

## W tym tygodniu

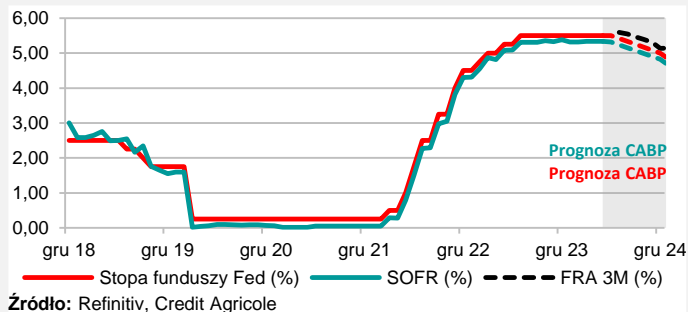
**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie (docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej równy [5,25%, 5,50%]). Stabilizacja stóp

procentowych byłaby spójna z konsensusem rynkowym. Dużo ważniejszy od samej decyzji będzie wydźwięk komunikatu i konferencji po posiedzeniu. Uważamy, że nie ulegnie on istotnym zmianom względem majowego posiedzenia. Prezes Fed stwierdził wówczas, że FOMC najprawdopodobniej będzie potrzebowała więcej czasu, aby upewnić się, że inflacja w sposób trwały powróci do celu inflacyjnego, przy czym zaznaczył, że nie wie ile może to potrwać, a decyzje w polityce pieniężnej będą podejmowane w zależności od napływających danych makroekonomicznych. W tym tygodniu opublikowana zostanie również najnowsza projekcja makroekonomiczna członków FOMC. Kluczowym jej elementem będzie oczekiwany poziom stóp procentowych na koniec br., który naszym zdaniem może zostać zrewidowany w górę o 25pb w porównaniu do marcowej projekcji i wyniesie [4,75%, 5,00%]. Tym samym przewidywana w projekcji skala łagodzenia polityki pieniężnej w bieżącym roku zostanie zrewidowana w dół z trzech do dwóch obniżek. W naszym scenariuszu bazowym nadal oczekujemy, że FED złagodzi politykę pieniężną w br. o 50 pb (obniżki w lipcu i IV kw.). Niemniej jednak dostrzegamy ryzyko późniejszego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp. Konferencja i projekcja makroekonomiczna FOMC pozwolą lepiej ocenić to ryzyko. Oczekujemy, że w trakcie konferencji po posiedzeniu FOMC będziemy mieli do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i cen polskiego długu.

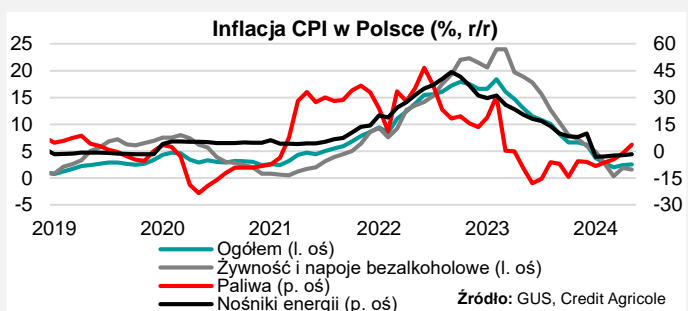
**W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Naszym zdaniem inflacja ogółem zmniejszyła się w maju do 3,3% r/r wobec 3,4% w kwietniu, do czego przyczynił się spadek inflacji bazowej do 3,5% r/r z 3,6% w kwietniu. Dane zasygnalizują zatem powolne osłabianie się presji inflacyjnej w USA. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (72,5 pkt. w czerwcu wobec 69,1 pkt. w maju) wskaże na lekką poprawę nastrojów gospodarstw domowych ze względu na spadek cen paliw. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i będą neutralne dla rynków finansowych.

**W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w kwietniu.** Oczekujemy zwiększenia nadwyżki na rachunku obrotów bieżących do 1545 mln EUR wobec 325 mln EUR w marcu, będącego wynikiem przede wszystkim znacząco wyższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się z -9,5% r/r w marcu do 9,0% w kwietniu, a dynamika importu wzrosła z -8,3% r/r do 3,7%. Wzrost obu dynamik będzie skutkiem oddziaływania korzystnych efektów kalendarzowych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**W piątek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że inflacja ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniesie 2,5% r/r w maju wobec 2,4% w kwietniu. Zgodnie ze wstępnymi danymi wzrost inflacji wynikał przede wszystkim ze wzrostu dynamiki cen



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole



Źródło: GUS, Credit Agricole

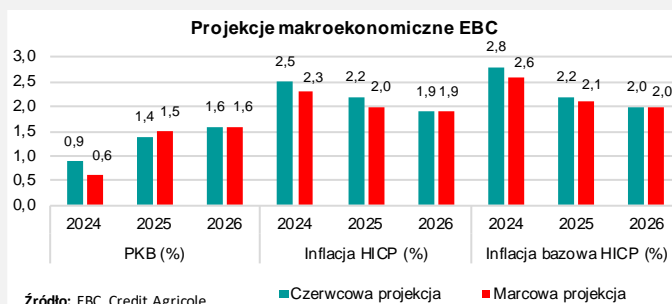
w kategorii „paliwa”. Z kolei w kierunku zmniejszenia inflacji oddziaływał spadek inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w maju do 3,8% r/r wobec 4,1% w kwietniu. Uważamy, że publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w maju o 272 tys. wobec wzrostu o 165 tys. w kwietniu (rewizja w dół z 175 tys.) i ukształtowało się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (185 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+86,0 tys.), sektorze rządowym (+43,0 tys.) oraz w turystyce i rekreacji (+42,0 tys.). Z kolei do spadku zatrudnienia doszło w górnictwie i wycince drzew (-4,0 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w maju do 4,0% wobec 3,9% w kwietniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (3,9%). Tym samym ukształtowała się ona na poziomie stopy bezrobocia naturalnego szacowanej przez Fed. Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej obniżył się w maju do 62,5% wobec 62,7% w kwietniu i kształtuje się on nadal poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (63,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego zwiększyła się w maju do 4,1% wobec 4,0% w kwietniu, przy czym jej trzymiesięczna średnia ruchoma nie zmieniła się w porównaniu do poprzedniego miesiąca. W naszej ocenie wskazuje to, że spadek presji płacowej w amerykańskiej gospodarce jest bardzo powolny. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zmniejszył się w maju do 48,7 pkt. wobec 49,2 pkt. w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,6 pkt.). W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla czasu zatrudnienia. Wkład składowej dla czasu dostaw nie zmienił się w maju w porównaniu do kwietnia. Na wyraźną poprawę nastrojów w sektorze usług wskazał z kolei indeks ISM, który zwiększył się w maju do 53,8 pkt. wobec 49,4 pkt. w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,8 pkt.). W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady wszystkich 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, nowych zamówień, zatrudnienia i czasu dostaw). W danych na uwagę zasługuje utrzymujące się wysokie tempo wzrostu cen dóbr pośrednich, co wskazuje, że presja cenowa w amerykańskim sektorze usług pozostaje silna. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA obniży się do 1,1% w II kw. wobec 1,3% w I kw. Jednocześnie, zgodnie z naszym scenariuszem w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 1,8% wobec wzrostu o 2,5% w 2023 r.

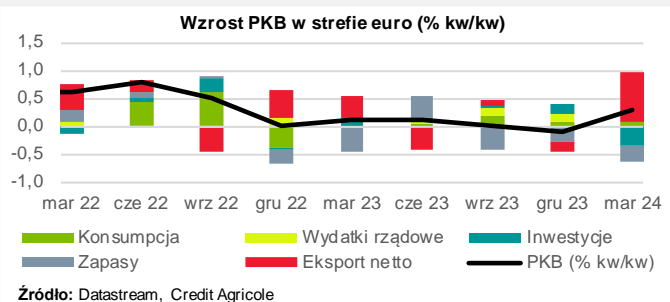
W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który obniżył stopy procentowe o 25pb. Tym samym główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 4,25%, a depozytowa 3,75%. Decyzja EBC była zgodna z naszymi oczekiwaniami i konsensusem. Jednocześnie nie była

ona jednomyślna, przeciwko obniżce stóp procentowych opowiedział się R. Holzmann (prezes Banku Austrii). Rada Prezesów uzasadniła swoją decyzję w komunikacie powołując się na słabnącą presję cenową oraz obniżenie oczekiwań inflacyjnych. Mimo dokonanego łagodzenia polityki pieniężnej podtrzymano deklarację, iż stopy procentowe zostaną utrzymane na restrykcyjnym poziomie tak długo, jak to konieczne, by stłumić presję inflacyjną, a kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw



inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Po posiedzeniu opublikowana została również czerwcowe projekcja EBC. Nieznacznie w górę zrewidowana została ścieżka inflacji, w tym inflacji bazowej. W przypadku PKB podniesiona została prognoza na 2024 r., podczas gdy obniżono prognozę na 2025 r. (por. wykres). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde dała do zrozumienia, że decyzja o obniżce stóp procentowych została podjęta w oparciu o wyniki projekcji wskazujące, że inflacja znajduje się na ścieżce powrotu do celu inflacyjnego (prognozy za 2026 r. zakładające osiągnięcie celu inflacyjnego nie zmieniły się w porównaniu do marcowej projekcji). Zaznaczyła jednak, że EBC będzie potrzebowała kolejnych danych aby utwierdzić się w tym przekonaniu. Ubiegłotygodniowa decyzja EBC, wyniki czerwcowej projekcji, a także wypowiedzi Ch. Lagarde są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym EBC dokona jeszcze w tym roku dwóch obniżek stóp procentowych po 25pb (we wrześniu i w grudniu).

**Zgodnie z drugim szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w I kw. do 0,3% wobec -0,1% w IV kw. 2023 r. (brak zmian w porównaniu do pierwszego szacunku). W ujęciu rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 0,4% r/r w I kw. wobec 0,2% w IV kw. Zwiększenie kwartalnej dynamiki**



PKB w strefie euro wynikało z wyższego wkładu eksportu netto, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady inwestycji i wydatków rządowych. Wkłady konsumpcji prywatnej i zapasów nie zmieniły się w I kw. w porównaniu do IV kw. Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w I kw. w strefie euro był eksport netto, podczas gdy w IV kw. 2023 r. były to inwestycje. Prognozujemy, że w całym 2024 r. PKB w strefie euro zwiększy się o 0,7% r/r wobec wzrostu o 0,5% w 2023 r.

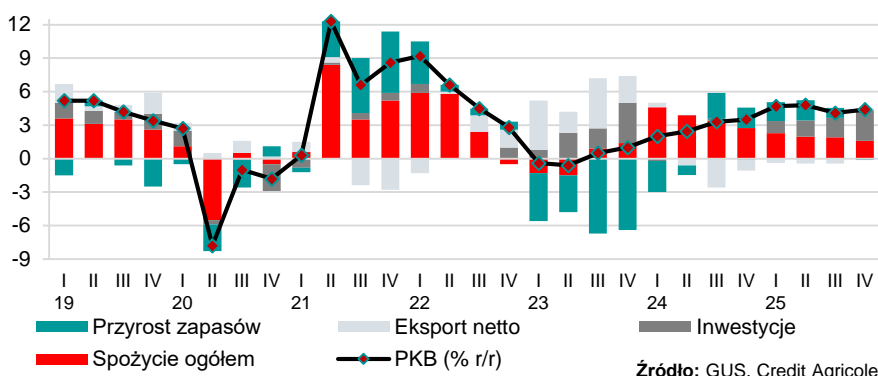
**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w kwietniu o 0,1% m/m wobec spadku 0,4% w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 0,3%). W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej oddziaływała jej wyższa dynamika w przetwórstwie i w energetyce, podczas gdy dynamika produkcji w budownictwie zmniejszyła się. Wzrost produkcji w przetwórstwie w znacznym stopniu wynikał z wyższej produkcji w branży motoryzacyjnej, która zwiększyła się w kwietniu o 4,2% m/m. W danych na uwagę zasługuje dalsze zmniejszenie produkcji w branżach energochłonnych, która obniżyła się w kwietniu o 1,0% m/m wobec spadku o 0,1% w marcu. Wynikało ono ze zmniejszenia aktywności w branży chemicznej, metalurgicznej i surowców mineralnych (m.in. produkcja szkła, betonu, cementu, gipsu i innych materiałów budowlanych). Produkcja w branżach energochłonnych kształtuje się obecnie na poziomie o ok. 16% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem wojny w Ukrainie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w przetwórstwie, których miesięczna dynamika zwiększyła się w kwietniu do -0,2% m/m wobec -0,8% w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,5%). Wzrost dynamiki zamówień został odnotowany w przypadku zamówień krajowych, podczas gdy dynamika zamówień eksportowych zmniejszyła się. Spadek zamówień eksportowych wynikał z niższych zamówień z pozostałych krajów strefy euro, podczas gdy zamówienia z krajów spoza obszaru wspólnej waluty zwiększyły się. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zmniejszyło się w kwietniu do 22,1 mld EUR wobec 22,2 mld EUR w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (22,6 mld). Jednocześnie odnotowano wzrost dynamiki eksportu (1,6% m/m w kwietniu wobec 1,1% w marcu) oraz importu (2,0% wobec 0,5%), które w obu przypadkach ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 1,1% i 0,6%). Odnotowany w kwietniu wzrost obrotów w niemieckim handlu zagranicznym jest spójny z naszym scenariuszem zakładającym stopniowe ożywienie aktywności

w światowym handlu w kolejnych miesiącach. Prognozujemy, że w całym 2024 r. PKB w Niemczech zwiększy się o 0,1% wobec spadku o 0,1% w 2023 r., a w 2025 r. wzrośnie o 1,1%.

**Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%).** Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. W komunikacie Rada podtrzymała swoją ocenę, zgodnie z którą obserwowane w ostatnim czasie kształtowanie się inflacji na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego RPP (2,5%) jest krótkotrwałe. W komunikacie powtórzony został również zapis, zgodnie z którym obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, a dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. W ubiegłym tygodniu miała również miejsce zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego, który stwierdził, że nie ma miejsca na dyskusję o obniżce stóp procentowych i w tym roku raczej nie będzie. Podkreślił jednak, że jeśli pojawią się odpowiednie okoliczności RPP nie zawaha się ani obniżyć, ani podwyższyć stóp procentowych. A. Glapiński zaznaczył również, że w 2025 r. spodziewa się on spadku inflacji, co może być przesłaną do obniżki stóp procentowych w przyszłym roku. Komunikat po posiedzeniu RPP, a także wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego są zgodne z naszym scenariuszem zakładającym stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie do II poł. 2025 r.

**Zgodnie z finalnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zwiększyła się do 2,0% r/r w I kw. br. wobec 1,0% r/r w IV kw. 2023 r., kształtując się nieznacznie powyżej wstępnego odczytu (1,9%) oraz powyżej wcześniejszych oczekiwań rynkowych (1,8%) i naszej prognozy (1,2%).** Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w I kw. do 0,5% kw/kw wobec 0,0% w IV kw. Na przyspieszenie wzrostu PKB złożyły się wyższe wkłady zapasów, spożycia prywatnego i spożycia publicznego, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady inwestycji i eksportu netto (por. MAKROpuls z 03.06.2024). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w I kw. było spożycie prywatne podczas gdy w IV kw. były to inwestycje. W danych na szczególną uwagę zasługuje ożywienie popytu konsumpcyjnego, wspierane przez silny wzrost realnych wynagrodzeń gospodarstw domowych. Odsezonowany poziom spożycia prywatnego ukształtował się na najwyższym poziomie w historii (0,3% powyżej dotychczasowego maksimum lokalnego z II kw. 2022 r.). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w Polsce zwiększy się w 2024 r. o 2,8% wobec wzrostu o 0,2% w 2023 r. (patrz niżej).

## Prognozy na lata 2024-2025



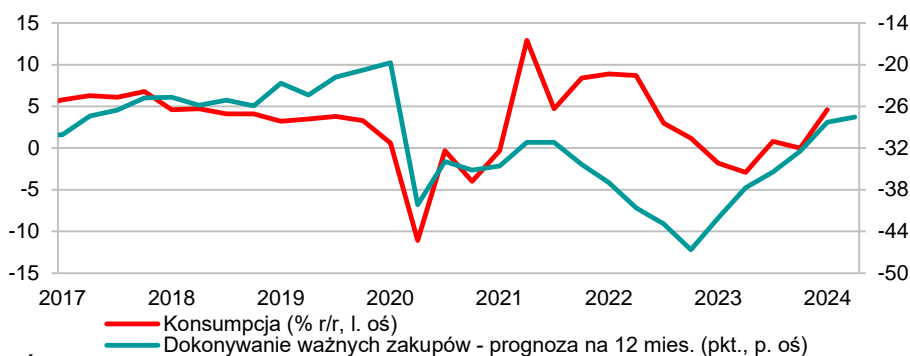
Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz makroekonomiczny uwzględniający napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki oraz tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury (por. tabela na str. 9). Nasza prognoza średniorocznego tempa wzrostu gospodarczego w 2024 r. nie uległa i wynosi 2,8% r/r. Oczekiwane przez

nas tendencje w zakresie kształtowania się składowych PKB w br. również w dużej mierze pozostały niezmiennym względem poprzedniej rundy prognostycznej. Uważamy, że skala ożywienia w 2024 r. pozostanie umiarkowana, zgodnie z naszymi wcześniejszymi założeniami. Dynamika PKB ukształtowała się w I kw. br. powyżej naszej prognozy, co poprzez podniesienie punktu startowego ma pozytywny wpływ



na średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego, jednak struktura wzrostu gospodarczego była mniej korzystna od naszych oczekiwań (por. MAKROpuls z 3.06.2024). Największym negatywnym zaskoczeniem w danych za I kw. był spadek inwestycji ogółem. Negatywna niespodzianka była najprawdopodobniej powiązana z silniejszym, od naszych wcześniejszych oczekiwań, osłabieniem aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Zgodnie z danymi GUS nakłady brutto na środki trwałe w przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 50 pracowników obniżyły się o 2,2% r/r w I kw. wobec wzrostu o 7,9% w IV kw., co było ich najniższą dynamiką od IV kw. 2020 r. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach zaobserwujemy wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw, co będzie spójne z wyraźną poprawą optymizmu inwestycyjnego przedsiębiorstw odnotowaną w kwietniowej edycji badania koniunktury NBP („Szybki Monitoring”). Niemniej jednak uważamy, że będą one kształtowały się poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań. W połączeniu z prognozowaną przez nas wyraźnie ujemną dynamiką publicznych nakładów brutto na środki trwałe (obniżona absorpcja środków unijnych pomiędzy dwiema siedmioletnimi perspektywami finansowymi) oczekujemy, że dynamika inwestycji ogółem ukształtuje się w br. na ujemnym poziomie (-0,3% r/r wobec 13,1% w 2023 r.) i będzie ważnym czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy.

Dynamika eksportu w I kw. br., podobnie jak tempo wzrostu inwestycji, również była niższa od naszych oczekiwań. Uważamy, że wciąż słaba sytuacja gospodarcza w otoczeniu zewnętrznym Polski będzie miała negatywny wpływ na polski eksport. Takie tendencje dobrze odzwierciedlał majowy indeks PMI dla polskiego przetwórstwa. W strukturze tych danych na szczególną uwagę zasługuje wyraźne przyspieszenie spadku nowych zamówień, co w znacznym stopniu wynikało silniejszego obniżenia nowych zamówień eksportowych. W przypadku tych ostatnich ankietowane firmy zwracały uwagę na słabszy popyt ze strony kluczowych rynków europejskich: Niemiec i Francji. Uwzględniając te trendy, obniżyliśmy naszą prognozę wzrostu eksportu na br. Jednocześnie oczekiwany przez nas szybszy wzrost konsumpcji w ujęciu rocznym (patrz poniżej) będzie wspierał dynamiki popytu krajowego i importu, co poprzez spadek wkładu eksportu netto będzie czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Podsumowując, korzystny wpływ wyższego punktu startowego na prognozowane tempo wzrostu gospodarczego w br. zostanie skompensowany przez zrewidowane w dół dynamiki eksportu i inwestycji.

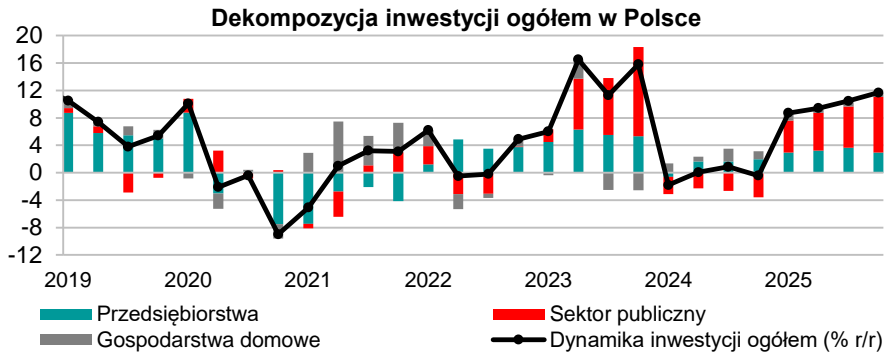


Źródło: GUS, Credit Agricole

Podtrzymujemy nasz pogląd, że głównym motorem wzrostu gospodarczego w br. będzie konsumpcja, którą napędzał będzie szybki wzrost realnych wynagrodzeń w warunkach wciąż umiarkowanej inflacji (patrz poniżej). Wzrost wynagrodzeń będzie dodatkowo wspierany przez wypłatę podwyżek dla nauczycieli i pracowników sfery budżetowej,

która zgodnie z naszymi szacunkami będzie oddziaływała w kierunku zwiększenia średniorocznej dynamiki wynagrodzeń ogółem w gospodarce narodowej o ponad 2 pkt. proc. Uważamy, że w kolejnych kwartałach rosnąć będzie znaczenie wydatków na towary, jako czynnika napędzającego spożycie prywatne. Kwietniowe dane o sprzedaży detalicznej zasygnalizowały wzrost popytu na dobra trwałego użytku (samochody, meble, sprzęt RTV, AGD). Uważamy, że taka tendencja utrzyma się również w kolejnych kwartałach. Naszą ocenę wspiera wzrost wskaźnika koniunktury konsumenckiej GUS dotyczącego planowanego dokonywania ważnych zakupów. W maju ukształtował się on na najwyższym poziomie od marca 2020 r. Dostrzegamy jednocześnie ryzyko, że konsumenci będą wykorzystywali okres spadku inflacji i wysokiego wzrostu wynagrodzeń do odbudowy oszczędności kosztem bieżącej konsumpcji. Znaczący wzrost skłonności do oszczędzania byłby czynnikiem ograniczającym ożywienie spożycia prywatnego w

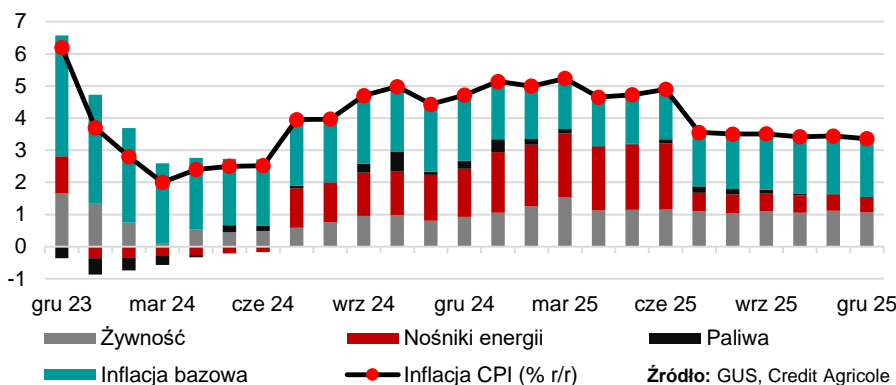
2024 r. Uwzględniając powyższe tendencje prognozujemy, że dynamika konsumpcji wzrośnie do 4,3% r/r w br. wobec -1,0% w 2023 r.



Źródło: Eurostat, GUS, Credit Agricole

funduszy UE wyraźnie przyspieszy w 2025 r. i utrzyma się na wysokim poziomie 2026 r. (por. wnioski o płatność na wykresie). Zakładamy, że ożywienie inwestycji publicznych w 2025 r. będzie dodatkowo wspierane przez kumulację projektów realizowanych w ramach KPO (w związku z koniecznością ich rozliczenia w 2026 r.). W połączeniu z efektami niskiej bazy z 2024 r. oczekujemy, że inwestycje publiczne wzrosną w ujęciu realnym o ponad 25% r/r w 2025 r. Prognozujemy, że w 2025 r. pozostałe dwa segmenty nakładów brutto na środki trwałe (tj. inwestycje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) również zwiększą się w porównaniu do 2024. Perspektywy inwestycji przedsiębiorstw nadal oceniamy dosyć optymistycznie. Będą one wspierane przez ożywienie wzrostu gospodarczego oraz inwestycje zmierzające do zwiększenia produktywności, jak również zmiany powiązane z transformacją energetyczną. Z kolei wzrost inwestycji gospodarstw domowych (głównie zakupy mieszkań na rynku pierwotnym) spowolni wyraźnie w porównaniu do 2024 r. z uwagi na wygasający pozytywny wpływ rządowych programów wsparcia kredytobiorców na ich dynamikę. Podsumowując, ożywienie inwestycji w 2025 r. będzie miało szeroki zakres, choć będzie ono głównie efektem boomu w inwestycjach publicznych. Prognozujemy, że nakłady brutto na środki trwałe ogółem zwiększą się o 10,4% r/r w 2025 r. Oprócz inwestycji, wsparciem dla wzrostu gospodarczego w 2025 r. będzie wyższy wkład eksportu netto. Oczekujemy, że wzrost PKB w strefie euro wyraźnie przyspieszy w przyszłym roku względem br. Poprawa koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski będzie czynnikiem dynamizującym eksport.

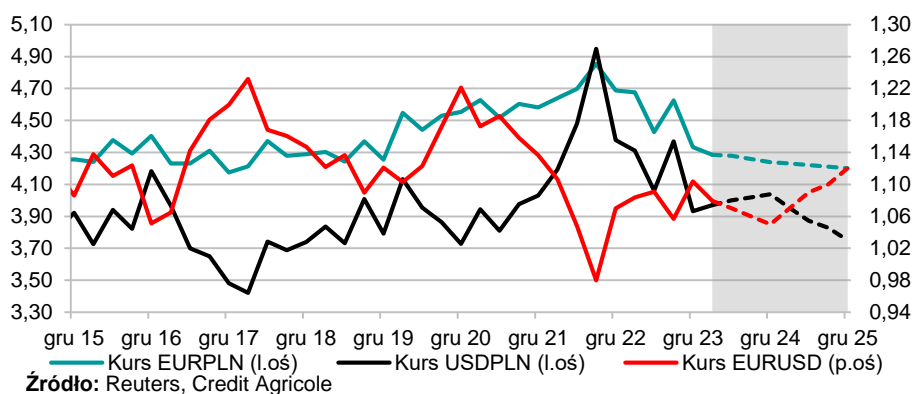
Podtrzymaliśmy także naszą prognozę wzrostu PKB w 2025 r. (4,6% r/r). Głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy w przyszłym roku będzie oczekiwany przez nas boom w inwestycjach ogółem. Na podstawie profilu czasowego absorpcji środków unijnych w ramach perspektywy 2014-2020 oczekujemy, że wykorzystanie



Zrewidowaliśmy również naszą prognozę inflacji uwzględniając napływające informacje dotyczące prawdopodobnych zmian taryf na nośniki energii od lipca br. Uważamy, że po ich odmrożeniu, ceny prądu wzrosną o niemal 30% m/m. Z kolei ceny innych nośników energii nie ulegną dużym zmianom. Uważamy, że ustalając nowe taryfy Urząd Regulacji Energetyki weźmie

pod uwagę silny spadek cen kontraktów na gaz, który został odnotowany od osiągnięcia przez nie lokalnego maksimum w 2022 r., co będzie czynnikiem uzasadniającym ich stabilizację. Jednocześnie zrewidowaliśmy w dół naszą ścieżkę cen żywności i napojów bezalkoholowych. Obecnie prognozujemy, że dynamika cen w tej kategorii obniży się z 15,4% w 2023 r. do 2,6% w 2024 r. (3,1% przed rewizją), a w 2025 r. wzrośnie do 4,1% (3,7% przed rewizją). Na rewizję naszej prognozy złożyły się dwa przeciwstawne czynniki. Z jednej strony transmisja przywrócenia 5% stawki VAT na żywność okazała się słabsza od naszych oczekiwań, do czego w znacznym stopniu przyczyniła się konkurencja cenowa pomiędzy głównymi sieciami handlowymi. Z tego powodu istotnie obniżył się punkt startowy naszej prognozy. Z drugiej strony

kwietniowe przymrozki oraz występujące w maju gradobicia istotnie pogorszyły perspektywy tegorocznych zbiorów owoców i warzyw, co będzie oddziaływać w kierunku wzrostu ich cen. Zakładane przez nas przyspieszenie wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych w 2025 r. względem 2024 r. wynikać będzie z oczekiwanego przez nas wzrostu cen na rynku zbóż (ze względu na obniżenie ich światowych zapasów), trzody chlewnej, drobiu i mleka (z uwagi na ich niższą produkcję wraz ze spadkiem jej opłacalności, który wynikać będzie z obniżenia cen skupu w 2024 r. i wzrostu cen pasz na przełomie 2024/2025). Jednocześnie oczekujemy, że inflacja bazowa pozostanie relatywnie stabilna w II poł. br. i obniży się wyraźnie dopiero z początkiem przyszłego roku (efekty wysokiej bazy). Uwzględniając powyższe tendencje oczekujemy wyraźnego wzrostu inflacji ogółem z 2,5% r/r w czerwcu do 4,0% w lipcu. Następnie, z uwagi na oczekiwane przez przyspieszenie wzrostu cen żywności zakładamy lekki wzrost inflacji CPI do lokalnego maksimum w I kw. 2025 r. (5,1% r/r). W kolejnych kwartałach będzie się ona obniżała, czemu będzie sprzyjała niższa inflacja bazowa oraz wygaśnięcie efektu odmrożenia cen nośników energii. Podsumowując, prognozujemy, że średnioroczna inflacja wyniesie 3,6% r/r w br. (3,3% przed rewizją) i 4,2% w 2025 r. (poprzednio 3,6%).

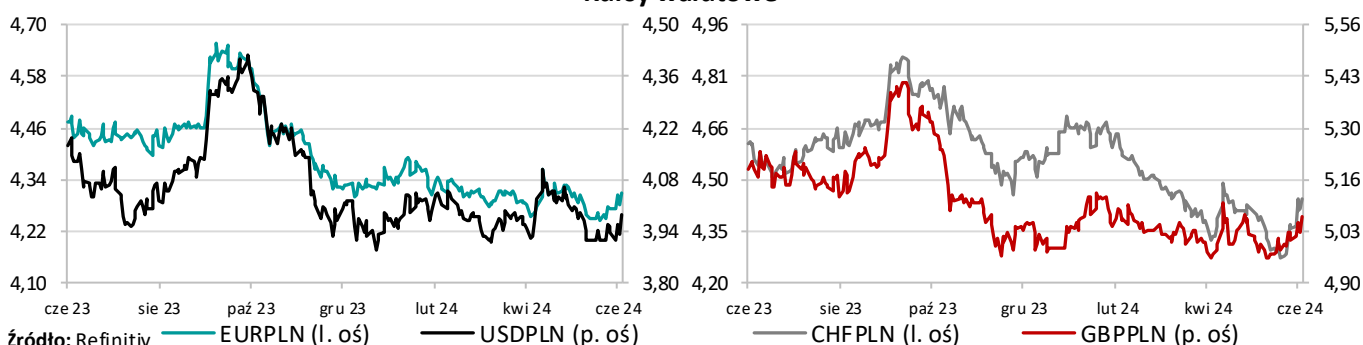


Podtrzymujemy nasz scenariusz polityki pieniężnej na lata 2024-2025 oraz nasze prognozy kursów walutowych. Oczekujemy rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP dopiero w II poł. 2025 r. Dobra sytuacja gospodarcza oraz stabilizacja stóp procentowych będą stanowiły wsparcie dla stopniowej aprecjacji złotego. Oczekujemy, że

kurs EURPLN wyniesie 4,24 na koniec 2024 r. i 4,20 na koniec 2025 r.

## Posiedzenie FOMC kluczowe dla złotego

### Kursy walutowe

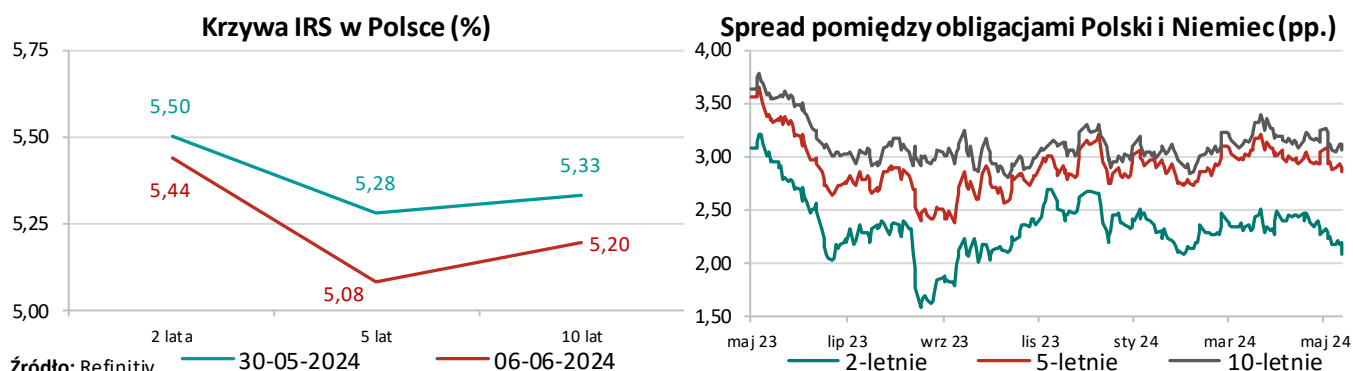


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2794 (osłabienie złotego o 0,1%).** W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w trendzie wzrostowym, co w naszej ocenie było korektą po jego umocnienia obserwowanym w ostatnich tygodniach. Osłabienie złotego zostało odnotowane mimo wzrostu kursu EURUSD. Decyzja EBC o obniżce stóp procentowych, jak również piątkowe dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA nie miały istotnego wpływu na rynek walutowy.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie przewidziane na środę posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.



## Jastrzębi wydzźwięk projekcji EBC podbił stawki IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,44 (spadek o 6pb), 5-letnie do 5,08 (spadek o 20pb), a 10-letnie do 5,20 (spadek o 13pb). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkiem stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, co było kontynuacją tendencji obserwowanych 2 tygodnie temu (por. MAKROmapa z 03.06.2024). W środę doszło do wzrostu stawek IRS w reakcji na dość jastrzębi wydzźwięk czerwcowej projekcji EBC, niemniej nie powróciły one do poziomów z poniedziałkowego otwarcia.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenia FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności 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	<b>4,28</b>
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	<b>4,00</b>
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	<b>4,37</b>
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	<b>2,5</b>	
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	<b>3,8</b>	
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	<b>1,9</b>	
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	<b>-7,2</b>	
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	<b>7,2</b>	
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	<b>11,6</b>	
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	<b>-0,4</b>	
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	<b>4,9</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	-257	4087	55	587	1184	2151	1352	199	1742	511	325	<b>1545</b>		
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	<b>9,0</b>		
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	<b>3,7</b>		

\* 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	4,28	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,97	4,00	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 10.06.2024 r.</b>					
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Czerwiec	-3,6	-2,0
<b>Środa 12.06.2024 r.</b>					
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	-2,5	-1,8
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m )	Maj	0,3	0,1 0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Maj	0,3	0,2 0,3
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Czerwiec	5,50	5,50 5,50
<b>Czwartek 13.06.2024 r.</b>					
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	0,6	0,1
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>325</b>	<b>1545 334</b>
<b>Piątek 14.06.2024r.</b>					
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (%r/r)</b>	<b>Maj</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5 2,5</b>
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	69,1	76,5 72,5

\* 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