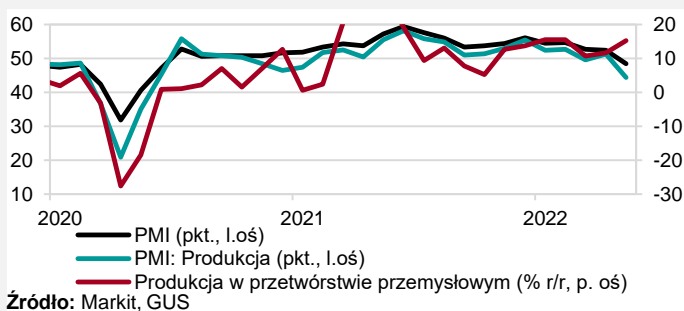
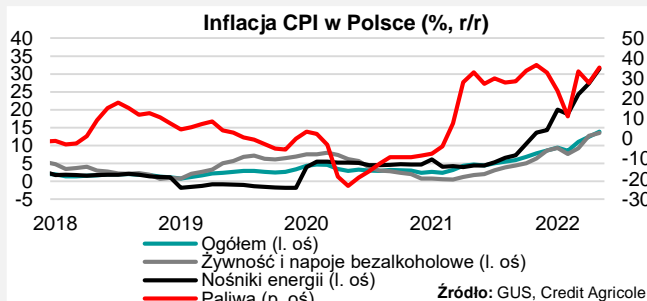


W tym tygodniu

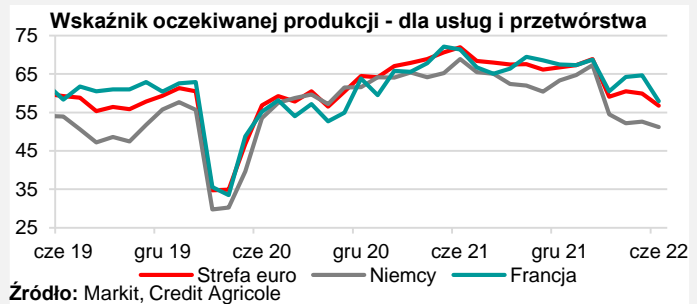
- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o inflacji w Polsce.** Naszym zdaniem zwiększyła się ona w czerwcu do 15,7% r/r wobec 13,9% w maju. Uważamy, że wyższa inflacja w czerwcu będzie efektem wyższych wkładów wszystkich głównych składowych koszyka inflacyjnego (inflacji bazowej oraz cen żywności, paliw i innych nośników energii). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (15,6%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Na środę zaplanowana jest publikacja finalnego szacunku PKB w I kw. Rynek oczekuje, że sprowadzona do wymiaru rocznego zmiana PKB nie zostanie zrewidowana i wyniesie -1,5% wobec 6,9% w IV kw. ub. r. Zgodnie z konsensusem inflacja bazowa PCE zmniejszyła się do 4,7% w maju z 4,9% w kwietniu. Rynek oczekuje, że wstępne zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w maju o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,5% w kwietniu. W piątek opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Zgodnie z konsensusem zmniejszył się on do 55,0 pkt. w czerwcu wobec 56,1 pkt. w maju, co będzie zgodne z wynikami regionalnych badań koniunktury. We wtorek poznamy indeks Conference Board (101,4 pkt. w czerwcu wobec 106,4 pkt. w maju), który wskaże na pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych z uwagi na utrzymującą się wysoką inflację. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
- We piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w czerwcu do 8,8% r/r wobec 8,1% w maju, co wynikało z wzrostu inflacji bazowej, dynamiki cen żywności, paliw i nośników energii. W czwartek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 9,0% r/r w czerwcu wobec 8,7% w maju. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się znacząco powyżej oczekiwań rynku (8,3%), a tym samym jej realizacja będzie sprzyjać osłabieniu złotego i wzrostowi rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Zgodnie z konsensusem, indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa wzrósł w czerwcu do 49,4 pkt. wobec 48,1 pkt. w maju, a indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w czerwcu do 50,3 pkt. wobec 49,6 pkt. Oczekiwana poprawa koniunktury w przetwórstwie związana jest z poprawą sytuacji epidemicznej w Chinach. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.
- W piątek poznamy czerwcowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI obniżył się w czerwcu do 47,0 pkt. wobec 48,5 pkt. w maju, co będzie spójne ze znaczącym pogorszeniem koniunktury odnotowanym w strefie euro (patrz



poniżej). Nasza prognoza kształtuje się wyraźnie poniżej konsensusu (48,5 pkt.), stąd jej materializacja byłaby negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w czerwcu do 51,9 pkt. wobec 54,8 pkt. w maju, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (54,0 pkt.). Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku



zarówno składowej dla aktywności biznesowej w usługach, jak i składowej dotyczącej bieżącej produkcji w przetwórstwie. Spadek zagregowanych indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny. Pogorszenie koniunktury odnotowano w Niemczech, Francji i pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W poprzednich miesiącach czynnikiem ograniczającym spadek aktywności gospodarczej w strefie był sektor usług. Natomiast w czerwcu skala pogorszenia nastrojów (rozumiana jako spadek indeksów PMI w ujęciu m/m) była większa w przypadku sektora usług niż przetwórstwa. Firmy zwracały uwagę na wygasanie odłożonego popytu po pandemii, pogorszenie nastrojów konsumenckich i rosnące koszty życia jako główne czynniki oddziałujące w kierunku spadku aktywności w usługach. Ponadto, bieżąca produkcja w przetwórstwie przemysłowym strefy euro zmniejszyła się po raz pierwszy od pierwszej fali pandemii wiosną 2020 r. Czynnikiem ograniczającymi aktywność w przetwórstwie strefy euro były szybszy spadek zamówień, rosnące obawy przedsiębiorstw w kontekście dostaw energii oraz zakłóceń w łańcuchach dostaw powiązane z wojną w Ukrainie. Przeciętna wartość zagregowanego indeksu PMI w strefie euro ukształtowała się w okresie kwiecień-czerwiec nieznacznie niżej niż w I kw. (54,1 pkt. wobec 54,2 pkt.). Zgodnie z szacunkami firmy Markit, realizującej badanie PMI, takie wartości wskazują na wzrost gospodarczy w strefie euro na poziomie 0,2% kw/kw w II kw. wobec 0,6% w I kw. Nie zmienia to naszej zrewidowanej prognozy dynamiki PKB w II kw. wynoszącej -0,2% kw/kw. Zgodnie z badaniem PMI perspektywy dla aktywności gospodarczej w strefie euro również wyglądają dosyć pesymistycznie. Indeks dla oczekiwanej produkcji dla całej gospodarki w horyzoncie 12 miesięcy obniżył się w czerwcu do najniższego poziomu od jesiennej fali pandemii COVID-19 w 2020 r. Oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące przyszłej aktywności gospodarczej są najbardziej pesymistyczne w przypadku Niemiec. Warto zwrócić uwagę, że badanie PMI prawdopodobnie tylko w ograniczonym stopniu uwzględnia negatywny wpływ zakłóceń w dostawie gazu do Niemiec na aktywność gospodarczą. Badanie PMI zostało bowiem przeprowadzone w dniach 13-21 czerwca, a w raporcie nie pojawiają się explicite odniesienia do tej kwestii, poruszana w nim jest tylko ogólnie kwestia obaw o dostawy energii do strefy euro. Firmy optymistycznie oceniają perspektywy aktywności gospodarczej w sektorze usług – indeks oczekiwanej produkcji w horyzoncie roku kształtuje się wyraźnie powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku. Natomiast w przypadku przetwórstwa nastroje są dużo gorsze – indeks oczekiwanej produkcji oscyluje blisko granicy 50 pkt. Ponadto, w przypadku Niemiec kształtuje się on już poniżej 50 pkt. (wskazując tym samym na oczekiwany spadek produkcji w horyzoncie roku) już czwarty miesiąc z rzędu.

W ubiegłym tygodniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell przedstawił półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej. W swoich wypowiedziach zwrócił uwagę, że obecnie dla Fedu trudnym zadaniem jest obniżenie inflacji przy jednoczesnym utrzymaniu dobrej sytuacji na rynku pracy. Zwrócił on uwagę, że wystąpienie recesji w USA jest

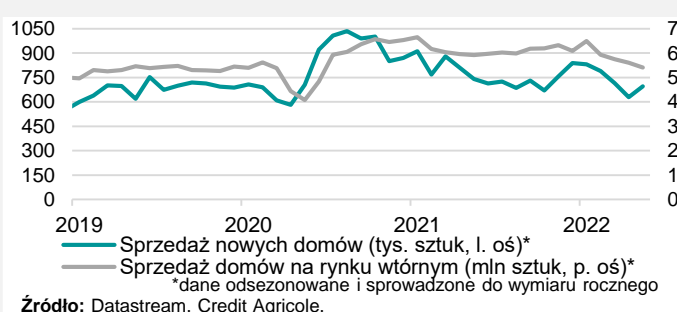
możliwe i zależy głównie od czynników pozostających poza wpływem decyzji FOMC – m.in. wpływu wojny w Ukrainie na kształtowanie się cen surowców oraz wpływu sytuacji epidemicznej w Chinach na zakłócenia w łańcuchach dostaw. J. Powell zaznaczył, że Fed jest gotowy do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, a konkretne decyzje w tym zakresie będą podejmowane „z posiedzenia na posiedzenie”. Jednocześnie, prezes Fed zwrócił uwagę, że bank centralny będzie reagował na napływające dane i zmieniające się perspektywy gospodarcze, a swoimi działaniami będzie starał się nie potęgować niepewności. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi J. Powella stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego wzrost docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej do [3,50%; 3,75%] na koniec br.

- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób zmniejszyła się w maju do 13,5% r/r wobec 14,1% w kwietniu, kształtując się poniżej naszej prognozy (14,4%) i konsensusu rynkowego (14,6%).** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zmniejszyły się w maju o 0,3% r/r wobec wzrostu o 1,6% w kwietniu. Spadek realnych wynagrodzeń w ujęciu rocznym (oznaczający szybszy wzrost cen niż nominalnych wynagrodzeń) został odnotowany po raz pierwszy od pierwszej fali pandemii COVID-19 (maj 2020 r.) Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się do 2,4% r/r w maju z 2,8% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu zgodnego z naszą prognozą (2,6%). Uważamy, że tendencja do spowolnienia wzrostu zatrudnienia będzie nasilała się w kolejnych miesiącach z uwagi na zmniejszenie popytu na pracę powiązane z oczekiwanym przez nas spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Spowolnienie wzrostu zatrudnienia i spadek realnych płac w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu r/r przyczyniły się do zmniejszenia realnej dynamiki funduszu do 2,1% r/r wobec 4,4% w kwietniu. Dane z rynku pracy stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy przyspieszenia konsumpcji w II kw. (do 10,0% r/r z 6,6% w I kw.).
- **Produkcja sprzedana przemysłu w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób zwiększyła się w maju o 15,0% r/r wobec wzrostu o 12,4% w kwietniu (rewizja w dół z 13,0%), kształtując się poniżej naszej prognozy (18,0%) i w pobliżu konsensusu rynkowego (15,3%).** Spadek dynamiki jest tym bardziej zaskakujący, iż nastąpił pomimo efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w maju o 1,7% m/m (drugi z rzędu spadek produkcji w ujęciu miesięcznym). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu produkcji ogółem pomiędzy kwietniem i majem (o 1,2 pkt. proc.) był spadek dynamiki w kategorii „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę”. Dane o produkcji przemysłowej są kolejnym sygnałem oczekiwanego przez nas silnego spowolnienia wzrostu PKB w Polsce w II kw. (do 4,7% r/r z 8,5% w I kw.).
- **Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób zwiększyła się o 23,6% r/r w maju wobec wzrostu o 33,4% w kwietniu, kształtując się poniżej naszej prognozy (30,2%) oraz nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego (23,3%).** Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zwiększyła się w maju o 8,2% r/r wobec wzrostu o 19,0% w kwietniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w maju o 0,6% m/m. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku silnego spadku dynamiki sprzedaży pomiędzy kwietniem a majem było wygaśnięcie efektu niskiej bazy sprzed roku związane z zamkniętymi w kwietniu 2021 r. ze względu na obostrzenia covidowe galeriami handlowymi oraz wielkopowierzchniowymi sklepami meblowymi i budowlanymi. W najbliższych kwartałach czynnikiem negatywnym dla sprzedaży detalicznej pozostanie wysoka inflacja, która zmniejsza siłę nabywczą gospodarstw domowych.
- **Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 13,0% r/r w maju wobec 9,3% w kwietniu, co było wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (8,7%) i naszej prognozy (11,0%).** Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w maju o 2,4% m/m. W konsekwencji, ukształtowała się ona na poziomie nieznacznie wyższym (o 0,1%) niż w lutym 2020 r., a więc w miesiącu, w którym pandemia nie wywierała istotnego wpływu na aktywność w budownictwie. Główną przyczyną zwiększenia rocznego tempa wzrostu

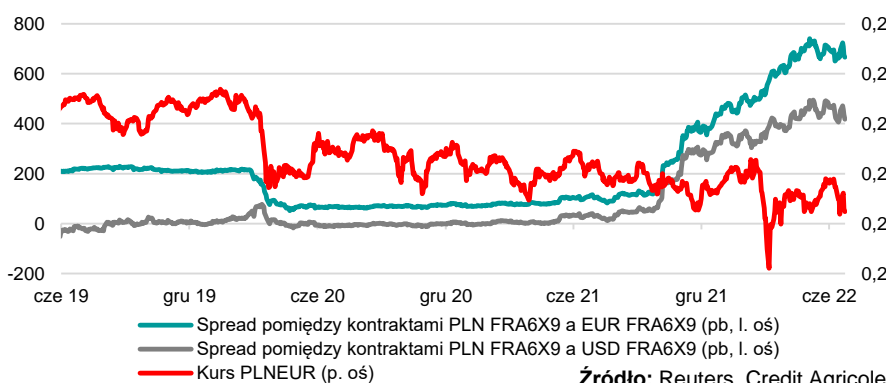
produkcji budowlano-montażowej pomiędzy kwietniem a majem był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. W strukturze produkcji na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się niski wzrost sprzedaży w kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”, co jest związane z ograniczoną aktywnością inwestycyjną sektora publicznego. Niską dynamikę sprzedaży odnotowano również w kategorii „roboty budowlane specjalistyczne”, co jest naszym zdaniem spowodowane głównie wyhamowaniem nowych inwestycji przedsiębiorstw i mieszkaniowych. Nadal oczekujemy, że w najbliższych miesiącach ożywienie aktywności w budownictwie będzie ograniczane przez narastające bariery podażowe (brak wykwalifikowanych pracowników i silny wzrost materiałów budowlanych) i popytowe (zmniejszenie dostępności kredytów mieszkaniowych i spadek popytu gotówkowego na mieszkania związany z niepewnością towarzyszącą wojnie w Ukrainie).

Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zmniejszył się w czerwcu do 92,3 pkt. wobec 93,0 pkt. w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (92,9 pkt.). Spadek indeksu wynikał przede wszystkim ze zmniejszenia jego składowej dla oceny przyszłej sytuacji. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w przetwórstwie i handlu, podczas gdy jej poprawę zarejestrowano w usługach i budownictwie. Jako źródło pogorszenia nastrojów firmy zwracały uwagę na rosnące ceny energii i ryzyko niedoborów w dostawach gazu. Dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w Niemczech ustabilizowała się w II kw. na takim samym poziomie jak w I kw. (0,2% kw/kw.).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki. Finalny indeks Uniwersytetu Michigan (50,0 pkt. czerwca wobec 58,4 pkt. w maju i 50,2 pkt. we wstępnym szacunku) wskazał na pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży nowych domów (696 tys. w maju wobec 629 tys. w kwietniu) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,41 mln wobec 5,60 mln w kwietniu). Liczba sprzedanych domów na rynku wtórnym spadała w maju już czwarty miesiąc z rzędu, a sprzedaż nowych domów zwiększyła się w maju po czterech miesiącach spadków w ujęciu m/m. Dane te wskazują na postępujący spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości i wysokie prawdopodobieństwo kontynuacji takiej tendencji w kolejnych miesiącach z uwagi na rosnące koszty kredytów hipotecznych. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej zrewidowanej prognozy zannualizowanego wzrostu gospodarczego w II kw. (3,5% wobec -1,5% w I kw.).



Słabszy złoty, wyższe stopy procentowe

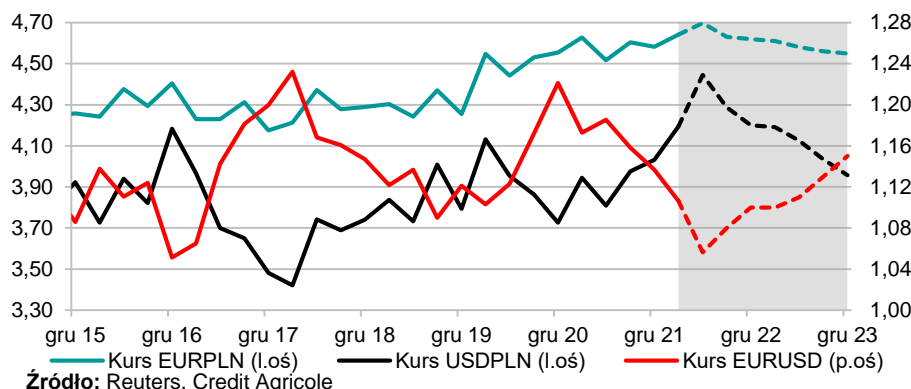


Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie informacje zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki pieniężnej w Polsce oraz naszą prognozę kursu EURPLN. Ważnym elementem scenariusza stóp procentowych w Polsce są perspektywy polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne, tj. Fed oraz EBC. RPP podejmując decyzje dotyczące

wysokości stóp procentowych musi brać pod uwagę różnice pomiędzy ich poziomem w Polsce oraz w USA i strefie euro. Wspomniany dysparytet stóp procentowych może poprzez przepływy kapitału spekulacyjnego, a w konsekwencji kanał kursu walutowego wzmacniać lub osłabiać efekty polityki pieniężnej prowadzonej przez RPP. Kluczowym argumentem na rzecz rewizji naszej prognozy była obserwowana w ostatnich tygodniach zmiana retoryki EBC i Fed w kierunku bardziej jastrzębiej.

Oczekujemy, że EBC podniesie stopy procentowe o 25pb w lipcu, o 50pb we wrześniu (będzie to efektem oczekiwanej przez nas kolejnej rewizji prognozowanej ścieżki inflacji w górę przez EBC) oraz o 25pb w październiku i grudniu. Oznacza to, że łącznie w 2022 r. EBC podniesie stopy procentowe o 125pb. Oczekujemy, że w 2023 r. EBC dokona jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych po 25pb (w marcu i czerwcu) i zakończy cykl podwyżek. Poprzednio oczekiwaliśmy, że EBC dokona trzech podwyżek stopy depozytowej po 25pb w 2022 r. (pierwsza podwyżka w lipcu) oraz kolejnych trzech podwyżek po 25pb w 2023 r. (por. MAKROmapa z 13.06.2022).

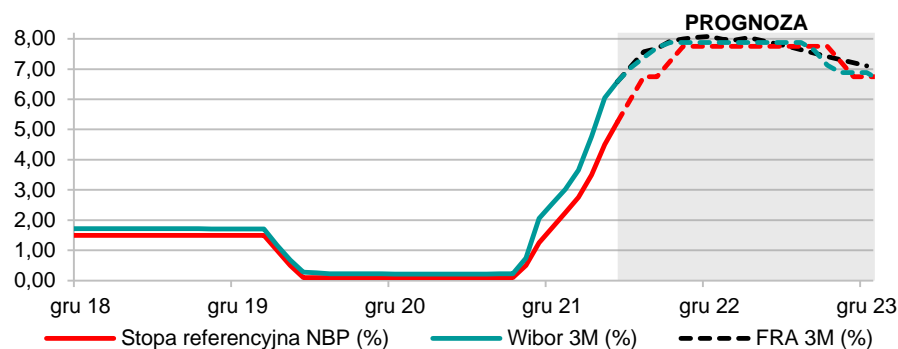
W czerwcowej projekcji ekonomicznej członków FOMC, mediana dotyczących oczekiwanego poziomu stóp procentowych została wyraźnie podniesiona względem ścieżki przedstawionej w marcu. Wskazuje ona, że w 2022 r., poza ubiegłotygodniową podwyżką, oczekują oni podwyżek stóp procentowych o łącznej skali 175pb, 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. Nasza prognoza jest bardziej jastrzębia od oczekiwań członków FOMC. Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem (por. MAKROmapa z 20.06.2022) uważamy, że na koniec 2022 r. docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wyniesie [3,50%; 3,75%]. Taki poziom jest również zgodny z obecną wyceną kontraktów terminowych. 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 nasilające się oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp procentowych przez Fed i EBC oraz związane z tym zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a USA i strefą euro zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę kursu EURPLN. Oczekujemy, że kurs złotego względem euro wyniesie 4,62 na

koniec br. W kolejnych kwartałach złoty powinien się stopniowo umacniać z zasięgiem 4,55 względem euro na koniec 2023 r. Czynnikiem wsparcia dla kursu polskiej waluty będzie uruchomienie Krajowego Planu Odbudowy oraz oczekiwana stabilizacja sytuacji geopolitycznej związana z wojną w Ukrainie.

Kształtowanie się kursu złotego jest istotne z punktu widzenia podejmowania decyzji przez RPP. W ramach mechanizmu transmisji polityki pieniężnej można wyróżnić trzy główne kanały oddziaływania: kanał stopy procentowej (transmisja podwyżek stopy referencyjnej do stóp depozytowych i kredytowych w bankach komercyjnych, a także do rentowności obligacji i cen akcji), kanał kredytowy (skłonność i zdolność banków komercyjnych do udzielania kredytów, a więc na podaż kredytu) oraz kanał kursowy (umocnienie złotego). Zgodnie z wynikami badań nad transmisją polityki pieniężnej, maksymalna reakcja inflacji bazowej jest powodowana w około jednej trzeciej efektami kanału stopy procentowej i kanału kredytowego, a w dwóch trzecich efektami kanału kursu walutowego (por. MAKROmapa z 11.15.2021). Należy jednak zwrócić uwagę, że kanał kursowy transmisji stóp procentowych na inflację jest obecnie niedrożny, bowiem kurs złotego osłabia się pomimo zacieśnienia polityki pieniężnej. Uważamy, że kanał kursowy transmisji stóp procentowych pozostanie w dużej mierze niedrożny również w najbliższych miesiącach, co jest spójne z naszą zrewidowaną prognozą kursu EURPLN.



Źródło: Reuters, Credit Agricole

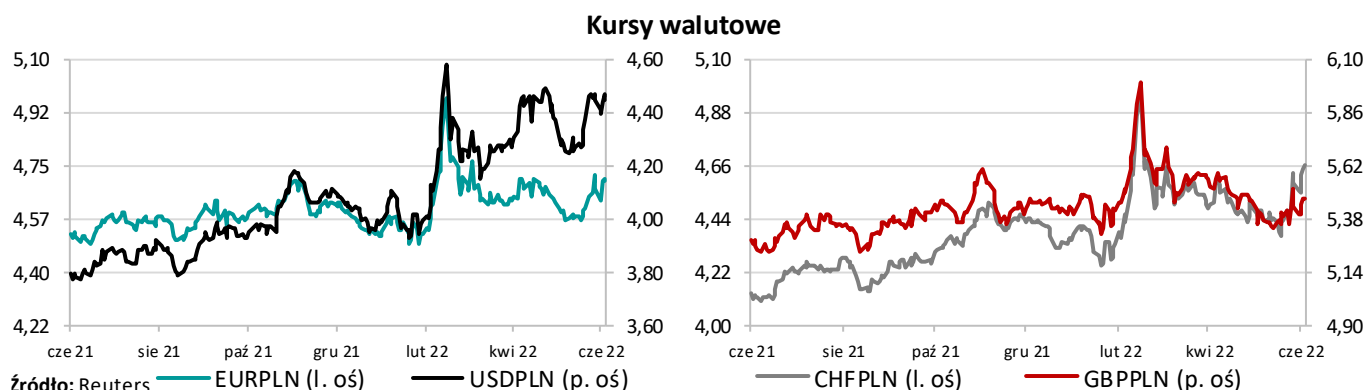
zostanie zakończony.

Aby ograniczyć skalę osłabienia złotego i jego proinflacyjny wpływ RPP będzie musiała silnie zacieśnić politykę pieniężną. Oczekujemy, że stopy procentowe zostaną podniesione o 75pb w lipcu i o kolejne 50pb we wrześniu i październiku, a tym samym stopa referencyjna osiągnie poziom 7,75% w IV kw. br., a cykl zacieśniania polityki pieniężnej

Dodatkowym argumentem na rzecz większej skali podwyżek stóp procentowych niż wcześniej zakładaliśmy (lokalne maksimum dla stopy referencyjnej na poziomie 7,00%) jest oczekiwane przyjęcie ustawy o tzw. „wakacjach kredytowych”. Zgodnie z wyliczeniami Związku Banków Polskich, w przypadku w którym z wakacji kredytowych skorzystałoby 80% uprawnionych kredytobiorców, łączny koszt dla sektora bankowego osiągnąłby poziom 13,1-16,4 mld zł w 2022 r. oraz 21,3-27,9 mld zł łącznie w okresie 2022-2023. Te środki będą stanowiły dodatkowy dochód dla gospodarstw domowych, który będzie wspierał popyt konsumpcyjny i oddziaływał w kierunku wzrostu inflacji.

Głównym czynnikiem ryzyka w dół dla naszej zrewidowanej prognozy stóp procentowych jest wpływ zakłóceń w dostawach gazu na sytuację gospodarczą w Niemczech i strefie euro, w tym możliwość wystąpienia recesji w tych gospodarkach. Zgodnie z szacunkami Bundesbanku (banku centralnego Niemiec), ryzyko to jest skoncentrowane w okresie IV kw. 2022 r. – II kw. 2023 r. Kwestia ta jest obciążona istotną niepewnością – trudno ocenić jak szybko firmy będą w stanie przestawić się na alternatywne w stosunku do gazu źródło energii. Skala szoku będzie również uzależniona od warunków meteorologicznych w trakcie sezonu grzewczego. Jest to jednocześnie czynnik ryzyka w górę dla ścieżki EURPLN. Uważamy, że potencjalny scenariusz, w którym będziemy obserwować wyższą ścieżkę EURPLN i niższą ścieżkę stóp od naszych oczekiwań będzie akceptowany przez RPP z uwagi na istotne ryzyko w dół dla wzrostu gospodarczego w 2023 r.

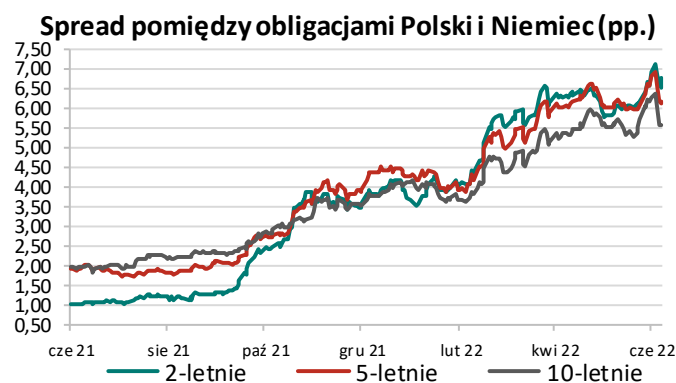
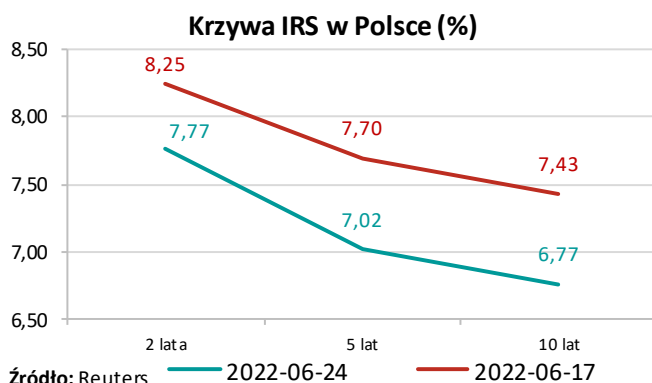
Krajowe dane o inflacji mogą umocnić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6976 (osłabienie złotego o 0,5%). W poniedziałek złoty umocnił się względem euro z uwagi na nasilenie oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Wtorkowe, słabsze od oczekiwań dane dotyczące rynku pracy oraz produkcji przemysłowej przyczyniły się do wyhamowania dalszej aprecjacji złotego. Następnie, do końca tygodnia kurs EURPLN pozostawał w trendzie wzrostowym i w czwartek przekroczył poziom 4,70. Deprecjacji złotego sprzyjało osłabienie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Wyceniana przez rynek kontraktów FRA skala zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce horyzoncie roku zmniejszyła się o ok. 80pb pomiędzy poniedziałkiem i piątkiem, za co odpowiadały obawy o perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce i strefie euro. W piątek nastąpiła lekka korekta. W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy natomiast stabilizację kursu dolara względem euro. Kurs EURUSD kształtował się w granicach 1,05-1,06.

W tym tygodniu kluczowa dla kursu polskiej waluty będzie publikacja wstępnych krajowych danych o inflacji, które w przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy mogą przyczynić się do jego umocnienia. Przeciwny wpływ będzie miała w naszej ocenie publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. W kierunku wzrostu kursu EURPLN będzie również oddziaływała publikacja wyników badań koniunktury w polskim przetwórstwie. Pozostałe dane nie będą miały naszym stanem istotnego wpływu na kurs złotego.

Dane o inflacji w Polsce i strefie euro centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 7,765 (spadek o 48pb), 5-letnie do 7,02 (spadek o 68pb), a 10-letnie do 6,77 (spadek o 66pb). Notowania stawek IRS podlegały w ubiegłym tygodniu silnym wahaniom związanym ze zmieniającymi się oczekiwaniami rynkowymi dotyczącymi skali zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce. W poniedziałek odnotowano wzrost stawek IRS, a następnie w kolejnych dniach doszło do spadku notowań na całej długości krzywej. W piątek odnotowano obserwowaliśmy korektę i ponowny wzrost stawek IRS. Rentowności obligacji zachowywały się przez cały tydzień podobnie jak notowania stawek IRS – odnotowano ich wzrost w poniedziałek, a następnie spadek w dalszej części tygodnia.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie zaplanowana na piątek publikacja krajowych danych o inflacji, która może przyczynić się do wzrostu stawek IRS na krótkim końcu krzywej. W tym samym kierunku może również oddziaływać publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. Negatywna dla stawek IRS będzie również publikacja wyników badań koniunktury w polskim przetwórstwie.

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	4,71
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	4,47
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	4,66
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	13,0	15,0	
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	24,1	24,7	
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	23,6	
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	13,5	
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	2,4	
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	5,1	
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	-4,0	-4,1	-4,2	-0,6	-4,2	-4,0	
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	14,0	15,5	14,2	5,1	13,3	8,1	
Wibor 3-miesięczny (%)**	0,21	0,21	0,23	2,54	4,77	7,05	7,88	7,88	2,54	7,88	6,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	6,00	7,25	7,75	1,75	7,75	6,75	
EURPLN**	4,63	4,52	4,60	4,58	4,64	4,71	4,63	4,62	4,58	4,62	4,55	
USDPLN**	3,95	3,81	3,98	4,03	4,19	4,47	4,29	4,20	4,03	4,20	3,96	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 27.06.2022 r.						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Maj	0,5		0,1
Wtorek 28.06.2022 r.						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Kwiecień	2,4		
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Czerwiec	-9,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	106,4		101,4
Środa 29.06.2022 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	6,0		5,9
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Czerwiec	1,26		
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	I kw.	-1,5		-1,5
Czwartek 30.06.2022 r.						
3:30	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Czerwiec	49,6		50,3
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Maj	6,8		6,8
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	8,7	9,0	8,8
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Maj	0,7		
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Maj	6,3		
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Maj	4,9		4,7
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Czerwiec	60,3		58,8
Piątek 01.07.2022 r.						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	48,1		49,4
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	48,5	47,0	48,5
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	52,0	52,0	52,0
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	13,9	15,7	15,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	52,0	52,0	52,0
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	8,1	8,8	8,3
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	52,4		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	56,1		55,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters



Jakub BOROWSKI

Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.