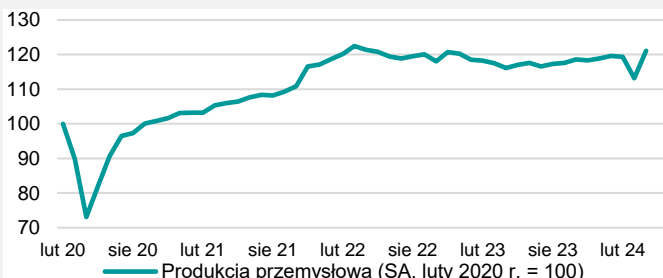


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o majowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 1,9% w maju wobec 7,9% w kwietniu. Do spowolnienia tempa wzrostu



Źródło: Datastream, Credit Agricole

produkcji przyczyniły się niekorzystne efekty kalendarzowe oraz pogorszenie koniunktury w przetwórstwie przemysłowym sygnalizowane przez indeks PMI (por. MAKROmapa z 04.06.2024). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (1,5%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W piątek poznamy wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach. Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w czerwcu do 52,5 pkt. wobec 52,2 pkt. w maju. Tym samym byłby to już czwarty miesiąc z rzędu, w którym indeks PMI ukształtował się



Źródło: S&P, Credit Agricole

powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności w strefie euro. Wzrost aktywności będzie – podobnie jak w ubiegłych miesiącach – napędzany głównie przez ożywienie w sektorze usług. Inwestorzy oczekują dalszego wzrostu indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 46,5 pkt. w czerwcu z 45,4 pkt. w maju). Wskaźnik nadal będzie sygnalizował utrzymywanie się tendencji recesyjnych. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.

W tym tygodniu poznamy dane z USA. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna wspierana przez podwyższoną aktywność w handlu samochodami zwiększyła się w maju o 0,1% m/m wobec jej stabilizacji w kwietniu. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w maju do 0,3% m/m wobec 0,0% w kwietniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1380 tys. w maju wobec 1360 tys. w kwietniu), pozwoleń na budowę (1462 tys. wobec 1440 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,10 mln wobec 4,14 mln) wskażą łącznie na lekkie ożywienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

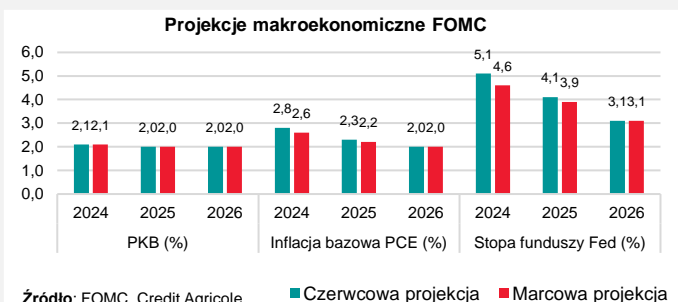
W czwartek opublikowane zostaną majowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Uważamy, że trwająca restrukturyzacja w przetwórstwie przemysłowym przyczyni się do dalszego spadku zatrudnienia w ujęciu miesięcznym. Spójnie z tymi oczekiwaniami prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniosła -0,4% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się naszym zdaniem do 11,6% r/r w maju z 11,3% w kwietniu z uwagi na utrzymującą się presję płacową i niską bazę sprzed roku. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

Dzisiaj opublikowane zostały istotne dane z Chin. Słabsze od oczekiwań rynku okazały się dane o produkcji przemysłowej (5,6% r/r w maju wobec 6,7% w kwietniu, przy oczekiwaniach równych 6,0%) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (4,0% wobec 4,2%, przy

oczekiwaniach równych 4,2%). Z kolei dynamika sprzedaży detalicznej (3,7% r/r w maju wobec 2,3% w kwietniu) ukształtowała się powyżej konsensusu (3,0%). Majowe dane wskazują, że pomimo wsparcia ze strony rządu skala ożywienia w Chinach pozostaje umiarkowana i ma nierówny charakter w ujęciu sektorowym. Dzisiejsze dane z Chin są naszym zdaniem neutralne dla rynków.

W zeszłym tygodniu

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na niezmiennym poziomie [5,25%; 5,50%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku. Komunikat nie uległ istotnym zmianom w porównaniu z



stycznym posiedzeniem. Fed podtrzymał deklarację, zgodnie z którą będzie monitorował napływające informacje z amerykańskiej gospodarki i ich implikacje dla perspektyw polityki pieniężnej. W komunikacie członkowie Fed odnotowali „dalszy, umiarkowany postęp” w kierunku osiągnięcia celu inflacyjnego. Fragment ten zastąpił sformułowanie sygnalizujące „brak dalszego postępu” w tej kwestii w majowym komunikacie. W komunikacie podtrzymany został natomiast zapis, zgodnie z którym członkowie FOMC nie oczekują aby obniżka stóp była odpowiednia tak długo, jak nie nabiorą oni większego przekonania, że inflacja zbiega do celu inflacyjnego. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również najnowsze projekcje makroekonomiczne członków FOMC. Mediana oczekiwań dla stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2024 r. została podniesiona o 50pb w porównaniu do marcowej projekcji wskazując na tylko jedną obniżkę stóp procentowych w tym roku. Zostało to odebrane przez rynki jako jastrzębi sygnał, gdyż większość inwestorów spodziewała się zmniejszenia oczekiwanej skali łagodzenia polityki pieniężnej w br. tylko o 25pb. Oczekiwane wcześniej przez członków Fed obniżki stóp procentowych w 2024 r. zostały odsunięte w czasie. W rezultacie mediana na koniec 2026 r. nie uległa zmianie. Sygnalizowana obecnie w projekcji skala łagodzenia polityki pieniężnej wynosi 100pb w 2025 r. i 100pb w 2026 r. Warto zwrócić uwagę, że podniesiona została prognoza długookresowego poziomu stóp procentowych (z 2,6% do 2,8%), który może być utożsamiany z nominalną naturalną stopą procentową. Ta rewizja w górę oznacza, że obecna polityka pieniężna jest mniej restrykcyjna niż można było zakładać wcześniej. Jednocześnie prognozy inflacji bazowej PCE w latach 2024-2025 zostały zrewidowane w górę względem marcowej projekcji (por. wykres) przy niezmiennym ścieżce dynamiki PKB. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi J. Powella w połączeniu z wynikami projekcji makroekonomicznej nie zmieniają prognozy, zgodnie z którą Rezerwa Federalna złagodzi politykę pieniężną o 50pb w br. Uważamy jednak, że obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem są późniejsze niż dotychczas zakładaliśmy obniżki stóp procentowych (po 25pb we wrześniu i grudniu zamiast zakładanych wcześniej lipca i listopada). Dostrzegamy również ryzyko, że w przypadku publikacji kolejnych wyższych od oczekiwań danych o inflacji (patrz poniżej) Fed może zdecydować się na tylko jednorazowe łagodzenie polityki pieniężnej w br. w wysokości 25pb.

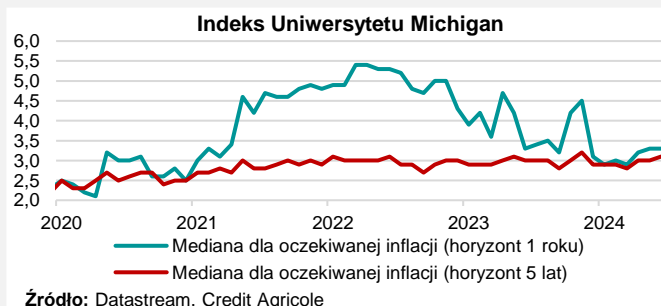
Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w maju do 2,5% r/r wobec 2,4% w kwietniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Tym samym inflacja zrównała się celem inflacyjnym Rady Polityki Pieniężnej. Do zwiększenia inflacji przyczyniły się wyższe dynamiki w cen w kategorii „paliwa” (3,6% r/r wobec -1,2% w kwietniu) i „nośniki energii” (-1,9% wobec -2,2%). Z kolei w kierunku zmniejszenia inflacji oddziaływał spadek dynamiki cen w

grupie „żywność i napoje bezalkoholowe” (1,6% w maju wobec 1,9% w kwietniu) oraz obniżenie inflacji bazowej do szacowanego przez nas poziomu 3,8% wobec 4,1% w kwietniu. Dane wskazały na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w polskiej gospodarce. Presja ta jest obserwowana szczególnie w obszarze usług (por. MAKROpuls z 14.06.2024). Prognozujemy, że kolejne miesiące przyniosą stopniowy wzrost inflacji związany w głównej mierze z wygaszaniem działań osłonowych w obszarze cen nośników energii i zwiększeniem dynamiki cen żywności. W konsekwencji w II poł. br. inflacja znajdzie się ponownie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (3,5% r/r), osiągając lokalne maksimum na poziomie 5,0% w październiku. Znaczący spadek inflacji, wspierany przez efekty wysokiej bazy, nastąpi dopiero w II poł. 2025 r.

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w kwietniu do -241 mln EUR wobec 325 mln EUR w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (334 mln EUR) i naszej prognozy (1545 mln EUR). Tym samym po raz pierwszy od maja 2023 r. odnotowano deficyt na rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z obniżenia sald dochodów pierwotnych (o 412 mln EUR niższe niż w marcu), obrotów towarowych (o 284 mln EUR), i usług (o 156 mln EUR). Jednocześnie w kwietniu odnotowano wzrost dynamiki eksportu (5,5% r/r w kwietniu wobec -9,5% w marcu) i dynamiki importu (5,7% wobec -8,3%). Zgodnie z komunikatem NBP wzrost eksportu odnotowano w przypadku towarów konsumpcyjnych, z kolei sprzedaż w branży motoryzacyjnej obniżyła się. Z kolei czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki importu był niższy import dóbr zaopatrzeniowych, dóbr inwestycyjnych oraz paliw. Ubiegłotygodniowe dane sygnalizują 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. do 1,0% wobec 1,2% w I kw.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI zmniejszyła się w maju do 3,3% r/r wobec 3,4% w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (3,4%). Spadek inflacji wynikał z niższego tempa wzrostu cen nośników, żywności oraz obniżenia inflacji bazowej, która zmniejszyła się w

maju do 3,4% wobec 3,6% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu (3,5%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w czerwcu do 65,6 pkt. wobec 69,1 pkt. w maju, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (72,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy składowa dla oczekiwań zwiększyła się. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja (3,3% r/r), co wskazuje, na stabilizację oczekiwań inflacyjnych amerykańskich gospodarstw domowych. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA zwiększy się do 1,8% w II kw. wobec 1,3% w I kw.

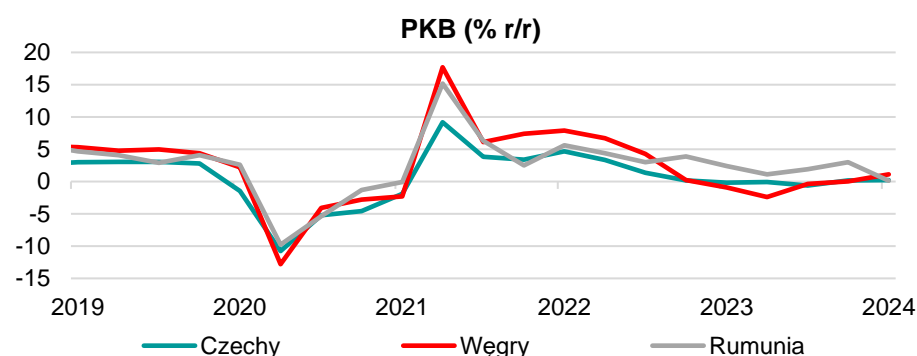



Prognozy dla krajów EŚW-3

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Czechy	-0,3	1,2	2,6	10,8	2,2	2,1
Węgry	-0,9	2,3	3,4	17,6	4,0	3,7
Rumunia	2,1	3,2	3,5	10,5	5,8	3,9

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2024-2025 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).



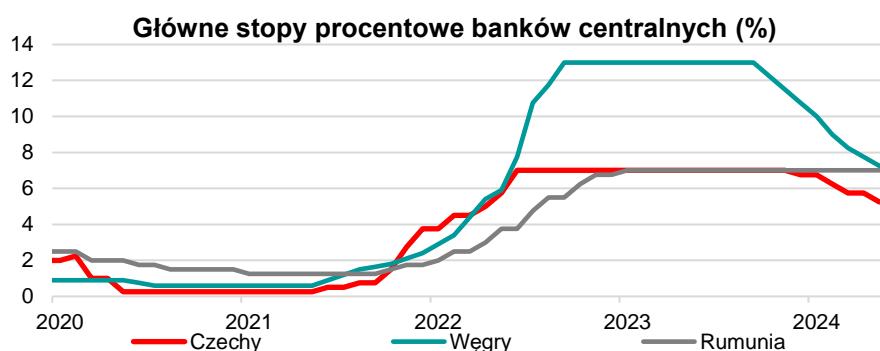
Źródło: Datastream, Credit Agricole

Skala ożywienia obserwowanego w I kw. była zróżnicowana w ramach krajów regionu. W Czechach i Rumunii wzrost gospodarczy był zbliżony do zera (odpowiednio 0,2% i 0,1% r/r), podczas gdy na Węgrzech odnotowano wzrost PKB o 1,1% r/r. Uważamy, że wzrost gospodarczy we wszystkich krajach regionu dalej umiarkowanie przyspieszy w kolejnych kwartałach.

Głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy będzie spadająca inflacja, zwiększająca realną siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych i ich konsumpcję. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w 2024 r. będzie oczekiwane przez nas ożywienie w strefie euro i światowym handlu, oraz efekty niskiej bazy z 2023 r. Jednocześnie oczekiwany przez nas szybki wzrost konsumpcji w ujęciu rocznym będzie wspierał dynamiki popytu krajowego i importu, co poprzez spadek wkładu eksportu netto będzie czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia w 2024 r. będą również tendencje w inwestycjach publicznych. Biorąc pod uwagę cykl absorpcji środków unijnych (pauza pomiędzy dwiema siedmioletnimi perspektywami finansowymi) dynamika publicznych nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie obniży się w 2024 r. Czynnikiem ten będzie częściowo łagodzony przez realizację projektów w ramach tzw. Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności (odpowiednik polskiego KPO). Czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy w Czechach będzie znaczące zacieśnienie polityki fiskalnej w br. (skutkujące spadkiem deficytu strukturalnego o ok. 1,7 pkt. proc. pomiędzy 2023 r. i 2024 r.) poprzez m.in. podwyżkę akcyzy, zmiany stawek VAT, podwyżkę podatku od nieruchomości, podwyżkę składek dla samozatrudnionych, wzrost składek płaconych przez pracowników oraz ograniczenie wydatków publicznych. Można szacować, że zmiany w polityce fiskalnej obniżą wzrost gospodarczy w br. o ok. 1,0 pkt. proc. W pozostałych krajach polityka fiskalna będzie miała mniejszy wpływ na wzrost gospodarczy – na Węgrzech zaobserwujemy jej lekkie zacieśnienie podczas gdy w Rumunii pozostanie ona mocno rozluźniona. Zarysowane powyżej perspektywy makroekonomiczne będą ważne z punktu widzenia decyzji podejmowanych przez banki centralne i kształtowania się kursów walutowych w krajach regionu.

W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy podwyższoną awersję do ryzyka powiązaną z sytuacją polityczną we Francji oraz spowodowane nią osłabienie walut krajów regionu. Uważamy, że w najbliższych tygodniach kursy walut krajów EŚW-3 będą kształtowały się blisko swoich obecnych (podwyższonych poziomów). Uważamy, że po wyborach we Francji zaplanowanych na przełom czerwca i lipca awersja do ryzyka wyraźnie obniży się, co będzie istotnym czynnikiem wspierającym waluty regionu. W średnim okresie oczekujemy utrzymywania się tendencji do ich lekkiej aprecjacji w związku ze utrzymującym się dysparytetem stóp względem strefy euro i oddziaływaniem efektu Balassy-Samuelsona. Ważnym czynnikiem oddziałującym na kursy walutowe krajów regionu EŚW-3 będą również tendencje w zakresie

kształtowania się danych o bilansie płatniczym. Nasilająca się w br. absorpcja środków unijnych w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności i perspektywy finansowej 2021-2027 będzie oddziaływała w kierunku poprawy łącznego salda obrotów bieżących i salda obrotów kapitałowych. Pozytywna dla bilansu płatniczego, poprzez wzrost eksportu, będzie również oczekiwana przez nas poprawa sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych państw EŚW-3. Przewidujemy, że w Rumunii saldo bilansu płatniczego pozostanie na wyraźnie ujemnym poziomie, co będzie powiązane z utrzymującym się znaczącym deficytem handlu towarami w warunkach ożywienia popytu krajowego oraz znaczącym deficytem w finansach publicznych (tzw. deficyty bliźniacze). W przeciwieństwie do pozostałych trzech krajów, w przypadku Węgier odblokowanie środków unijnych i tempo ich absorpcji charakteryzuje się podwyższoną niepewnością. Pod koniec ub. r. napięcia na linii Węgry-UE uległy nasileniu w związku z blokadą wypłaty pakietu pomocowego dla Ukrainy przez premiera V. Orbana. Ostatecznie Węgry poparty inicjatywę UE, a Komisja Europejska odblokowała środki unijne w ramach Funduszu Spójności w wysokości 10,2 mld EUR dla Węgier. Następnie w marcu br. odblokowane zostały kolejne 2 mld EUR, gdyż Węgry spełniły tzw. "warunki tematyczne" dotyczące równości płci i szkoleń edukacyjnych. Pula ta pozwoli Węgom na realizację projektów inwestycyjnych w krótkim okresie, jednak większość środków unijnych (ok. 20 mld EUR) nadal pozostaje zablokowana w związku z niespełnieniem wymogów UE w ramach praworządności i tzw. kamieni milowych. Niepewność w zakresie dostępu Węgier do kolejnej puli środków unijnych będzie czynnikiem ograniczającym skalę aprecjacji forinta w kolejnych kwartałach.

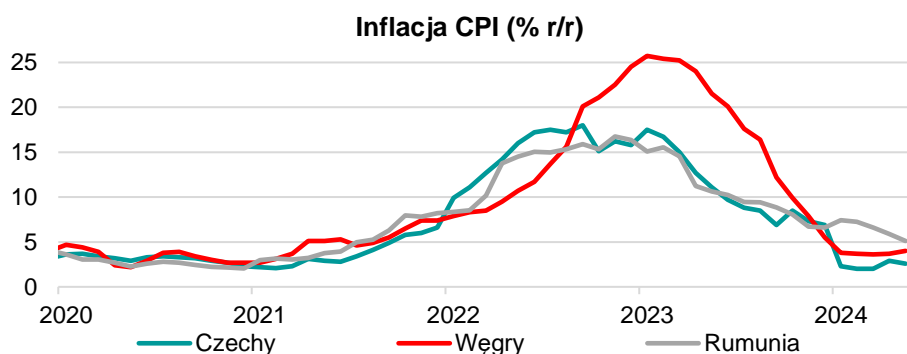


Źródło: Datastream, Credit Agricole

W ostatnich miesiącach Narodowy Bank Węgier (MNB) kontynuował cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Główna stopa procentowa została obniżona o łącznie 575pb od września 2023 r. do 7,25%. Głównym argumentem na rzecz łagodzenia polityki pieniężnej był szybki spadek inflacji. Od szczytu odnotowanego na początku 2023 r. inflacja obniżyła się o ponad 20 pkt.

proc. W ostatnich miesiącach tempo dezinflacji na Węgrzech jednak wyraźnie spowolniło. Od stycznia inflacja kształtowała się w przedziale 3,6-4,0% r/r, a w kwietniu i maju zaczęła ona ponownie rosnąć. Biorąc pod uwagę, że inflacja ogółem i inflacja bazowa (obie równe 4,0% r/r w maju) znajdują się na granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego MNB (3±1%), przedstawiciele banku centralnego wykazywali dosyć jastrzębie nastawienie w ostatnim okresie. Wiceprezes MNB B. Virag wspominał w ostatnich miesiącach, że jego zdaniem główna stopa procentowa osiągnie poziom 6,75%-7,00% w czerwcu, co oznaczałoby, że na jutrzejszym posiedzeniu stopy procentowe zostaną obniżone o 25pb lub 50pb. B. Virag zaznaczył również, że tempo łagodzenia polityki pieniężnej dalej spowolni w II poł. br. Jego zdaniem ryzyko związane z globalną i krajową dezinflacją, niepewnością w zakresie decyzji podejmowanych przez główne banki centralne oraz zmienność nastrojów inwestorów uzasadnia ostrożne i cierpliwe podejście do polityki pieniężnej. Uważamy, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych jest mocno ograniczona. Oczekujemy, że jutro stopa bazowa zostanie obniżona o 50pb do 6,75%, a następnie MNB przejdzie do trybu *wait-and-see*. Cykl łagodzenia zostanie wznowiony dopiero w 2025 r., gdy bank centralny będzie miał pewność, że inflacja osiąga cel inflacyjny w sposób trwały. Wspomniane wyżej trudności z uzyskaniem dostępu do środków unijnych, oraz podwyższona awersja do ryzyka będą w krótkiej perspektywie negatywne dla forinta. Tym samym oczekujemy, że kurs EURHUF wyniesie 395 na koniec czerwca. Następnie będziemy obserwowali lekką aprecjację forinta z zasięgiem 380 i 377 względem euro odpowiednio na koniec 2024 r. i 2025 r.

Od listopada 2023 r. stopy procentowe w Czechach zostały obniżone łącznie o 175pb. W rezultacie 2-tygodniowa stopa repo wynosi obecnie 5,25%. Bieżąca i oczekiwana inflacja kształtująca się blisko celu inflacyjnego CNB (2% r/r) jest ważnym argumentem na rzecz kontynuacji cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Uważamy jednak, że po ostatnich trzech obniżkach każdorazowo o 50pb tempo łagodzenia polityki pieniężnej wyraźnie spowolni. Przedstawiciele CNB zwracali bowiem w ostatnim czasie na ryzyka w górę dla inflacji powiązane z ożywieniem gospodarczym, napiętą sytuacją na rynku pracy i szybkim wzrostem cen usług. W związku z tym podkreślali oni konieczność ostrożności przy podejmowaniu dalszych decyzji w polityce pieniężnej. Co więcej, przedstawiona w majowej projekcji banku centralnego ścieżka stawki PRIBOR 3M została zrewidowana w górę o ok. 100pb względem lutowego dokumentu. Głównymi argumentami na rzecz podniesienia tej stawki był silniejszy wzrost wynagrodzeń i szybszy wzrost gospodarczy na początku br. oraz prognozowany przez CNB słabszy (niż w lutowej projekcji) kurs korony. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę stóp procentowych w Czechach. W rezultacie zakładamy, że 2-tygodniowa stopa repo zostanie obniżona do 4,00% na koniec 2024 r. i 3,25% na koniec 2025 r. Zakładamy, że w II poł. br. stopy procentowe będą redukowane w tempie 50pb na kw., a w 2025 r. w tempie ok. 25pb na kw. Zawężający się dysparytet stóp procentowych pomiędzy Czechami i strefą euro będzie czynnikiem negatywnym dla kształtowania się kursu korony w kolejnych kwartałach. Niemniej jednak, z uwagi na oczekiwaną przez nas poprawę koniunktury w Niemczech, oddziałującą w kierunku ożywienia czeskiego eksportu, oczekujemy umiarkowanej aprecjacji korony czeskiej względem euro w horyzoncie naszej prognozy. Prognozujemy, że kurs EURCZK wyniesie 24,6 na koniec 2024 r. i 24,2 na koniec 2025 r.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Z uwagi na podwyżkę stawki VAT (o 4 do 14 pkt. proc. w zależności od grupy towarowej) z początkiem br. oraz dynamiczny wzrost wynagrodzeń inflacja w Rumunii kształtuje się powyżej poziomów obserwowanych w pozostałych krajach regionu. Inflacja ogółem znacząco obniżyła się względem lokalnego maksimum odnotowanego na przełomie lat

2022-2023 (16,8% r/r), jednak nadal kształtuje się ona powyżej 5% r/r. Uważamy, że do końca br. będzie się ona nadal utrzymywała powyżej granicy 4% r/r. W warunkach inflacji znajdującej się znacząco powyżej celu inflacyjnego Rumunia jest jedynym krajem regionu, w którym cykl łagodzenia polityki pieniężnej nie został jeszcze rozpoczęty. W maju, wbrew naszym i rynkowym oczekiwaniom na obniżkę, Narodowy Bank Rumunii (NBR) utrzymał niemieniony poziom stopy procentowej, który wynosi obecnie 7,00%. Głównym argumentem na rzecz status quo są niekorzystne perspektywy inflacji (jej prognoza została zrewidowana w górę w majowej projekcji banku NBR) oraz proinflacyjny wpływ polityki fiskalnej (przede wszystkim podwyżki stawki VAT i szybki wzrost wynagrodzeń w strefie budżetowej). Prezes banku centralnego, M. Isarescu zaznaczył w maju, że polityka pieniężna będzie łagodzona wraz z obserwowanym spadkiem inflacji, jednak czeka on na odpowiedni moment pierwszej obniżki, co będzie podyktowane napływającymi danymi. Bank centralny wielokrotnie zaznaczał, że podczas podejmowania swoich decyzji kieruje się zamiarem trwałego doprowadzenia rocznej stopy inflacji do celu między innymi poprzez zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w średnim okresie, w sposób prowadzący do osiągnięcia trwałego wzrostu gospodarczego. Biorąc pod uwagę fakt, że prognozowana przez NBR inflacja znajdzie się w dopuszczalnym zakresie odchyień od celu inflacyjnego (2,5±1%) w III kw. 2025 r. uważamy, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej w Rumunii zostanie rozpoczęty w sierpniu br. (wraz z publikacją najnowszej projekcji inflacji) i stopy zostaną obniżone łącznie o 50pb w br. Pewne ryzyko dla tego scenariusza stanowią słowa prezesa NBR, który stwierdził, że lipiec lub sierpień mogą nie być optymalnym momentem na obniżkę stóp. Potencjał do łagodzenia stóp procentowych jest naszym zdaniem ograniczony z uwagi na luźną politykę

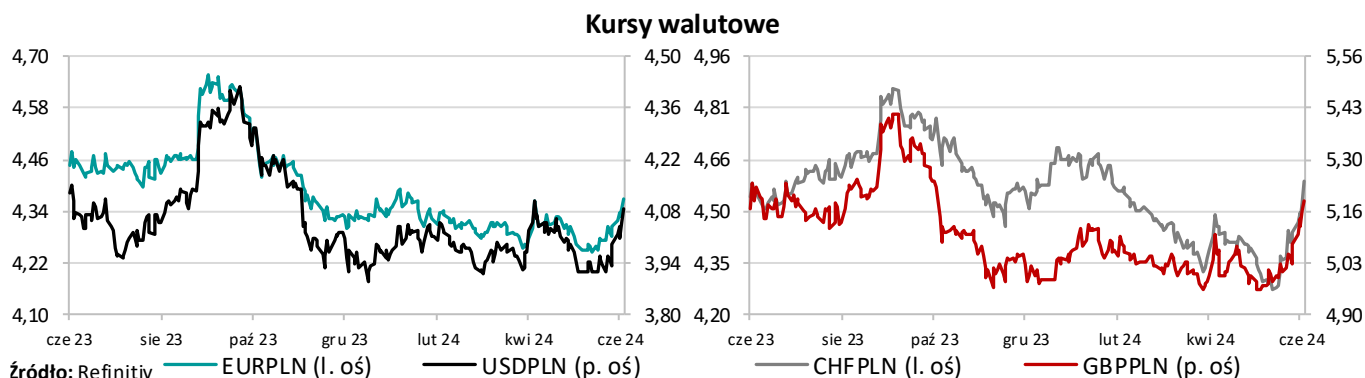
fiskalną w warunkach wyborów parlamentarnych i prezydenckich zaplanowanych na drugą połowę 2024 r. Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie relatywnie stabilny w okolicach poziomu 4,96-4,98 do końca 2025 r.

	Central banks' base rates (%)							
	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
Czech Rep.	5,75	5,00	4,50	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25
Hungary	8,25	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75
Romania	7,00	7,00	6,75	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50

	FX rates							
	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
EURCZK	25,2	24,8	24,7	24,6	24,5	24,4	24,3	24,2
EURHUF	392	395	385	380	382	382	380	377
EURRON	4,97	4,98	4,97	4,97	4,96	4,96	4,96	4,96

Source: Datastream, Credit Agricole

Krajowe dane o produkcji przemysłowej mogą umocnić złotego

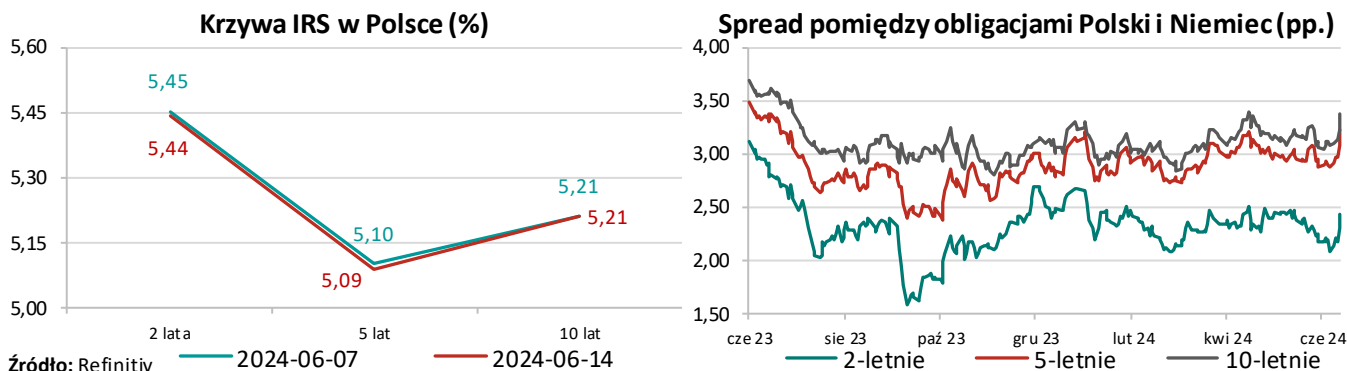


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3694 (osłabienie złotego o 1,4%). Przez cały tydzień kurs EURPLN kontynuował tendencje obserwowane już dwa tygodnie temu i kształtował się w wyraźnym trendzie wzrostowym. Osłabieniu złotego sprzyjała podwyższona awersja do ryzyka powiązana z sytuacją polityczną we Francji oraz spadek oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych przez Fed. W rezultacie kurs EURPLN odnotował w ubiegłym tygodniu najwyższy poziom od stycznia br. Jastrzębie nastawienie Rezerwy Federalnej oddziaływało jednocześnie w kierunku umocnienia dolara względem euro.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą krajowe dane o produkcji przemysłowej, które mogą naszym zdaniem umocnić kurs złotego. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego.



Stabilizacja stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,44 (spadek o 1pb), 5-letnie do 5,09 (spadek o 1pb), a 10-letnie nie zmieniły się i wyniosły 5,21. Relatywna stabilizacja stawek IRS była efektem oddziaływania dwóch przeciwstawnych czynników – spadku stawek na europejskich rynkach bazowych oraz oddziałującego w przeciwnym kierunku wzrostu globalnej awersji do ryzyka. Publikacje danych makroekonomicznych w ubiegłym tygodniu miały ograniczony wpływ na krzywą.

Uważamy, że czwartkowa publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej może sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Uważamy, że pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,34
Kurs USDPLN*	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02
Kurs CHFPLN*	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,49
Inflacja CPI (r/r, %)	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-3,3	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,9	1,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,6	-7,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	7,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	4,9	
Saldo ROB (mln EUR)	-257	4087	55	587	1184	2151	1352	199	1742	511	325	-241		
Eksport (r/r, % EUR)	4,6	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-4,5	0,5	-9,5	5,5		
Import (r/r, % EUR)	-4,2	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-5,3	0,9	-8,3	5,7		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	2,5	3,3	3,5	4,7	4,8	4,1	4,4	0,2	2,8	4,6	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	5,1	4,1	3,5	2,9	2,5	2,4	2,2	-1,0	4,3	2,6	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	0,1	0,9	-0,4	8,7	9,4	10,5	11,7	13,1	-0,3	10,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,5	1,0	3,5	6,5	7,3	5,7	4,3	7,1	3,4	2,8	6,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,1	2,3	9,1	9,2	8,9	7,3	5,4	7,3	-2,0	5,0	7,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,9	2,4	1,7	1,8	1,5	1,4	1,1	-0,5	2,4	1,5
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,0	0,1	-0,1	1,1	1,5	1,7	2,7	2,1	0,0	1,8
	Eksport netto (pp.)	0,4	-0,6	-2,6	-1,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	3,3	-1,0	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	1,6	0,8	0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,8	4,9	5,2	4,8	4,7	4,8	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	-0,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	15,5	14,8	15,0	12,1	9,9	8,3	7,8	12,8	14,9	9,5	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,2	4,7	5,1	4,8	3,5	3,4	11,6	3,6	4,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	5,63	5,51	5,38	5,88	5,88	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,29	4,34	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,97	4,02	4,02	4,04	3,95	3,87	3,83	3,75	3,93	4,04	3,75	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA*	
				POPZEDNIA WARTOŚĆ	CA RYNEK**
Poniedziałek 17.06.2024 r.					
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	2,3	3,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Maj	4,2	4,2
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	6,7	6,0
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Maj	4,1	3,9 3,9
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	-15,6	-9,0
Wtorek 18.06.2024 r.					
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Czerwiec	47,1	50,0
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Maj	2,6	2,6 2,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	0,0	0,1 0,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,0	0,3 0,3
Czwartek 20.06.2024 r.					
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	II kw.	1,50	
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	-8,6	-7,2 -7,0
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	11,3	11,6 11,6
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	-0,4	-0,4 -0,4
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	7,9	1,9 1,5
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Czerwiec	5,25	5,25
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Maj	1440	1462 1450
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Maj	1360	1380 1375
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Czerwiec	4,5	4,1
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	-14,3	-13,5
Piątek 21.06.2024 r.					
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	45,4	46,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Czerwiec	53,2	53,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	47,3	47,9
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Czerwiec	52,2	52,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	51,3	51,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Maj	4,14	4,10 4,09

* 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 Refinitiv



Jakub BOROWSKI

Główny Ekonomista
tel.: 600 457 021

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 512 191 822

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 518 003 696

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Arturem Arutyunyanem: aarutyunyan@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.