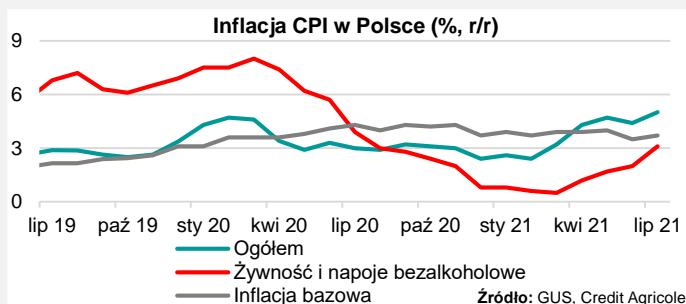

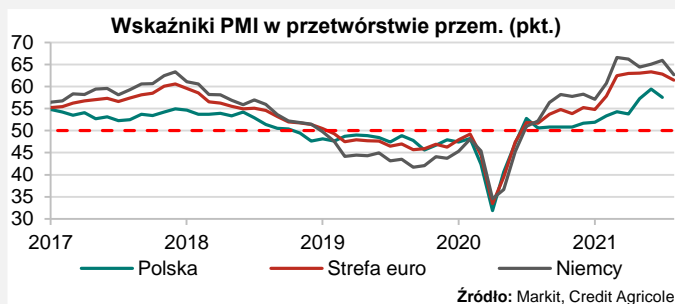


## W tym tygodniu


- ▄ **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja finalnego szacunku polskiego PKB w II kw. br. wraz z jego strukturą.** Uważamy, że dynamika PKB ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniesie 10,9% r/r wobec -0,9% w I kw. W kierunku zwiększenia dynamiki PKB oddziaływały efekty niskiej bazy związane z wybuchem pandemii COVID-19. Uważamy, że głównym źródłem zwiększenia dynamiki PKB w II kw. w porównaniu do I kw. był wyższy wkład konsumpcji, co poza efektami niskiej bazy sprzed roku wynikało również z odmrożenia gospodarki w II kw. i realizacji odłożonego popytu. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższego tempa wzrostu PKB była w naszej ocenie również wyższa dynamika inwestycji, na co wskazują dane świadczące o silnym ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw (patrz poniżej). Naszym zdaniem publikacja danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.
- ▄ **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 750 tys. osób w sierpniu wobec wzrostu o 943 tys. w lipcu, przy jednoczesnym zmniejszeniu stopy bezrobocia do 5,2% w sierpniu wobec 5,4% w lipcu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 638 tys. w sierpniu wobec 330 tys. w lipcu). W środę opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który naszym zadaniem zmniejszył się do 59,0 pkt. w sierpniu wobec 59,5 pkt. w lipcu, co będzie spójne z wskazaniami regionalnych badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks Conference Board zmniejszył się w sierpniu do 125,0 pkt. wobec 129,1 pkt. w lipcu ze względu na obawy gospodarstw domowych o kolejną falę pandemii COVID-19. Publikacje danych z USA powinny być neutralne dla rynków finansowych.
- ▄ **We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w sierpniu do 2,8% r/r wobec 2,2% w lipcu, co w znacznym stopniu wynikało ze wzrostu inflacji bazowej (efekt niskiej bazy sprzed roku). Dzisiaj dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 3,4% r/r w sierpniu z 3,1% w lipcu za co odpowiadały wyższa inflacja bazowa i szybszy wzrost cen nośników energii. Publikacja danych o inflacji będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- ▄ **W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Oczekujemy, że indeks CFLP PMI zmniejszył się w sierpniu do 50,0 pkt. wobec 50,4 pkt. w lipcu, a wskaźnik Caixin PMI spadł do 50,0 pkt. w sierpniu wobec 50,3 pkt. w lipcu. Główną przyczyną lekkiego obniżenia się wskaźników jest rosnąca liczba przypadków zachorowań na COVID-19 w niektórych państwach azjatyckich, mająca negatywny wpływ na aktywność w chińskim przetwórstwie przemysłowym. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.
- ▄ **We wtorek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się w sierpniu do 5,1% r/r wobec 5,0% w lipcu.** W kierunku szybszego wzrostu cen w sierpniu oddziaływały wyższe dynamiki cen żywności, nośników energii (podwyżka cen gazu) oraz inflacji bazowej. Nasza prognoza kształtuje się zgodnie z konsensusem, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskiego długu.

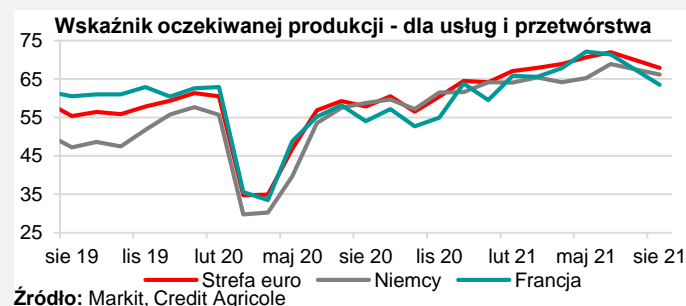




**W środę opublikowane zostaną sierpniowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI spadł do 55,9 pkt. z 57,6 pkt. w lipcu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi pogorszenie koniunktury odnotowane w badaniach GUS, jak również spadki indeksów PMI w gospodarkach strefy euro (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (57,0 pkt.), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.



## W zeszłym tygodniu

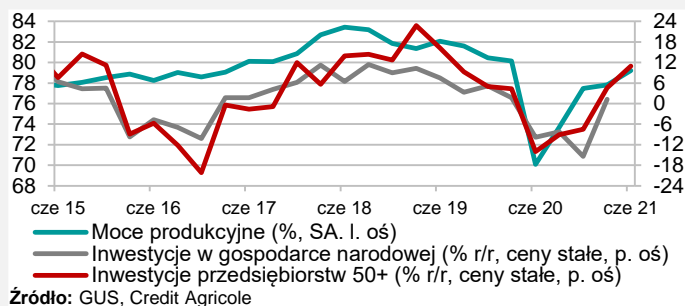

**Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w sierpniu do 59,5 pkt. wobec 60,2 pkt. w lipcu.** Spadek zagregowanego indeksu PMI wynikał z obniżenia składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak i dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Obniżenie zagregowanych indeksów PMI zostało odnotowane we Francji i w Niemczech, podczas gdy w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem obserwowano poprawę koniunktury. Pomimo wciąż optymistycznej oceny bieżącej sytuacji przez przedsiębiorstwa, ich oczekiwania dotyczące przyszłości są już bardziej pesymistyczne. Wskaźnik oczekiwanej produkcji za 12 miesięcy (zagregowany dla przetwórstwa i usług) w strefie euro obniżył się już drugi miesiąc z rzędu i osiągnął w sierpniu najniższy poziom od lutego 2021 r. Zgodnie z komunikatem pesymizm ankietowanych firm wynikał z obaw o wpływ wariantu Delta koronawirusa na perspektywy gospodarcze w najbliższych miesiącach. Jednocześnie przedsiębiorstwa przetwórstwa przemysłowego zwracały uwagę na nasilenie problemów podażowych, tzw. wąskich gardła w procesie produkcji. Czas dostaw znacząco wydłużył się w sierpniu, a zaległości produkcyjne wyraźnie wzrosły. Bariery podażowe stanowiły wsparcie dla presji inflacyjnej obserwowanej zarówno w przypadku cen półproduktów i materiałów, jak również cen wyrobów gotowych. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi. Zmniejszył się on w sierpniu do 99,4 pkt. wobec 100,7 pkt. w lipcu. W ujęciu sektorowym lekkie pogorszenie koniunktury odnotowano we wszystkich działach objętych badaniem: przetwórstwie, usługach, handlu i budownictwie. Pomimo lekkiego spadku w sierpniu, zagregowany indeks PMI ukształtował się w okresie lipiec-sierpień znacząco powyżej swojej przeciętnej wartości odnotowanej w II kw. br. (59,8 pkt. wobec 56,8 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej prognozy zakładającej wyraźne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty z 2,0% kw/kw w II kw. do 3,1% w III kw. br.




**Zrewidowaliśmy naszą prognozę inflacji uwzględniając lipcową niespodziankę inflacyjną (por. MAKROpuls z 13.08.2021).** Obecnie oczekujemy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych zmniejszy się z 4,8% r/r w 2020 r. do 2,6% w 2021 r. (2,3% przed rewizją), a w 2022 r. wyniesie 2,5% (2,5%). Główną przyczyną rewizji są słabsze w porównaniu do naszych

pierwotnych oczekiwań warunki agrometeorologiczne w Polsce i na świecie, co skłoniło nas do podniesienia ścieżek cen w kategoriach „pieczywo i produkty zbożowe”, „owoce” i „warzywa”. Uważamy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych osiągnie swoje maksimum lokalne w grudniu br. i wyraźnie przekroczy 4% r/r. Uważamy, że od początku 2022 r. dynamika cen żywności będzie kształtowała się w łagodnym trendzie spadkowym. Ponadto, od sierpnia br. podwyższone zostały ceny gazu, co podniesie ścieżkę inflacji ogółem o ok. 0,2 pkt. proc. przez najbliższe 12 miesięcy. Z uwagi na realizację odłożonego popytu w zamrożonych w poprzednich miesiącach sektorach gospodarki, który w warunkach ograniczeń podaży ma proinflacyjny charakter, podnieśliśmy również nieznacznie ścieżkę inflacji bazowej. Wzrostowi cen będzie sprzyjała również oczekiwana przez nas poprawa sytuacji gospodarczej i niskie bezrobocie oddziałujące w kierunku narastania presji płacowej. Podsumowując, oczekujemy, że inflacja ogółem wyniesie średniorocznie 4,4% r/r w 2021 r. i obniży się do 3,3% w 2022 r. Na początku 2022 r. inflacja będzie wciąż na podwyższonym poziomie (4,7% w okresie styczeń-luty), jednak począwszy od marca zacznie się szybko obniżać i w II poł. roku osiągnie średnio poziom 2,7%. Przedstawiona powyżej prognoza inflacji stanowi silne wsparcie dla naszego scenariusza w polityce pieniężnej zakładającego pierwszą podwyżkę stóp dopiero w I kw. 2023 r.

**Zgodnie z danymi opublikowanymi przez GUS tydzień temu realna dynamika inwestycji przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zwiększyła się w II kw. do 11,0% r/r z 4,6% w IV kw. ub. r. Należy jednak pamiętać, że przyspieszenie wzrostu wynikało w dużej mierze z oddziaływania efektów niskiej bazy sprzed roku.**



Wzrost nakładów był skoncentrowany w ramach środków transportu (59,8% r/r w II kw. wobec 32,5% w I kw.) oraz maszyn, urządzeń technicznych i narzędzi (11,1% r/r wobec 9,5%), podczas gdy inwestycje w budynki i budowle rosły wolniej (o 4,0% wobec spadku o 5,6% w I kw.). Taka struktura może sygnalizować, że firmy wciąż inwestowały głównie w modernizację istniejących środków trwałych, a w mniejszym stopniu ich nakłady były ukierunkowane na zwiększenie mocy wytwórczych. Analizując strukturę branżową inwestycji firm, należy zwrócić uwagę, że ożywienie inwestycyjne nadal skupiało się w sektorze usług. Nakłady w firmach usługowych zwiększyły się o 30,5% r/r w II kw. wobec wzrostu o 30,1% w I kw., co oddziaływało w kierunku wzrostu inwestycji firm 50+ ogółem o 11,7%. Innymi branżami, które przyczyniły się do zwiększenia nakładów firm 50+ ogółem, jednak w dużo mniejszym stopniu, były przetwórstwo przemysłowe (o 1,1%) i energetyka (0,7%). W tym kontekście pojawia się pytanie czy wzrost inwestycji będzie kontynuowany w III kw. Według danych GUS, odsezonowane wykorzystanie mocy wytwórczych w przetwórstwie wyniosło w III kw. 80,1% i było tylko nieznacznie niższe niż przeciętnie w 2019 r. (81,4%), czyli przed wybuchem pandemii COVID-19. W przeszłości bariera w postaci wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych była głównym czynnikiem skłaniającym firmy do zwiększenia nakładów inwestycyjnych. Tym samym, wykorzystanie mocy produkcyjnych, które zwiększało się nieprzerwanie od II kw. 2020 r. może być sygnałem trwałości ożywienia inwestycyjnego. Dynamika inwestycji przedsiębiorstw może się jednak nieznacznie obniżyć w II poł. br. z uwagi na wygasające efekty niskiej bazy sprzed roku. Potwierdzają to dane o produkcji dóbr inwestycyjnych, które dobrze korelują z tempem wzrostu nakładów na środki trwałe firm 50+. W lipcu br. dynamika produkcja dóbr kapitałowych obniżyła się do 10,9% z 137,6% w II kw. Nasz zrewidowany scenariusz makroekonomiczny na lata 2021-2022 uwzględniający dane o inwestycjach firm i jutrzejszą publikację struktury PKB za II kw. br. przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

**W ubiegłym tygodniu odbyło się doroczne sympozjum banków centralnych w Jackson Hole.** Szef Rezerwy Federalnej J. Powell przedstawił na nim informacje dotyczące perspektyw polityki

pieniężnej w USA. Prezes FED podkreślił, że mimo obserwowanego w ostatnim czasie silnego zwiększenia inflacji, podtrzymuje on swoją ocenę, zgodnie z którą wzrost ten ma charakter przejściowy. Zaznaczył on również, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy poprawia się, niemniej nadal znajduje się on daleko od równowagi. Dlatego J. Powell zwrócił uwagę, że FED może pozostać cierpliwy jeśli chodzi o rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej. Prezes FED powiedział, że proces ograniczania skali programu skupu aktywów (*tapering*) zostanie rozpoczęty w tym roku, jeśli aktywność gospodarcza będzie kształtowała się zgodnie z oczekiwaniami członków FED. Zwrócił on również uwagę, że rozprzestrzenianie się wariantu Delta koronawirusa stanowi czynnik ryzyka dla sytuacji gospodarczej. Wypowiedzi prezesa stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym FED ogłosi we wrześniu więcej szczegółów nt. perspektyw *taperingu*, a w listopadzie oficjalnie podejmie decyzje o jego rozpoczęciu. Oczekujemy, że program luzowania ilościowego zostanie wygaszony w III kw. 2022 r., a pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi na początku 2023 r. Taki scenariusz jest spójny z wypowiedzią J. Powella, który zaznaczył, że zakończenie skupu aktywów nie oznacza automatycznie rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych. Wystąpienie prezesa FED zostało interpretowane jako gołębnie, a tym samym przyczyniło się do wzrostu kursu EURUSD i spadku kursu EURPLN.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w II kw. zostało zrewidowane w górę do 6,6% wobec 6,5% w pierwszym szacunku. Złożyły się na to wyższe wkłady konsumpcji prywatnej (7,80 pp. w drugim szacunku wobec 7,78 pp. w pierwszym szacunku) i eksportu netto (-0,24pp. wobec -0,44 pp.) oraz niższe wkłady zapasów (-1,30 pp. wobec -1,13 pp.) i inwestycji (0,63 pp. wobec 0,57 pp.). Tym samym dane potwierdziły, że głównym źródłem wzrostu PKB w II kw. była konsumpcja. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. inflacji bazowej PCE, która nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 3,6% r/r, co jest jej najwyższym poziomem od początku lat 90. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się w lipcu o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,8% w czerwcu. Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w lipcu do 0,7% wobec 0,6% w czerwcu. Tym sam wielkość zamówień na dobra trwałe w USA była w lipcu już o 11,4% wyższa niż w lutym 2020 r., czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na zamówienia. Z kolei wielkość zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty była w lipcu już o 18,0% wyższa niż w lutym 2020 r., co wskazuje na perspektywę ożywienia inwestycji w USA w kolejnych miesiącach. Na pogorszenie koniunktury konsumenckiej wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w sierpniu do 70,3 pkt. wobec 81,2 pkt. w lipcu i 70,2 pkt. we wstępnym szacunku. Spadek indeksu wynikał z niższych składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań, co było powiązane z obawami o kolejną falę COVID-19 i wysoką inflacją. Powyższe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą zannualizowane tempo wzrostu gospodarczego w USA wyniesie 6,0% w III kw.

Zgodnie z oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch zwrócił uwagę m in. na odporność polskiej gospodarki na wstrząs pandemiczny oraz oczekiwaną przez agencję poprawę sytuacji w finansach publicznych w 2021 r. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu Polski pozostają relatywnie niskie – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz poziomy wskaźników opracowanych przez Bank Światowy dotyczących praworządności. Wskaźniki dotyczące praworządności zostały po raz pierwszy *explicite* wymienione bezpośrednio w uzasadnieniu poziomu ratingu. We wcześniejszych ocenach wiarygodności kredytowej, ich niski poziom był tylko wspominany ogólnie w raporcie. Fitch podtrzymał również ocenę dotyczącą czynników, których materializacja mogłaby się przyczynić do decyzji negatywnej dla ratingu

Polski w przyszłości. Pierwszym z nich jest trwały wzrost długu publicznego. Drugim – pogorszenie klimatu biznesowego lub naruszenie praworządności, które miałyby negatywny wpływ na sytuację gospodarczą. Z kolei poprawa oceny wiarygodności kredytowej Polski mogłaby nastąpić w przypadku silniejszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego, przyspieszającego konwergencję do Polski zamożniejszych krajów lub poprawy statystyk dotyczących zadłużenia zagranicznego lub trwały spadek długu publicznego w relacji do PKB. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

## Jaki będzie wpływ spowolnienia w niemieckiej motoryzacji na polskie przetwórstwo?

### Początkowa faza pandemii doprowadziła do załamania produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej.

W kwietniu 2020 r. produkcja w kategorii „samochody, przyczepy i naczepy” po oczyszczeniu z wpływu wahań sezonowych była aż o 84,0% niższa niż w lutym 2020 r., czyli bezpośrednio przed wybuchem pandemii. Tak głęboki spadek produkcji wynikał z silnego uzależnienia niemieckiej branży motoryzacyjnej od globalnych łańcuchów dostaw. Choć kolejne miesiące przyniosły stopniowe ożywienie produkcji, która w grudniu 2020 r. zbliżyła się już do poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii, to od początku br. mamy do czynienia z jej ponownym spadkiem. W konsekwencji, po wyeliminowaniu wpływu wahań sezonowych, poziom produkcji w kategorii „samochody, przyczepy i naczepy” w czerwcu br. był już o 31,3% niższy niż w grudniu ub. r. Obserwowany w ostatnich miesiącach wyraźny spadek produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej jest w znacznym stopniu związany z narastającymi barierami podażowymi w światowym przetwórstwie, w szczególności z niedoborem półprzewodników wykorzystywanych w produkcji samochodów. Zgodnie z danymi Destatis, wartość zaległości produkcyjnych w niemieckiej branży motoryzacyjnej wynikających z barier podażowych jest obecnie równa jej 5-miesięcznej produkcji. Może to sugerować perspektywę silnego ożywienia produkcji wraz z oczekiwanym przez nas w najbliższych kwartałach stopniowym ustąpieniem barier podażowych.

**Produkcja samochodów, przyczep i naczep (2015=100, SA)**



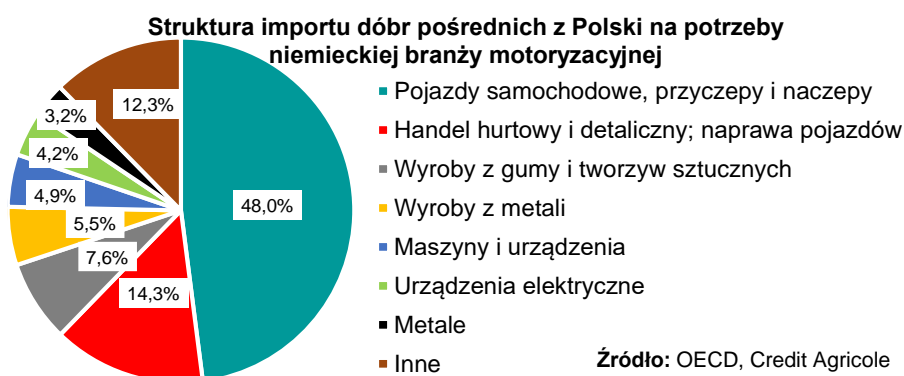
Źródło: Datastream, Credit Agricole

Choć w ostatnich miesiącach uwaga rynku skupia się na krótkookresowych wahaniami produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej, warto zwrócić uwagę, że produkcja w tej kategorii już od 2017 r. pozostaje w wyraźnym trendzie spadkowym. Jest to efektem szeregu czynników. Po pierwsze, niemiecka branża motoryzacyjna bardzo silnie odczuła

wojnę handlową na linii USA-Chiny. Oba te rynki są ważnymi ogniwami łańcucha dostaw niemieckich koncernów motoryzacyjnych, co istotnie zwiększyło ich koszty produkcji osłabiając konkurencyjność cenową. Przykładowo, podwyższone cła na import stali i aluminium z Chin wprowadzone przez D. Trumpa znacząco podniosły koszty produkcji samochodów w USA, a w tym kraju zlokalizowane są m.in. niemieckie fabryki odpowiadające za większość globalnej produkcji SUV-ów marki BMW. Po drugie, niepewność związana z Brexitem i obawy o dalszy kształt przyszłych relacji unijno-brytyjskich wymusiły w ostatnich latach częściową reorganizację w łańcuchach dostaw niemieckich koncernów. Ze względu na duże znaczenie Wielkiej Brytanii jako dostawcy, takie działanie generowało duże koszty dla branży, osłabiając jej konkurencyjność cenową. Po trzecie, niemieccy producenci samochodów przez długi czas opierali się rewolucji technologicznej związanej z ograniczeniem emisji spalin i produkcją samochodów hybrydowych oraz elektrycznych stawiając cały czas przede wszystkim na produkcję samochodów z silnikami

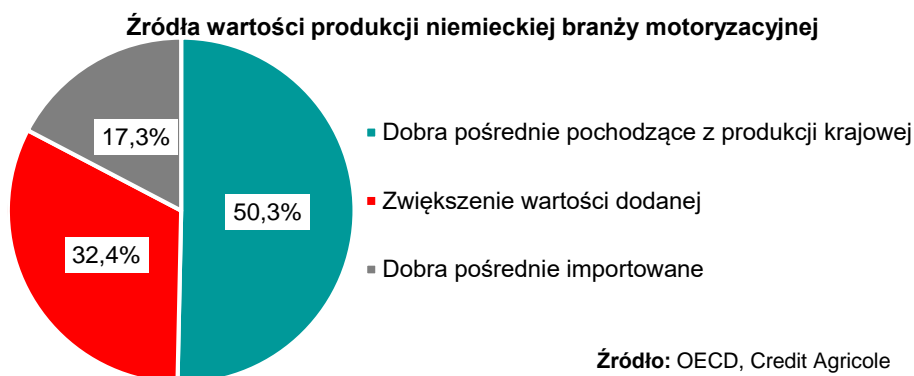
spalinowymi, w której przez lata mieli bardzo duże przewagi konkurencyjne. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że w II kw. 2021 r. ponad jedna trzecia nowych pojazdów osobowych rejestrowanych w UE posiadała napęd alternatywny, podczas gdy w 2016 r. było to tylko 4,2%. Konsekwencją decyzji niemieckich koncernów, poza stratami wizerunkowymi związanymi m.in. z aferą „Dieselgate”, jest konieczność nadrobienia strat względem konkurencji z USA czy Japonii. Po czwarte, rosnąca walka konkurencyjna i szukanie oszczędności sprzyjają przenoszeniu produkcji samochodów i części na inne rynki, przy jednoczesnym ograniczaniu jej w Niemczech.

Uwzględniając powyższe czynniki można oczekiwać, że choć krótkookresowe perspektywy produkcji w Niemczech pozostają dobre, co wynika z zapasu niezrealizowanych zamówień, to istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że przynajmniej w najbliższych latach produkcja w niemieckiej branży motoryzacyjnej pozostanie w trendzie spadkowym. Odwrócenie tego trendu zależać będzie od tego, czy niemieckim koncernom uda się nadrobić straty w wyścigu technologicznym oraz sprawnie zreorganizować swoje łańcuchy dostaw.



W tym kontekście pojawia się pytanie w jakim stopniu spadek produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej przyczyni się do spowolnienia wzrostu w polskim przetwórstwie, które jest dla niej ważnym dostawcą półproduktów i komponentów (tzw. dóbr pośrednich). Zgodnie z danymi OECD, w latach 2015-2019 przeciętnie 10,3% wszystkich

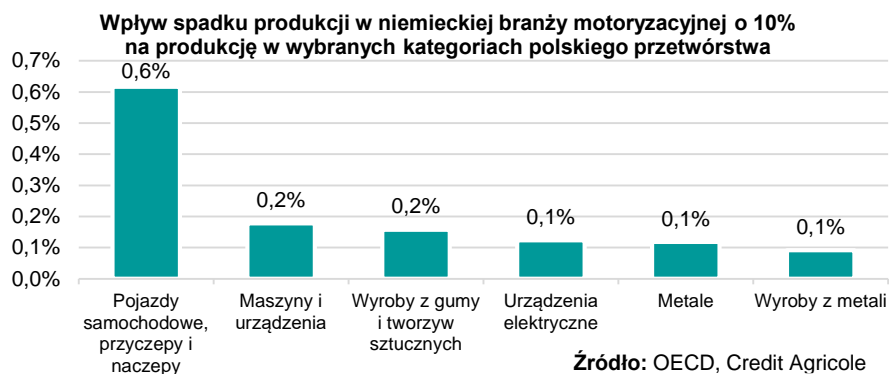
importowanych dóbr pośrednich wykorzystywanych w niemieckiej produkcji „pojazdów samochodowych, przyczep i naczep” pochodziło z Polski, a w 2020 r. odsetek ten wzrósł do 11,4%. Najwięcej dóbr pośrednich eksportowanych było przez polskie firmy z branży motoryzacyjnej (48% całkowitego eksportu) oraz zajmujące się handlem oraz naprawą pojazdów (14,3%). Inni ważni dostawcy to przedsiębiorstwa produkujące wyroby z gumy i tworzyw sztucznych (7,6% całości eksportu dóbr pośrednich na potrzeby niemieckiej branży motoryzacyjnej), wyroby z metali (5,5%), maszyny i urządzenia (4,9%), urządzenia elektryczne (4,2%) oraz metale (3,2%).



Przytoczone powyżej dane mogą jednak błędnie sugerować, że dobra pośrednie eksportowane z Polski są ważnym komponentem w niemieckim procesie produkcyjnym. Należy zwrócić uwagę, że na końcową wartość produkcji wytworzonej przez niemiecką branżę motoryzacyjną w połowie składają się dobra pośrednie wytworzone w Niemczech, w około

jednej trzeciej pochodzi ona ze zwiększenia wartości dodanej (wzrost wartości dóbr w wyniku procesu produkcji), a tylko 17% powstałej produkcji to wartość importowanych dóbr pośrednich z innych krajów. W rezultacie, z całkowitej wartości produkcji niemieckiej branży motoryzacyjnej tylko 1,1% stanowią dobra pośrednie importowane z Polski. Dokładna wartość komponentów i półproduktów, które finalnie znajdują się w niemieckich pojazdach jest nieznacznie większa. W powyższym zestawieniu uwzględniamy bowiem tylko dobra pośrednie z Polski, które są dostarczane bezpośrednio na potrzeby niemieckiej branży

motoryzacyjnej. Nie są w nim natomiast uwzględnione dobra, które są wykorzystywane przez inne kategorie niemieckiego przetwórstwa, a ostatecznie trafiające do branży motoryzacyjnej, np. eksport przewodów miedzianych z Polski, które następnie przetwarzane są przez niemieckich producentów urządzeń elektrycznych, które stanowią komponent wytwarzanych pojazdów. Na podstawie dostępnych danych nie możemy precyzyjnie oszacować tego dodatkowego zużycia polskich półproduktów po branżach, jednak możemy obliczyć, że łącznie stanowi ono tylko 0,3% całkowitej produkcji polskiego przetwórstwa, a tym samym wyłączenie tego elementu nie zaburza wyników dalszej analizy.



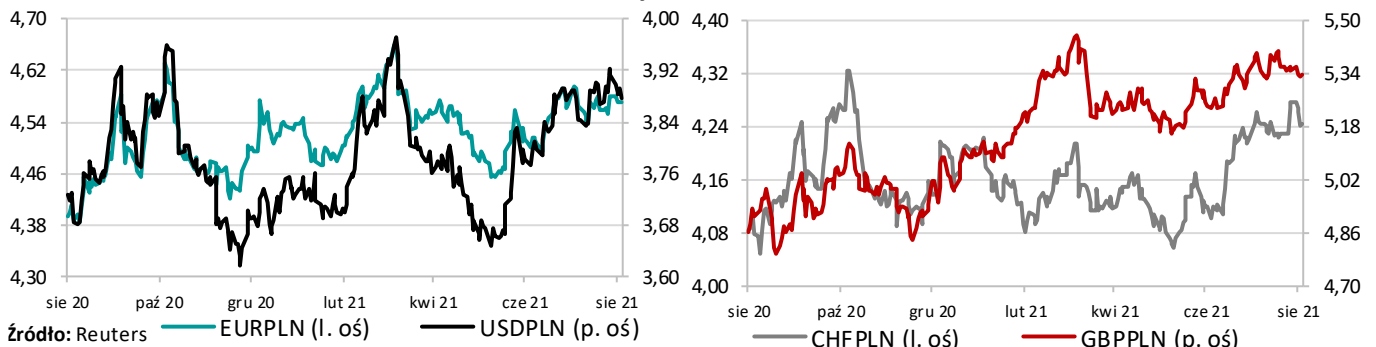
W uproszczeniu można powiedzieć, że spadek niemieckiej produkcji w kategorii „pojazdy samochodowe, a także przyczepy i naczepy” o 10% oddziałuje w kierunku obniżenia produkcji w polskim przetwórstwie o ok. 0,1%. Wpływ ten jest jednak zróżnicowany po branżach. Odnosząc wartość eksportowanych dóbr pośrednich do wielkości produkcji poszczególnych branż polskiego

przetwórstwa szacujemy, że spadek produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej o 10% oddziałuje w kierunku obniżenia produkcji w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” w polskim przetwórstwie o 0,6%, w kategorii „maszyny i urządzenia” i „wyroby z gumy i tworzyw sztucznych” o 0,2%, w produkcji „urządzeń elektrycznych”, „metali” i „wyrobów z metali” o 0,1%. W pozostałych branżach polskiego przetwórstwa, wspomniany szok w niemieckiej motoryzacji przyczyniłby się do spadku produkcji o mniej niż 0,1%.

Przedstawione powyżej obliczenia wskazują, że spadek produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej ma ograniczony wpływ na aktywność w polskim przetwórstwie, a jego negatywne konsekwencje są skoncentrowane w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy”. Tym samym nie stanowi on istotnego ryzyka dla trwałości ożywienia gospodarczego w Polsce i wzrostu eksportu w najbliższych kwartałach. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że średniookresowe dostosowania w niemieckiej produkcji samochodów (reorientacja łańcuchów dostaw, nadrobienie zaległości technologicznych), które będą realizowały się w najbliższych latach stanowią szansę dla polskich dostawców. Polska mogłaby stać się producentem bardziej zaawansowanych podzespołów do samochodów elektrycznych, których produkcja będzie zyskiwała na znaczeniu względem tradycyjnych aut spalinowych. Taka transformacja niemieckiej motoryzacji stanowiłaby impuls dla szybkiego rozwoju wybranych branż polskiego przetwórstwa.

**Symposium w Jackson Hole pozytywne dla złotego**

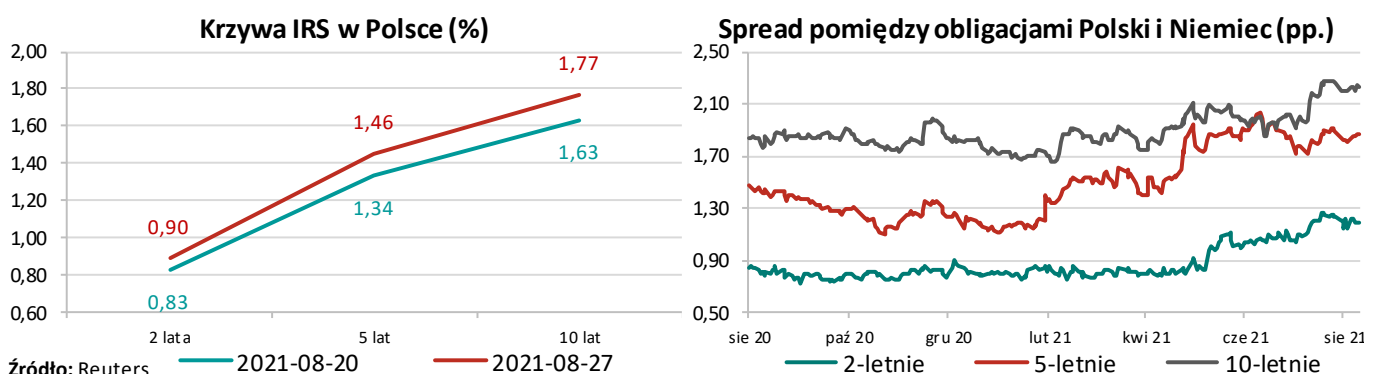
**Kursy walutowe**



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5710 (umocnienie złotego o 0,2%). Na otwarciu w poniedziałek złoty przejściowo osłabił się. W kolejnych dniach kurs EURPLN był relatywnie stabilny i kształtował się w przedziale 4,56-4,59. Stabilizacji kursu polskiej waluty sprzyjał ubogi kalendarz makroekonomiczny w oczekiwaniu na piątkowe wystąpienie J. Powella na symposium w Jackson Hole (patrz powyżej). Brak jastrzębich sygnałów ze strony prezesa FED oddziaływał w kierunku lekkiej aprecjacji złotego w piątek. Kurs EURUSD kształtował się przez cały tydzień w łagodnym trendzie wzrostowym, czemu sprzyjało obniżenie światowej awersji do ryzyka odzwierciedlane spadkiem indeksem VIX. Piątkowe wystąpienie J. Powella przyczyniło się do dalszego umocnienia euro względem dolara.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą informacje nt. rosnącej liczby zachorowań na COVID-19. W kierunku lekkiego osłabienia złotego będzie oddziaływać publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. Dane z USA, publikacja inflacji i PKB w Polsce, inflacji Niemczech i strefie euro nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Odczyty indeksów PMI w Chinach również będą neutralne dla kursu polskiej waluty.

**Dane o inflacji w centrum uwagi rynku**



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,90 (wzrost o 6pb), 5-letnie do 1,46 (wzrost o 12pb), a 10-letnie do 1,77 (wzrost o 14pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Wynikało to z wyprzedzaży aktywów przed symposium w Jackson Hole, jak również optymistycznych wypowiedzi przedstawicieli EBC w kontekście perspektyw gospodarczych w strefie euro. W kierunku wzrostu stawek IRS w Polsce oddziaływały nasilające się oczekiwania rynkowe na zacieśnianie polityki pieniężnej odzwierciedlane przez wzrost stawek FRA. Piątkowe wystąpienie prezesa FED w Jackson Hole nie spotkało się z wyraźną reakcją rynkową. Publikacja aktualizacji ratingu Polski przez agencję Fitch miała miejsce po zamknięciu rynku i nie wpłynęła na krzywą.



W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą publikacje inflacji w Polsce, strefie euro i Niemczech. W przypadku materializacji naszych prognoz powinny być one jednak neutralne dla krzywej IRS. Publikacja danych o koniunkturze w polskim przetwórstwie będzie naszym zdaniem oddziaływać w kierunku lekkiego spadku stawek IRS. Uważamy, że pozostałe dane makroekonomiczne w tym tygodniu będą neutralne dla krzywej.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20	sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	4,52	4,52	4,63	4,56	4,48	4,52	4,56	<b>4,58</b>
Kurs USDPLN*	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	3,72	3,74	3,95	3,79	3,66	3,81	3,84	<b>3,84</b>
Kurs CHFPLN*	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	4,18	4,11	4,18	4,15	4,07	4,12	4,24	<b>4,21</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,6	18,1	9,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-2,7	17,1	25,7	19,1	13,0	9,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	6,3	6,1	5,9	5,8	
Saldo ROB (mln EUR)	650	1273	1330	1917	1504	889	2006	834	116	1631	129	281		
Eksport (r/r, % EUR)	2,2	2,4	6,6	3,6	10,0	14,7	0,8	6,3	28,9	69,2	41,7	23,9		
Import (r/r, % EUR)	-3,6	-4,0	2,1	-4,1	4,1	12,4	-4,5	5,8	24,3	59,7	53,7	36,3		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2020				2021				2020	2021	2022	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	10,9	4,9	5,5	-2,7	5,3	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	0,2	12,3	3,8	3,5	-3,0	4,7	4,5	
Inwestycje (% r/r)	1,7	-9,8	-8,2	-15,4	1,0	12,3	6,1	11,8	-9,6	7,6	8,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,7	-13,7	2,3	7,6	5,7	14,9	8,5	9,3	-0,2	9,4	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	0,8	-16,6	-0,3	8,2	10,0	9,6	6,7	8,0	-1,9	8,5	8,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,7	-6,2	0,2	-1,7	0,1	6,8	2,2	1,7	-1,7	2,6	2,5
	Inwestycje (pp.)	0,2	-1,6	-1,4	-3,9	0,2	2,0	1,0	2,5	-1,8	1,3	1,4
	Eksport netto (pp.)	1,1	0,8	1,4	0,1	-1,9	3,5	1,5	1,3	0,8	1,1	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,1	2,2	2,9	3,5	3,1	2,3	3,2	3,1	3,5	3,1	2,5	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	5,9	5,7	5,6	6,2	5,6	5,1	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,7	-1,8	-0,7	0,0	0,1	3,1	0,9	0,7	-0,5	1,2	0,4	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,7	3,8	4,8	5,0	6,6	9,6	6,5	6,3	5,3	7,2	6,2	
Inflacja CPI (%)*	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	5,1	5,2	3,4	4,4	3,3	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,44	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	
EURPLN**	4,55	4,44	4,53	4,55	4,63	4,52	4,60	4,55	4,55	4,55	4,30	
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,73	3,95	3,81	3,83	3,79	3,73	3,79	3,47	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRIEDZNA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 30.08.2021 r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Sierpień	1,90		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	3,1	3,4	3,4
<b>Wtorek 31.08.2021 r.</b>						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Sierpień	50,4	50,0	50,2
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Finałny PKB (% r/r)</b>	<b>II kw.</b>	<b>-0,9</b>	<b>10,9</b>	<b>10,9</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Sierpień</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	2,2	2,8	2,7
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Czerwiec	1,8		1,8
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Sierpień	73,4		68,0
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Sierpień	129,1	125,0	124,0
<b>Środa 01.09.2021 r.</b>						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	50,3	50,0	50,2
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Sierpień</b>	<b>57,6</b>	<b>55,9</b>	<b>57,0</b>
9:55	Niemcy	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	62,7	62,7	62,7
10:00	Strefa euro	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	61,5	61,5	61,5
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	7,7		7,6
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Sierpień	330		625
15:45	USA	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	61,2		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	59,5	59,0	58,7
<b>Czwartek 02.09.2021 r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	10,2		11,0
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	1,5	0,2	0,4
<b>Piątek 03.09.2021 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Sierpień	59,7	59,7	59,7
10:00	Strefa euro	Finałny indeks Composite PMI	Sierpień	59,5	59,5	59,5
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	1,5		0,1
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	5,4	5,2	5,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Sierpień	943	750	750
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Sierpień	64,1	61,5	61,8

\* 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](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

**Krzysztof JAWORSKI**

Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**

Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto: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](mailto: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.