poziomie 7,00%. Nasz zrewidowany scenariusz dla stóp procentowych NBP i kursu EURPLN przedstawimy w najbliższej MAKROmapie.

## Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej mogą umocnić złotego



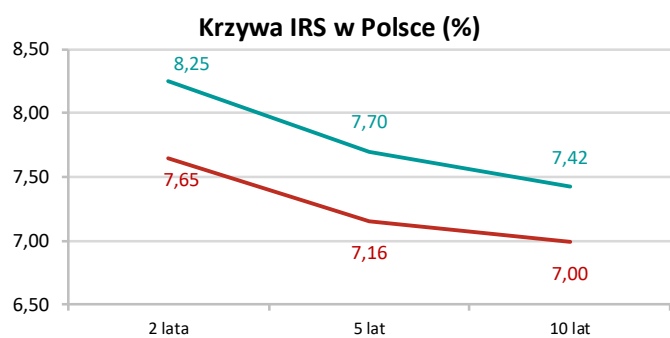
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6847 (osłabienie złotego o 1,7%). Przez cały ubiegły tydzień złoty tracił na wartości, czemu sprzyjała zwiększona awersja do ryzyka związana z wyprzedzą na głównych światowych giełdach. Do szczególnie silnej deprecjacji złotego doszło w czwartek pod nieobecność krajowych inwestorów, czemu sprzyjał jastrzębi wydzźwięk środowiska posiedzenia FOMC. W czwartek doszło również do wyraźnego osłabienia złotego względem franka szwajcarskiego, do czego przyczyniła się nieoczekiwana decyzja SNB o podwyżce stóp procentowych.

W ubiegłym tygodniu, ze względu na wzrost światowej awersji do ryzyka, doszło również do spadku kursu EURUSD. Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym umocnieniu dolara względem euro był jastrzębi wydzźwięk ubiegłotygodniowego posiedzenia FOMC. W czwartek doszło do korekty i lekkiego wzrostu kursu EURUSD.

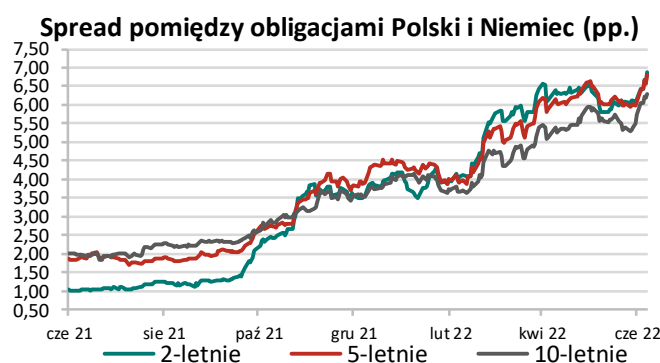
W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, której w przypadku realizacji naszych wyższych od konsensusu rynkowego prognoz mogą przyczynić się do jego lekkiego umocnienia. Z kolei w środę i w czwartek możemy mieć do czynienia z

podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty w reakcji na sprawozdanie szefa Rezerwy Federalnej J. Powella przed Kongresem. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Jednocześnie istotnym czynnikiem determinującym kurs polskiej waluty pozostanie wojna w Ukrainie i związana z nią podwyższona awersja do ryzyka w regionie.

## Wypowiedzi J. Powella w centrum uwagi rynku



Źródło: Reuters



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 8,25 (wzrost o 60pb), 5-letnie do 7,70 (wzrost o 54pb), a 10-letnie do 7,42 (wzrost o 42pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, widocznego szczególnie na długim końcu krzywej. W kierunku wzrostu stawek IRS oddziaływały decyzje Fed i SNB o podwyżkach stóp procentowych. Część inwestorów odebrała je jako sygnał, że główne banki centralne są skłonne podnieść stopy procentowe silniej niż wcześniej oczekiwano.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów złotego będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, które mogą naszym zdaniem doprowadzić do wzrostu stawek IRS na krótkim końcu krzywej. W kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS mogą oddziaływać natomiast zaplanowane na wtorek i środę wystąpienia szefa Rezerwy Federalnej J. Powella przed Kongresem. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Jednocześnie istotnym czynnikiem wpływającym na stawki IRS pozostanie wojna w Ukrainie i związana z nią podwyższona awersja do ryzyka w regionie.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00
Kurs EURPLN*	4,48	4,52	4,56	4,52	4,60	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,56
Kurs USDPLN*	3,66	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,30
Kurs CHFPLN*	4,07	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,38
Inflacja CPI (r/r, %)	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	29,6	18,1	9,6	13,1	8,7	7,6	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,9	18,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	23,3	24,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	19,1	13,0	8,9	10,7	11,1	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	30,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	14,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,6	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	491	-464	-1017	-527	-1817	-1166	-1077	-2491	-638	-2663	-2972	-3924		
Eksport (r/r, %, EUR)	38,3	15,8	9,2	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	20,0	9,8	16,2	6,7		
Import (r/r, %, EUR)	46,4	29,2	16,3	33,6	22,4	24,2	24,3	35,5	37,4	20,2	34,3	22,6		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2021				2022				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5	4,7	2,5	1,5	5,9	4,1	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	-0,2	13,0	4,7	8,0	6,6	10,0	4,6	4,1	6,1	6,3	2,5	
Inwestycje (% r/r)	-1,3	3,0	6,6	5,2	4,3	0,6	0,8	1,2	3,8	1,5	6,7	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	7,4	29,8	7,3	6,1	2,0	4,2	5,3	4,5	11,8	4,0	8,5	
Import (ceny stałe, %, r/r)	8,6	33,8	12,5	12,2	8,8	8,0	9,3	8,0	15,9	8,5	11,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-0,2	7,2	2,8	3,9	3,9	5,6	2,7	2,0	3,4	3,5	1,4
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,5	1,1	1,1	0,6	0,1	0,1	0,3	0,7	0,2	1,1
	Eksport netto (pp.)	-0,1	0,4	-2,1	-2,5	-3,8	-1,9	-2,1	-1,9	-1,2	-2,3	-1,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	2,8	1,9	0,9	-0,6	-2,2	-1,9	-2,3	-2,5	-0,6	-2,5	-2,9	
Stopa bezrobocia (%)**	6,4	6,0	5,6	5,4	5,4	5,0	5,0	5,6	5,4	5,6	5,6	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,1	3,1	2,7	2,6	2,3	0,8	0,7	0,5	2,1	1,1	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,6	9,6	9,4	9,8	9,7	10,0	9,5	9,1	8,9	9,6	9,6	
Inflacja CPI (%)*	2,7	4,5	5,5	7,7	9,6	13,9	15,5	14,2	5,1	13,3	8,1	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	2,54	4,77	6,80	7,13	7,13	2,54	7,13	5,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	6,00	7,00	7,00	1,75	7,00	6,00	
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,58	4,64	4,56	4,53	4,47	4,58	4,47	4,40	
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	4,03	4,19	4,30	4,19	4,06	4,03	4,06	3,83	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Wtorek 21.06.2022 r.</b>						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	2,8	2,6	2,6
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	14,1	14,4	14,6
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	23,3	24,1	24,8
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	13,0	18,0	15,3
11:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Kwiecień	-1,6		
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Maj	5,61	5,35	5,40
<b>Środa 22.06.2022 r.</b>						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	33,4	30,2	23,3
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	-21,1		-20,8
<b>Czwartek 23.06.2022 r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	54,8		54,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Czerwiec	56,1		55,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	54,6		53,9
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Czerwiec	54,8		54,0
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	8,2	8,4	8,2
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	57,0		56,4
<b>Piątek 24.06.2022 r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Czerwiec	93,0		92,9
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Maj	5,2	5,0	5,1
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Maj	591	610	580
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	50,2	50,2	50,2

\* 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