

W tym tygodniu

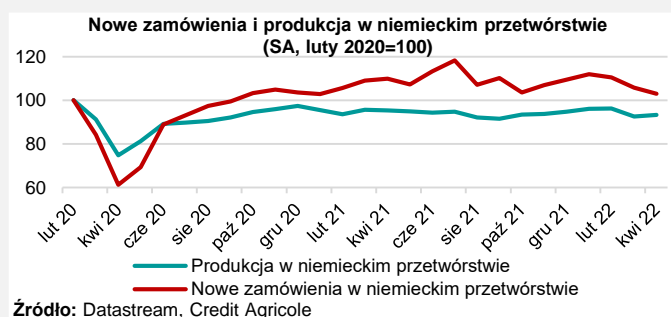
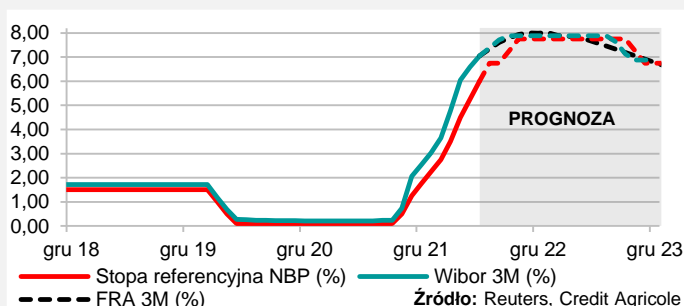
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP podniesie stopę procentową o 75pb do 6,75%. Wsparciem dla takiego scenariusza będą wyniki najnowszej projekcji inflacji, które poznamy w tym tygodniu.

Uważamy, że ścieżka oczekiwanej inflacji zostanie w niej zrewidowana wyraźnie w górę względem prognozy przedstawionej w marcu. Na konieczność dalszego zacieśniania polityki pieniężnej wskazywali w ostatnim czasie niektórzy członkowie RPP (H. Wnorowski, L. Kotecki). Podwyżka stóp procentowych o 75pb będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Niemniej jednak dostrzegamy ryzyko, że w odpowiedzi na opublikowane w ostatnich tygodniach słabsze wyniki badań koniunktury w strefie euro i Polsce, sygnalizujące postępujące szybciej od oczekiwań spowolnienie wzrostu gospodarczego, RPP może zdecydować się na podwyżkę stóp procentowych tylko o 50 pb w tym tygodniu. W przypadku materializacji takiego ryzyka będziemy mieć do czynienia z osłabieniem złotego i spadkiem rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu zapewne odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywę krajowej polityki pieniężnej.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środe publikacja Minutes z czerwcowego posiedzenia FOMC. Biorąc pod uwagę, że dwa tygodnie temu prezes Fed przedstawił półroczne sprawozdanie przed Kongresem (por. MAKROmapa z 27.06.2022) treść Minutes prawdopodobnie nie dostarczy nowych informacji dot. perspektyw polityki pieniężnej w USA. J. Powell zaznaczył wówczas, 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. Istotnym elementem Minutes będą informacje na temat różnic w oczekiwaniach poszczególnych członków Fed dotyczących tempa zacieśniania polityki pieniężnej, w szczególności realizacji podwyżek po 75pb. Uważamy, że publikacja Minutes będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z konsensusem zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło o 295 tys. osób w czerwcu wobec wzrostu o 390 tys. w maju, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,6%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 200 tys. w czerwcu wobec wzrostu o 128 tys. w maju). Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

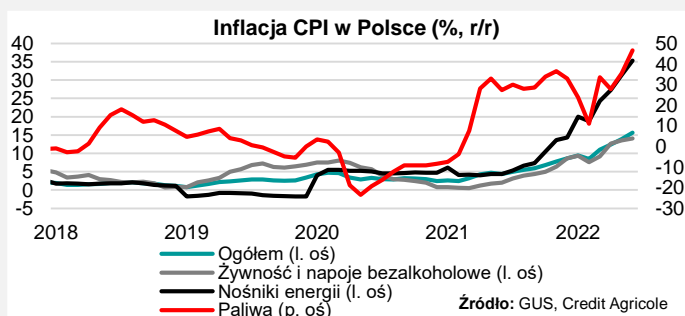
Dzisiaj poznaliśmy dane o handlu zagranicznym w Niemczech. Saldo bilansu handlowego wyniosło 1,0 mld EUR w maju wobec 3,5 mld EUR w kwietniu. Eksport zmniejszył się o 0,5% m/m w maju wobec wzrostu o 4,4% w kwietniu, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (-0,4%). Z kolei dynamika



importu ukształtowała się powyżej oczekiwań rynku (1,8%) wynosząc 2,7% m/m w maju wobec 3,1% w kwietniu. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że tempo wzrostu obu wskaźników spowolniło w ujęciu rok do roku w maju wskazując na postępujące zmniejszenie aktywności w niemieckim handlu zagranicznym. W tym tygodniu poznamy jeszcze dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle (środa) i produkcji przemysłowej (czwartek), które zapewne również zasygnalizują spowolnienie wzrostu gospodarczego w Niemczech.

W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 15,6% r/r wobec 13,9% w maju, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym oraz lekko poniżej naszej prognozy (15,7%). Jednocześnie jest to najwyższy poziom inflacji od marca 1997 r. GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające



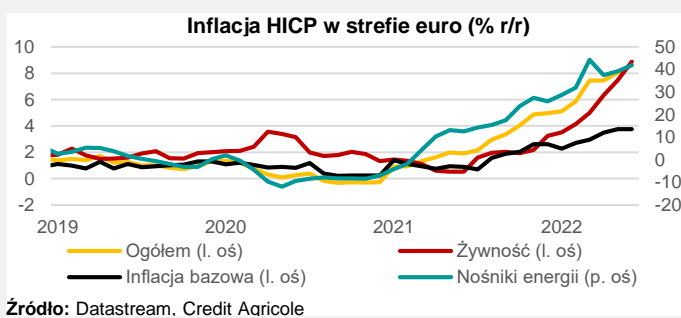
informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (14,1% r/r w czerwcu wobec 13,5% w maju), nośników energii (35,3% wobec 31,4%), paliw (46,7% wobec 35,4%), a także wyższa inflacja bazowa, która według naszych szacunków wyniosła 9,2% r/r w czerwcu wobec 8,5% w maju. Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem, inflacja CPI w Polsce zwiększy się w 2022 r. do 13,6% wobec 5,1% w 2021 r., a w 2023 r. ukształtuje się na poziomie 8,4% (patrz poniżej).

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w czerwcu do 44,4 pkt. wobec 48,5 pkt. w maju, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (48,5 pkt.) i naszej prognozy (47,0 pkt.). Tym samym indeks ukształtował się ponownie poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Indeks ten osiągnął jednocześnie poziom najniższy od maja 2020 r., a więc od pierwszej fali pandemii COVID-19 i towarzyszącego jej lockdownu. Zmniejszenie wartości indeksu wynikało z niższych wkładów wszystkich składowych: nowych zamówień ogółem, bieżącej produkcji, zatrudnienia, zapasów pozycji zakupionych (materiałów) i czasu oczekiwania na dostawę. W strukturze czerwcowego PMI na szczególną uwagę zasługuje silny spadek relacji (ilorazu) składowych dla nowych zamówień i zapasów produktów gotowych. Po wyłączeniu okresu pandemii relacja ta ukształtowała się w czerwcu na poziomie najniższym od stycznia 2009 r., a więc od okresu załamania aktywności w światowym i polskim przetwórstwie spowodowanej globalnym kryzysem finansowym. Sygnalizuje to, że w najbliższych miesiącach firmy będą uznawać poziom zapasów wyrobów gotowych za nadmierny w stosunku do popytu, co przyczyni się obniżenia poziomu zapasów oraz ich wkładu do wzrostu PKB (por. MAKROpuls z 01.07.2022). Dane stanowią wsparcie dla naszego zrewidowanego w dół scenariusza wzrostu PKB w Polsce (3,4% w 2022 r. wobec 5,9% w 2021 r. oraz 1,9% w 2023 r. – patrz poniżej).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z trzecim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. zmniejszyło się do -1,6% wobec 6,9% w IV kw., kształtując się nieznacznie poniżej drugiego szacunku (-1,5%). Trzeci szacunek potwierdził, że źródłem znaczącego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego w USA były niższe wkłady zapasów oraz eksportu netto. Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w I kw. były inwestycje, podczas gdy w poprzednich dwóch kwartałach były to zapasy. Wynikało to w znacznym stopniu z tego, że w warunkach barier podaźowych i wydłużającego się czasu dostaw firmy gromadziły zapasy w celu zmniejszenia ryzyka przerwania

produkcji ze względu na brak niezbędnych dóbr pośrednich. Warto zauważyć, że w I kw. wkład zapasów do wzrostu PKB był ujemny, co sugeruje, że wraz ze stopniowym zmniejszaniem się barier podażowych w I kw. firmy ograniczały wzrost zapasów. W II kw. proces ten mógł być jednak istotnie spowolniony przez zakłócenia w międzynarodowych łańcuchach dostaw związane z wojną w Ukrainie oraz obostrzeniami covidowymi w Chinach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w maju o 0,7% m/m wobec wzrostu o 0,4% w kwietniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,0%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe wzrosła w maju do 0,7% wobec 0,2% w kwietniu. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zwiększyła się w czerwcu do 9,8% r/r wobec 7,6% w kwietniu, niemniej pozostaje nadal na niskim na tle ostatnich kwartałów poziomie. W naszej ocenie wskazuje to na pogarszające się perspektywy inwestycji w USA. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. inflacji PCE, która nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniosła 6,3%. Trzeci spadek z rządu został odnotowany natomiast w przypadku inflacji bazowej PCE (4,7% r/r w maju wobec 4,9% w kwietniu). Prognozujemy, że inflacja CPI w USA osiągnie w czerwcu swoje maksimum na poziomie ok. 9% r/r i w kolejnych miesiącach będziemy obserwować jej łagodny spadek. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks Conference Board zmniejszył się w czerwcu do 98,7 pkt. wobec 103,2 pkt. w maju, a jego spadek był przede wszystkim efektem obniżenia składowej dla oczekiwań. Dane potwierdzają zatem, że nastroje amerykańskich gospodarstw domowych pozostają pod silnym negatywnym wpływem utrzymującej się wysokiej inflacji, rosnących stóp procentowych oraz obaw o perspektywy wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Spadek odnotował również indeks ISM dla przetwórstwa, który zmniejszył się w czerwcu do 53,0 pkt. wobec 56,1 pkt. w maju, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (54,8 pkt.). Jego zmniejszenie było efektem niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, czasu dostaw, zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji i zapasów. W strukturze danych na uwagę zasługuje pierwszy od maja 2020 r. spadek nowych zamówień, co jest spójne z naszym scenariuszem zakładającym spowolnienie wzrostu gospodarczego w USA. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 2,6% wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r.

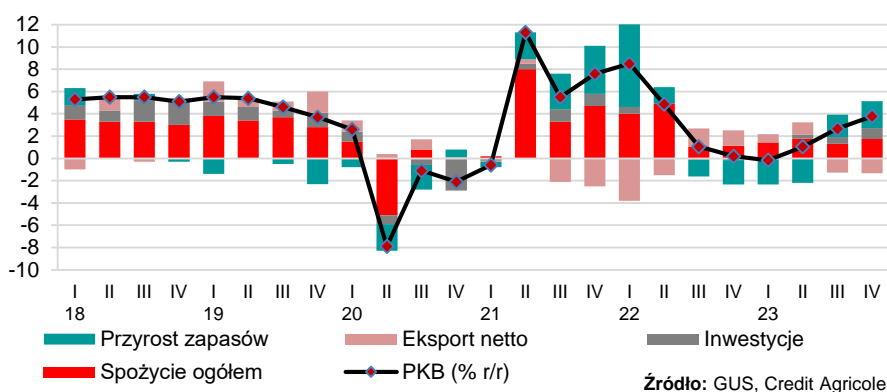
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w czerwcu do 8,6% r/r wobec 8,1% w maju, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (8,4%) i zgodnie z naszą prognozą. Tym samym inflacja w strefie euro osiągnęła nowy najwyższy poziom w historii. Wzrost inflacji wynikał z



wyższej dynamiki cen w kategoriach: „żywność” oraz „nośniki energii”. Warto odnotować, że w czerwcu odnotowano pierwszy od stycznia br. spadek inflacji bazowej (3,7% r/r w czerwcu wobec 3,8% w maju). Dane stanowią wsparcie dla naszego zrewidowanego w górę scenariusza, zgodnie z którym w całym 2022 r. inflacja w strefie euro wyniesie 8,2% r/r wobec 2,6% w 2021 r., a w 2023 r. spadnie ona do 5,4%. Jednocześnie uważamy, że inflacja w strefie euro osiągnie swoje maksimum we wrześniu na poziomie ok. 10%. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym 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 (por. MAKROMAPA z 13.06.2022).

▬ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie.** Indeks Caixin PMI zwiększył się w czerwcu do 51,7 pkt. wobec 48,1 pkt. w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (50,2 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla czasu dostaw. Struktura danych (pierwsze od grudnia 2018 r. skrócenie czasu dostaw oraz bardzo silny wzrost bieżącej produkcji) wskazuje, że źródłem lepszej sytuacji w chińskim przetwórstwie jest poprawa sytuacji epidemicznej w Chinach, dzięki czemu chińskie przetwórstwo może nadrobić zaległości nagromadzone powstałe w poprzednich miesiącach (por. MAKROmapa z 23.05.2022). Wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowany w czerwcu pierwszy od stycznia br. spadek zaległości produkcyjnych. W ubiegłym tygodniu na poprawę koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks CFLP PMI, który zwiększył się w czerwcu do 50,2 pkt. wobec 49,6 pkt. w maju. Prognozujemy, że w całym 2022 r. dynamika PKB w Chinach zmniejszy się do 4,0% wobec 8,1% w 2021 r., a w 2023 r. wyniesie 5,5% (por. MAKROmapa z 23.05.2022). W konsekwencji 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.

Prognozy na lata 2022-2023



Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki oraz tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury zrewidowaliśmy nasz scenariusz makroekonomiczny (por. tabela na str. 8). Prognozujemy, że średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 3,4% w br. (4,1% przed rewizją) i 1,9% w

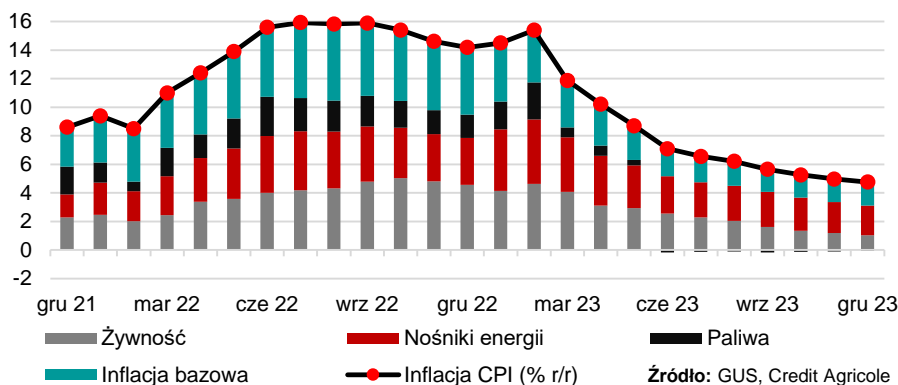
2023 r. (poprzednio 3,3%).

Odsezonowana produkcja przemysłowa obniżyła się w ujęciu miesięcznym w kwietniu i maju. Uważamy, że spadnie ona również w czerwcu. Czerwcowe wyniki badań koniunktury w przetwórstwie strefy euro i Polski ukształtowały się wyraźnie poniżej oczekiwań. Należy odnotować, że sygnalizowany w czerwcowych danych PMI spadek aktywności w przetwórstwie przebiega znacznie szybciej niż oczekiwaliśmy, co było ważnym argumentem na rzecz rewizji w dół oczekiwanego tempa wzrostu gospodarczego. Ponadto, w czerwcu indeks PMI dla oczekiwanej produkcji w przetwórstwie w horyzoncie 12 miesięcy obniżył się w Polsce, Niemczech, Francji i całej strefie euro do poziomów najniższych od wiosny 2020 r., a więc pierwszej fali pandemii COVID-19. Warto również zauważyć, że indeksy zarówno w Polsce, jak i za granicą mogą w niedostatecznym stopniu uwzględniać negatywny wpływ zaburzeń w dostawach gazu do krajów UE (głównie Niemiec) na aktywność gospodarczą. Precyzyjna ocena wpływu zakłóceń w dostawach gazu na sytuację gospodarczą w Niemczech i strefie euro, w tym możliwość wystąpienia recesji w tych gospodarkach jest trudna. Zgodnie z szacunkami Bundesbanku (banku centralnego Niemiec), ryzyko to jest skoncentrowane w okresie IV kw. 2022 r. – II kw. 2023 r. Kwestia ta jest obarczona 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. Niemniej jednak, z uwagi na zarysowane powyżej czynniki, zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę eksportu w kolejnych kwartałach.

Znacząco obniżyliśmy również naszą prognozę konsumpcji. Rzeczywiste dane o sprzedaży detalicznej za maj i nasza prognoza sprzedaży na czerwiec ukształtowały się poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań, co doprowadziło do rewizji dynamiki spożycia prywatnego w II kw. br. Prognozowany przez nas spadek w ujęciu r/r realnego funduszu płac (iloczynu wynagrodzeń i zatrudnienia skorygowanego o tempo wzrostu cen) w gospodarce narodowej w okresie II kw. 2022 r. – II kw. 2023 r. będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku wyhamowania wzrostu konsumpcji do poziomów nieznacznie powyżej zera. W przeciwnym kierunku będzie oddziaływała natomiast obniżka stawki podatku PIT z 17% do 12%. W krótkim okresie przyczyni się ona do wzrostu bieżących dochodów rozporządzalnych osób zarabiających poniżej progu podatkowego. Z kolei na początku 2023 r. spowoduje ona wypłatę jednorazowego transferu wynikającego ze zwrotu nadpłaconego podatku w I poł. 2022 r. Czynnikiem wspierającym konsumpcję w latach 2022-2023 będzie również przyjęcie ustawy o tzw. „wakacjach kredytowych”. Szacujemy, że wspomniane wakacje będą cieszyły się dużą popularnością i podbiją dochody gospodarstw domowych o ok. 18 mld zł w II poł. br., co stanowi równowartość ok. 2% konsumpcji z tego okresu. W 2023 r. skala nominalnych transferów będzie podobna, jednak z uwagi na rozłożenie wakacji na cztery kwartały będą one stanowiły równowartość ok. 1% całorocznej konsumpcji. Te środki będą stanowiły dodatkowy dochód dla gospodarstw domowych, który będzie wspierał popyt konsumpcyjny. Dodatkowo, istotnym czynnikiem pozytywnym dla dynamiki spożycia prywatnego pozostaje zwiększony popyt związany z napływem uchodźców z Ukrainy do Polski. Wpływ wspomnianych czynników podbijających dynamikę konsumpcji wygaśnie w II poł. 2023 r. Biorąc pod uwagę wybory parlamentarne zaplanowane na przyszły rok, uważamy, że rząd uruchomi nowe transfery socjalne (np. 15. emerytura, waloryzacja programu Rodzina 500+), które będą oddziaływać w kierunku wzrostu dochodów rozporządzalnych i spożycia prywatnego. W przeciwnym wypadku, uważamy, że realna dynamika konsumpcji mogłaby ukształtować się poniżej zera w II poł. 2023 r.

Nadal uważamy, że dynamika inwestycji ogółem będzie kształtowała się w okolicy zera w br. Dostępne dane o aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw wskazują, że w I kw. nastąpiło wyhamowanie realnej dynamiki inwestycji firm zatrudniających co najmniej 50 osób firm do poziomu bliskiego zera. Uważamy, że tempo wzrostu inwestycji ogółem pozostanie na obniżonym poziomie w kolejnych kwartałach. Wsparciem dla takiego scenariusza jest wyraźne pogorszenie wskaźników koniunktury obrazujących skłonność firm do realizacji nowych projektów inwestycyjnych oraz wzrost stóp procentowych, przyczyniający się do pogłębienia spadku inwestycji mieszkaniowych. Ważnym czynnikiem wsparcia dla publicznych nakładów na środki trwałe i wzrostu PKB będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy. Uważamy, że KPO w istotny sposób przyczyni się do przyspieszenia inwestycji publicznych dopiero w 2023 r. i 2024 r.

Oczekujemy, że odnotowany w I kw. wysoki wkład przyrostu zapasów do dynamiki PKB (7,7 pkt. proc.) nie utrzyma się w kolejnych kwartałach, co będzie oddziaływać w kierunku wyraźnego spowolnienia wzrostu PKB. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę istotną skalę inwestycji w powierzchnie magazynowe (por. MAKROmapa z 21.02.2022) uważamy, że kontrybucja zapasów do wzrostu PKB nadal będzie kształtowała się powyżej zera. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, podtrzymujemy nasz scenariusz „łagodnego lądowania” polskiej gospodarki, rozumianego jako stopniowe obniżenie średniorocznej dynamiki PKB w latach 2022-2023. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że w naszym scenariuszu, w okresie II-III kw. odnotowana zostanie tzw. techniczna recesja (spadek odsezonowanego PKB przez co najmniej dwa kwartały z rzędu) o niewielkiej głębokości. Ponadto, w I kw. 2023 r. dynamika PKB w ujęciu rok do roku ukształtuje się nieznacznie poniżej zera (głównie ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy sprzed roku).

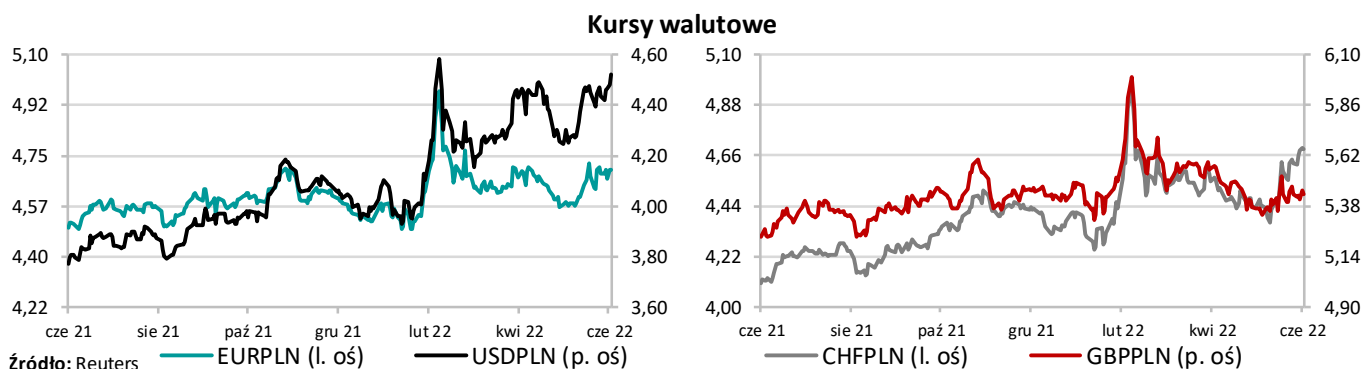


Zmodyfikowaliśmy nieznacznie naszą prognozę inflacji biorąc pod uwagę publikację wstępnych danych o inflacji w czerwcu (patrz powyżej). Oczekujemy, że inflacja ogółem wyniesie 13,6% r/r w br. i 8,4% w 2023 r. (poprzednio odpowiednio 13,3% i 8,1%). Ceny paliw i nośników energii wzrosły w czerwcu szybciej od naszych oczekiwań, co również znajdzie

odzwierciedlenie w wyższej ścieżce cen w kolejnych miesiącach. Mimo niższego punktu startowego podtrzymujemy naszą ścieżkę cen żywności i napojów bezalkoholowych (14,3% w 2022 r. wobec 3,2% w 2021 r. oraz 9,7% w 2023 r.). Wynika to, z tego że tegoroczna susza będzie najprawdopodobniej bardziej dotkliwa niż pierwotnie zakładaliśmy. Jednocześnie nadal uważamy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych osiągnie swoje maksimum lokalne w IV kw. na poziomie ok. 18% r/r. Zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą oczekujemy, że szczyt inflacji zostanie osiągnięty w III kw. br. na poziomie 15,9%. W naszym scenariuszu założyliśmy, że czas obowiązywania Tarczy Antyinflacyjnej zostanie wydłużony do końca 2023 r. Jeśli tarcza zostałaby wygaszona wcześniej, to zgodnie z naszymi szacunkami inflacja ukształtowałaby się w okolicach 10% średniorocznie w 2023 r. Uważamy, że rząd będzie chciał uniknąć materializacji takiego scenariusza biorąc pod uwagę wybory parlamentarne zaplanowane na 2023 r.

Podtrzymujemy nasz scenariusz polityki pieniężnej i prognozę kursu złotego (por. MAKROmapa z 27.06.2022). Oczekujemy, że stopy procentowe zostaną podniesione o 75pb w tym tygodniu 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 zostanie zakończony. Oczekujemy, że kurs EURPLN wyniesie 4,62 na koniec br. i 4,55 na koniec 2023 r.

Publikacja *Minutes* FOMC może sprzyjać zwiększonej zmienności kursu EURPLN



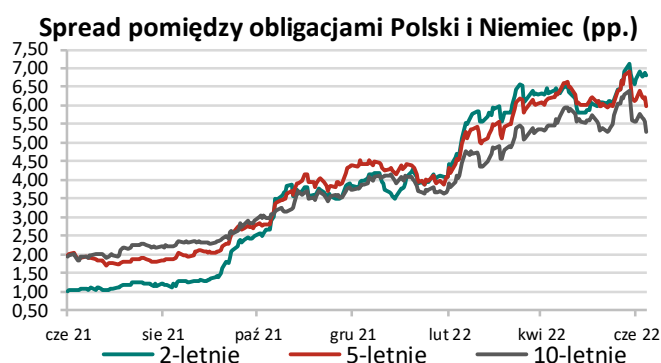
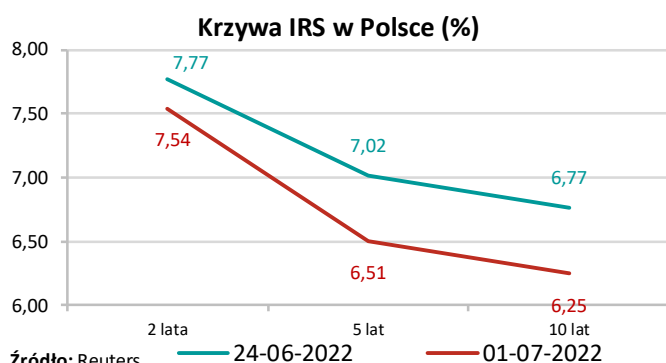
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6999 (osłabienie złotego o 0,3%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN pozostawał w łagodnym trendzie wzrostowym, czemu sprzyjała zwiększona awersja do ryzyka odzwierciedlana wzrostem indeksu VIX. W kierunku wyższej niepewności oddziałują obawy inwestorów o perspektywę wzrostu gospodarczego na świecie. Publikacje krajowych danych o inflacji oraz indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa nie miały istotnego wpływu na rynek.

W ubiegłym tygodniu ze względu na wspomniany wyżej wzrost światowej awersji do ryzyka doszło również do spadku kursu EURUSD. Uważamy jednak, że przestrzeń do dalszej aprecjacji dolara względem euro się stopniowo wyczerpuje, a kolejne miesiące przyniosą łagodny wzrost kursu EURUSD z zasięgiem

do 1,08 na koniec 2022 r. (por. MAKROmapa z 20.06.2022). W pierwszej części tygodnia kurs EURCHF utrzymywał się w trendzie spadkowym. W rezultacie w środę kurs euro do franka spadł poniżej parytetu (1,00). W czwartek i piątek obserwowaliśmy lekką korektę i umocnienie euro.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC, która może sprzyjać podwyższonej zmienności na rynku. W przypadku realizacji naszej prognozy posiedzenie RPP nie będzie miało istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Niemniej w przypadku mniejszej skali podwyżki niż 75pb możemy mieć do czynienia z jego osłabieniem. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Jednocześnie istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostanie wojna w Ukrainie i związana z nią podwyższona awersja do ryzyka w regionie.

Publikacja *Minutes* FOMC w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 7,54 (spadek o 23pb), 5-letnie do 6,51 (spadek o 51pb), a 10-letnie do 6,25 (spadek o 52pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, widocznego szczególnie na długim końcu krzywej. W kierunku zmniejszenia stawek IRS oddziaływały nasilające się obawy inwestorów o perspektywę wzrostu gospodarczego na świecie. Publikacje krajowych danych o inflacji oraz indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC. Posiedzenie RPP w przypadku realizacji naszej prognozy nie będzie miało istotnego wpływu na krzywą. Niemniej jeśli Rada zdecyduje się na mniejszą skalę podwyżki stóp procentowych niż 75pb możemy mieć do czynienia ze spadkiem stawek IRS. Zaplanowane na ten tydzień publikacje ze 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	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	lip 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	6,75
Kurs EURPLN*	4,52	4,56	4,52	4,60	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,70
Kurs USDPLN*	3,81	3,84	3,83	3,98	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,48
Kurs CHFPLN*	4,12	4,24	4,18	4,27	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,73
Inflacja CPI (r/r, %)	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	18,1	9,6	13,1	8,7	7,6	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	15,0	9,1	
Inflacja PPI (r/r, %)	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	24,6	
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	13,0	8,9	10,7	11,1	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,3	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-464	-1017	-527	-1817	-1166	-1077	-2491	-638	-2663	-2972	-3924	-3788		
Eksport (r/r, %, EUR)	15,8	9,2	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	20,0	9,8	16,2	6,7	22,2		
Import (r/r, %, EUR)	29,2	16,3	33,6	22,4	24,2	24,3	35,5	37,4	20,2	34,3	22,6	36,8		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,5	4,9	1,1	0,2	-0,2	1,0	2,7	3,8	5,9	3,4	1,9	
Konsumpcja (% r/r)	6,6	7,4	0,6	0,5	1,0	1,5	0,7	1,3	6,1	3,7	1,1	
Inwestycje (% r/r)	4,3	-0,2	-0,8	-0,8	0,3	2,5	3,8	4,8	3,8	0,2	3,2	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,0	2,0	3,1	3,2	1,8	0,5	2,9	4,5	11,8	2,6	2,4	
Import (ceny stałe, %, r/r)	8,8	4,9	0,4	0,9	0,7	-1,3	5,1	7,0	15,9	3,5	2,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,9	4,2	0,3	0,2	0,6	0,9	0,4	0,7	3,4	2,1	0,6
	Inwestycje (pp.)	0,6	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,6	1,0	0,7	0,0	0,5
	Eksport netto (pp.)	-3,8	-1,5	1,6	1,4	0,7	1,1	-1,3	-1,3	-1,2	-0,5	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,8	-3,4	-3,7	-4,3	-0,6	-3,6	-4,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,0	4,7	5,0	5,3	5,0	4,7	5,0	5,4	5,0	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	1,5	2,0	2,2	2,2	1,2	0,7	0,3	2,0	2,0	1,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,7	10,3	10,2	10,0	8,3	7,5	6,9	8,9	10,5	8,2	
Inflacja CPI (%)*	9,6	14,0	15,9	14,7	13,9	8,7	6,1	5,0	5,1	13,6	8,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,88	7,88	7,88	7,88	7,13	6,88	2,54	7,88	6,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	7,25	7,75	7,75	7,75	7,75	6,75	1,75	7,75	6,75	
EURPLN**	4,64	4,70	4,63	4,62	4,61	4,58	4,56	4,55	4,58	4,62	4,55	
USDPLN**	4,19	4,48	4,29	4,20	4,19	4,13	4,04	3,96	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 04.07.2022 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Maj	3,5		2,7
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Lipiec	-15,8		-19,9
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	37,2		36,7
Wtorek 05.07.2022 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Czerwiec	52,8	52,8	52,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Czerwiec	51,9	51,9	51,9
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	0,3		0,5
Środa 06.07.2022 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	-2,7		-0,6
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	-1,3		0,4
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Czerwiec	55,9		54,5
20:00	USA	<i>Minutes</i> z posiedzenia FOMC	Czerwiec			
Czwartek 07.07.2022 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Lipiec	6,00	6,75	6,75
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,7		0,4
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Czerwiec	128		200
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	231		
Piątek 08.07.2022 r.						
14:00	Polska	<i>Minutes</i> z posiedzenia RPP	Lipiec			
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Czerwiec	3,6		3,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Czerwiec	390		265
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Maj	2,0		2,0
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Maj	0,7		
Sobota 09.07.2022r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	6,4		
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	2,1		

* 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