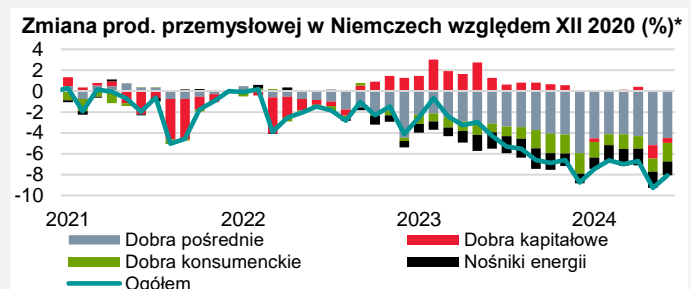
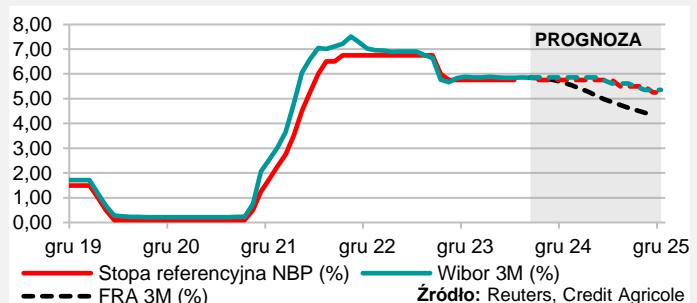


## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75%). Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w lipcu. Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. W trakcie konferencji najprawdopodobniej poruszona zostanie kwestia ostatnich gołych wypowiedzi ze strony prezesa NBP. Dwa tygodnie temu A. Glapiński powiedział, że dyskusja o dostosowaniu polityki pieniężnej może być zasadna wcześniej niż wskazywany przez niego na lipcowej konferencji 2026 r. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Prognozujemy, że zwiększyło się ono o 165 tys. osób w sierpniu wobec wzrostu o 114 tys. w lipcu, przy spadku stopy bezrobocia do 4,2% z 4,3%. Publikacja ta będzie istotna z punktu widzenia najbliższej decyzji FOMC w zakresie wysokości stóp procentowych, która zostanie podjęta 18 września. Naszym scenariuszem bazowym jest obniżka o 25pb, jednak słabe dane rynku pracy mogłyby skłonić Fed złagodzenia polityki pieniężnej o 50pb. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. w sierpniu wobec wzrostu o 122 tys. w lipcu). We wtorek opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Naszym zdaniem, wzrósł on w sierpniu do 47,8 pkt. z 46,8 pkt. w lipcu, pozostając piąty miesiąc z rzędu poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

**W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z gospodarki Niemiec.** W czwartek opublikowane zostaną dane dotyczące zamówień w przemyśle. Zgodnie z konsensem rynkowym, spadły one w lipcu o 1,9% wobec wzrostu o 3,9% w czerwcu. W piątek poznamy dane o handlu zagranicznym Niemiec. Zgodnie z konsensem rynkowym, bilans handlowy wzrósł w lipcu do 21,0 mld euro wobec 20,4 mld euro w czerwcu. Tego samego dnia poznamy również dane o produkcji przemysłowej Niemiec. Zgodnie z konsensem rynkowym, miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w lipcu spadła do -0,2% wobec 1,4% w czerwcu. Tym samym dane potwierdzą utrzymującą się niekorzystną sytuację w niemieckim przemyśle, spójną z pesymistycznymi wynikami badań koniunktury PMI (patrz poniżej). Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.



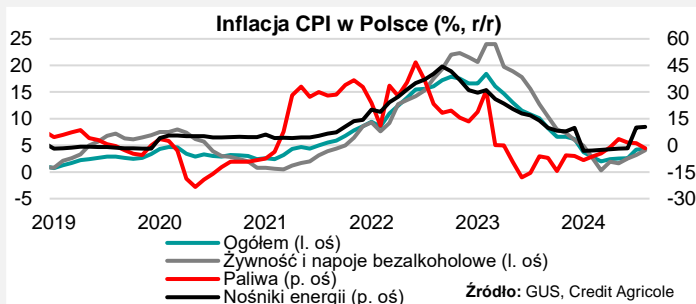
- **Dzisiaj rano poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się do 50,4 pkt. w sierpniu wobec 49,8 pkt. w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku.** W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady wszystkich pięciu jego składowych: dla zatrudnienia, nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów i czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem, któremu towarzyszył spadek składowej dla nowych zamówień eksportowych. Wskazuje to, że głównym źródłem wzrostu zamówień w chińskim przetwórstwie pozostaje ożywienie popytu wewnętrznego, podczas gdy popyt zagraniczny pozostaje słaby. W sobotę opublikowany został z kolei wskaźnik NBS PMI, który obniżył się w sierpniu do 49,1 pkt. wobec 49,4 pkt. w lipcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (49,5 pkt.). Uważamy, że dane z Chin są neutralne dla rynków finansowych. Jednocześnie nie zmieniają one naszej prognozy, zgodnie z którą chiński PKB zwiększy się w III kw. do 4,6% wobec wzrost o 4,7% w II kw., a w całym 2024 r. wzrośnie o 4,7% wobec 5,2% w 2023 r.
- **Dzisiaj rano opublikowany został indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, zwiększył się w sierpniu do 47,8 pkt. wobec 47,3 pkt. w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (47,4 pkt.) i naszej prognozy (47,0 pkt.).** Tym samym ukształtował się on powyżej oczekiwań rynku (47,4 pkt.) i naszej prognozy (47,0 pkt.). Uważamy, że publikacja indeksu PMI dla Polski jest neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji (patrz poniżej).

## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu rząd przyjął projekt budżetu na 2025 r.** Zgodnie z opublikowanym dokumentem dochody budżetu państwa mają wynieść 632,6 mld zł, a wydatki 921,6 mld zł. W konsekwencji deficyt budżetu państwa ma wynieść 289,0 mld zł. Deficyt sektora finansów publicznych (*general government*) wyniesie 5,5% PKB, a dług publiczny sięgnie 59,8% PKB. Stanowi to rozluźnienie polityki fiskalnej względem ścieżki przedstawionej w Wieloletnim Planie Finansowym Państwa (WPFPP) z kwietnia, gdzie założono deficyt sektora finansów publicznych na 2025 r. na poziomie 4,4% PKB oraz dług publiczny na poziomie 57,3% PKB. Uwzględniając, że w czerwcu br. Polska została objęta procedurą nadmiernego deficytu, zaskakujący wzrost deficytu względem ścieżki przedstawionej w WPFPP sygnalizuje silniejsze niż wcześniej zakładano zacieśnianie polityki fiskalnej w kolejnych latach. Budżet oparty jest na założeniach, że wzrost PKB w 2025 r. wyniesie 3,9%, przy czym spożycie prywatne wzrośnie o 4,3%, a inwestycje o 6,4%. Czynniki sprzyjającymi zwiększeniu spożycia prywatnego będą prognozowana dobra sytuacja na rynku pracy (stopę bezrobocia założono na poziomie 4,9%) oraz wzrost realnych wynagrodzeń (inflację założono na poziomie 5,0%, a wzrost wynagrodzeń w gospodarce narodowej na 7,1%). Z kolei w kierunku wzrostu inwestycji oddziaływać będą inwestycje realizowane w ramach KPO. Założenia dotyczące wzrostu PKB są zbliżone do naszej prognozy (3,5%), przy czym w naszym scenariuszu makroekonomicznym zakładamy inną strukturę wzrostu (większy wkład inwestycji, mniejszy wkład spożycia prywatnego). W naszym scenariuszu zakładamy również nieco niższy poziom inflacji (4,4%). Projekt budżetu zakładający większą skalę rozluźnienia polityki fiskalnej może stanowić argument dla RPP za dłuższym utrzymaniem stóp procentowych na obecnym, podwyższonym poziomie. Tym samym przyjęty przez rząd projekt budżetu stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP dokona pierwszej obniżki stóp procentowych dopiero w III kw. 2025 r.
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zwiększyła się do 3,2% r/r w II kw. br. wobec 2,0% r/r w I kw. 2024 r., kształtując się zgodnie z wstępnym odczytem oraz powyżej wcześniejszych oczekiwań rynkowych (2,7%) i naszej prognozy (2,3%).** Kwartałna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w II kw. do 1,5% kw/kw wobec 0,8% w I kw. Na przyspieszenie wzrostu PKB złożyły się wyższe wkłady zapasów, spożycia publicznego i inwestycji, niższy wkład eksportu netto oraz stabilizacja wkładu spożycia prywatnego (por.

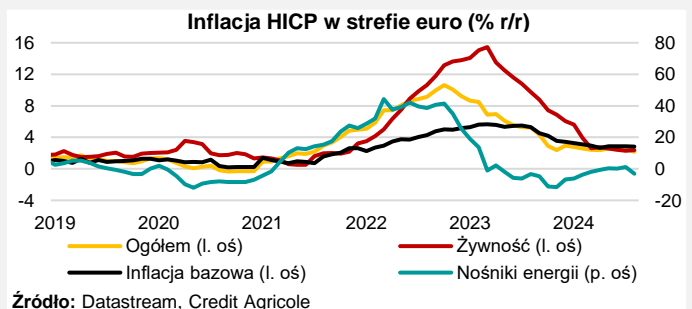
MAKROpuls z 29.08.2024). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w II kw. podobnie jak w I kw. było spożycie prywatne. Poprzez podniesienie punktu startowego, ubiegłotygodniowe dane o PKB w II kw. oddziałują w kierunku podniesienia prognozy wzrostu gospodarczego w 2024 r. Uważamy jednak, że szybszy od oczekiwań wzrost gospodarczy w II kw. był efektem oddziaływania efektów o charakterze jednorazowym – prawdopodobnie zwiększonych wydatków zbrojeniowych, lepszej koniunktury w usługach oraz zaskakująco wysokiej dynamiki eksportu. Perspektywy wzrostu na drugą połowę br. wciąż oceniamy niekorzystnie. Dane miesięczne za lipiec i sierpień wskażą naszym zdaniem na spowolnienie wzrostu gospodarczego. Perspektywy inwestycji przedsiębiorstw wyglądają mało optymistycznie, koniunktura za granicą (por. lipcowe i wskaźniki PMI) uległa dalszemu pogorszeniu, a dynamika wartości dodanej w sektorze usług ulegnie obniżeniu z uwagi na oddziaływanie efektów wysokiej bazy. Dodatkowo, biorąc pod uwagę opóźnienia w realizacji KPO i wysoką bazę sprzed roku związaną z podwyższoną absorpcją środków unijnych pod koniec siedmioletniej perspektywy finansowej, w II poł. br. będziemy obserwowali obniżenie się dynamiki wartości dodanej w budownictwie. Tym samym podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę wzrostu PKB w br. (2,3% r/r).

**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w sierpniu do 4,3% r/r wobec 4,2% w lipcu, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i powyżej konsensusu rynkowego (4,2%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w



kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji był wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (4,1% r/r w sierpniu wobec 3,2% w lipcu – m.in. ze względu na wyższą dynamikę cen owoców i warzyw). Do wzrostu inflacji przyczyniła się również wyższa dynamika cen nośników energii (10,3% r/r w sierpniu wobec 10,2% w lipcu), podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen paliw (-1,7% w sierpniu wobec 1,2% w lipcu). Zgodnie z naszymi szacunkami inflacja bazowa nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 3,8% r/r. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,3% m/m, czyli powyżej swojego wzorca sezonowego (0,0%). W naszej ocenie wskazuje to, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje umiarkowanie silna. W oparciu o napływające w ostatnich tygodniach dane nieznacznie zrewidowaliśmy naszą ścieżkę inflacji. Choć podtrzymujemy nasze prognozy dotyczące średniorocznego tempa wzrostu cen (3,8% w 2024 r. i 4,4% w 2025 r. – patrz poniżej) to zrewidowaliśmy ścieżki cen w głównych kategoriach: obniżyliśmy ścieżki cen nośników energii i paliw oraz podnieśliśmy ścieżki inflacji bazowej oraz cen żywności i napojów bezalkoholowych. Jednocześnie podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą inflacja osiągnie swoje maksimum lokalne w I kw. 2025 r., po czym zacznie się stopniowo obniżać. W najbliższych miesiącach istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji będzie wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych związana z wyższymi cenami owoców (efekt tegorocznych przymrozków i strat spowodowanych przez gradobicia) oraz efektami niskiej bazy sprzed roku.

**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro spadła w sierpniu do 2,2% r/r wobec 2,6% w lipcu, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku.** Do zmniejszenia inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen nośników energii (-3,0% w sierpniu wobec 1,2% w lipcu) oraz spadek inflacji



bazowej (2,8% wobec 2,9%), podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost dynamiki cen żywności (2,4% r/r wobec 2,3%). W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się wysoka dynamika cen usług oraz wyraźnie niższe tempo wzrostu cen towarów. Oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą stopniowy spadek inflacji bazowej. Spadek ten będzie jednak bardzo powolny i obniży się ona do poziomu ok. 2% dopiero w II kw. 2025 r. Taka ścieżka inflacji jest spójna z naszym scenariuszem, zgodnie z którym EBC we wrześniu dokona kolejnej obniżki stóp procentowych o 25pb.

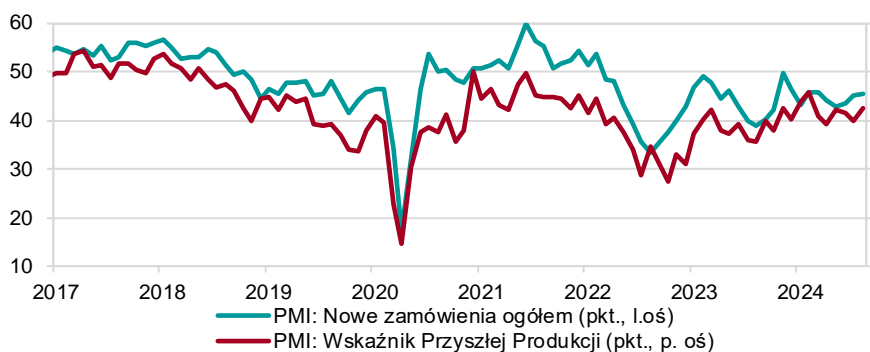
**W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z gospodarki Niemiec.** Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika niemieckiego PKB spadła w II kw. br. do -0,1% wobec 0,2% w I kw., kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem. W ujęciu rocznym PKB w Niemczech zwiększył się w II kw. o 0,4% r/r wobec spadku o 0,8% w I kw. Na obniżenie kwartalnej dynamiki wzrostu PKB złożyły się niższe wkłady spożycia prywatnego, inwestycji i eksportu netto, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady spożycia publicznego oraz zapasów. Tym samym głównym źródłem wzrostu niemieckiego PKB w II kw. był wyższy wkład zapasów. Taka struktura wzrostu sugeruje, że najprawdopodobniej niemieckie firmy przeszacowały popyt, zarówno wewnętrzny jak i zewnętrzny, co doprowadziło do powstania zapasów nieplanowanych. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach, który zmniejszył się w sierpniu do 86,6 pkt. wobec 87,0 pkt. w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (86,0 pkt.). Obniżenie indeksu wynikało ze spadku jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w handlu, a jej pogorszenie w przetwórstwie i usługach, podczas gdy koniunktura w budownictwie utrzymała się na niezmiennym poziomie. W połączeniu z opublikowanymi w ostatnich tygodniach wskaźnikami koniunktury dla Niemiec, dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększy się w III kw. do 0,3%, a w całym 2024 r. wzrost PKB wyniesie 0,1% wobec stabilizacji w 2023 r.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA w II kw. zostało zrewidowane w górę do 3,0% wobec 2,8% w pierwszym szacunku. Rewizja PKB w górę wynikała z wyższego wkładu konsumpcji prywatnej, podczas gdy wkłady wydatków rządowych, inwestycji, zapasów oraz eksportu netto nieznacznie się obniżyły. Tym samym drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu PKB w II kw. była konsumpcja prywatna podczas gdy w I kw. były to inwestycje. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 2,6% r/r, czemu sprzyjała stabilizacja inflacji bazowej (2,5% r/r w czerwcu i w lipcu). Tym same dane ukształtowały się lekko poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (2,7%). Jednocześnie odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do maja i wyniosła 0,2% m/m, co stanowi wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą presja inflacyjna w USA pozostaje na podwyższonym poziomie. Zgodnie z opublikowanym wstępnym szacunkiem, zamówienia na dobra trwałe wzrosły w lipcu o 9,9% m/m wobec spadku o 6,9% w czerwcu (rewizja w dół z 6,7%) i ukształtowały się znacznie powyżej oczekiwań rynku (+5,0%). Silny wzrost zamówień w lipcu wynikał w znacznym stopniu z wyższych zamówień na samoloty w firmie



Boeing. Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe spadła w lipcu do -0,2% wobec 0,1% w czerwcu (rewizja w dół z 0,4%). Jednocześnie roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe po wyłączeniu samolotów zwiększyła się w lipcu do 0,7% r/r wobec -0,1% w czerwcu. Nieznacznie zwiększyła się również jej 3-miesięczna średnia ruchoma, co sugeruje umiarkowaną poprawę perspektyw inwestycji w USA. Na lepsze nastroje konsumenckie wskazał indeks Conference Board, który wzrósł w sierpniu do 103,3 pkt. wobec 101,9 pkt. w lipcu (rewizja w górę z 101,9 pkt.), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (100,6 pkt.). Wzrost indeksu wynikał zarówno ze zwiększenia składowych indeksu zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który wzrósł w sierpniu do 67,9 pkt. wobec 66,4 pkt. w lipcu i 67,8 pkt. we wstępnym szacunku. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływało zwiększenie składowej dla oczekiwań, natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA spadnie do 0,5% w III kw., a w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 2,3% wobec wzrostu o 2,5% w 2023 r. Jednocześnie ubiegotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego, że Fed na wrześniowym posiedzeniu obniży stopy procentowe o 25pb, co jest spójne z oczekiwaniami rynku (patrz powyżej).

## Lekka poprawa koniunktury w polskim przetwórstwie



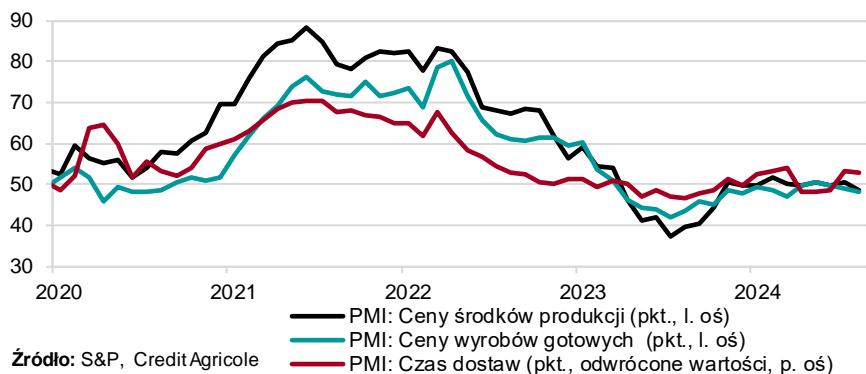
Źródło: S&P, Credit Agricole

**Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w sierpniu do 47,8 pkt. wobec 47,3 pkt. w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (47,4 pkt.) i naszej prognozy (47,0 pkt.).** Tym samym indeks już od 28 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji,

nowych zamówień i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zapasów i czasu dostaw.

W danych na szczególną uwagę zasługuje odnotowany w czerwcu wzrost składowej dla nowych zamówień, przy czym nadal pozostaje ona wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wolniejszemu spadkowi nowych zamówień towarzyszyło przyspieszenie spadku nowych zamówień eksportowych. Zgodnie komunikatem ankietowane firmy jako przyczynę niższych zamówień wskazywały słabą koniunkturę w Europie, w szczególności w Niemczech. Jest to spójne z odnotowanym w sierpniu wyraźnym pogorszeniem koniunktury w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI obniżył się do 42,1 pkt. wobec 43,2 pkt. w lipcu, głównie za sprawą silnego zmniejszenia składowej dla nowych zamówień. Tym samym utrzymująca się słaba koniunktura w Niemczech pozostaje istotnym czynnikiem ograniczającym perspektywy ożywienia w polskim przetwórstwie.

Wolniejszy spadek nowych zamówień znalazł odzwierciedlenie w mniejszej skali obniżenia bieżącej produkcji. Jednocześnie sprzyjało to wolniejszemu spadkowi zaległości produkcyjnych. W obu przypadkach indeksy te nadal znajdują się jednak wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności.



Źródło: S&P, Credit Agricole

— PMI: Ceny środków produkcji (pkt., l. oś)  
 — PMI: Ceny wyrobów gotowych (pkt., l. oś)  
 — PMI: Czas dostaw (pkt., odwrócone wartości, p. oś)

Utrzymująca się niska aktywność w polskim przetwórstwie sprzyjała spadkowi cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, jak i dóbr finalnych. Zmniejszyły się również zapasy dóbr pośrednich, podczas gdy zapasy dóbr finalnych wzrosły po raz pierwszy od marca br. W naszej ocenie może być to efekt zwiększonych zakupów dóbr

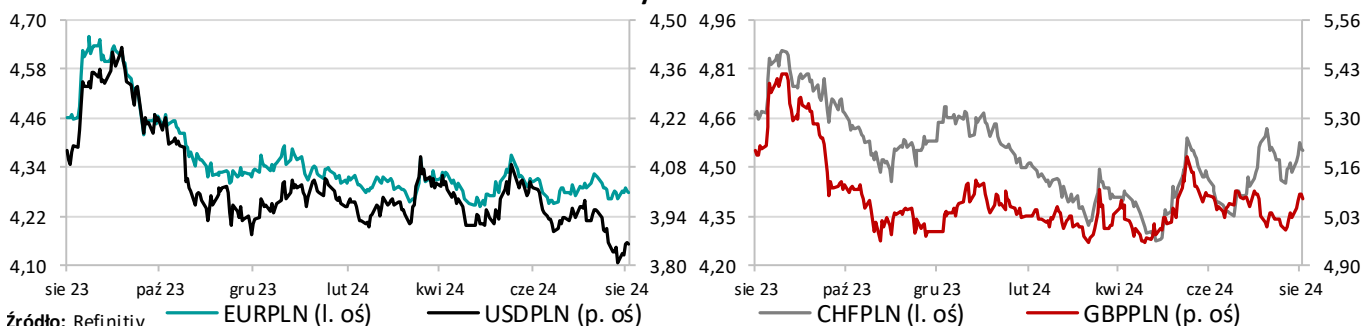
pośrednich w poprzednim miesiącu, kiedy to część firm zdecydowała się zwiększyć zapasy w obawie przed podwyżkami cen (por. MAKROpuls z 01.08.2024). W kontekście niższej aktywności zakupowej firm, odnotowane w sierpniu wydłużenie czasu dostaw nie jest naszym zdaniem sygnałem świadczącym o poprawie koniunktury.

W sierpniu doszło do dalszego spadku zatrudnienia w polskim przetwórstwie, przy czym spadek ten był wyraźnie słabszy niż w poprzednich miesiącach. Ankietowane firmy wskazywały, że redukcja zatrudnienia wynikała głównie z braku zastępowania osób odchodzących i emerytów oraz zwalniania pracowników tymczasowych. Podtrzymujemy naszą ocenę, że ograniczona redukcja etatów świadczy o tym, że firmy mimo konieczności obniżenia kosztów poprzez zmniejszanie nadmiarowych mocy wytwórczych (por. MAKROmapa z 08.07.2024) starają się utrzymać kluczowych pracowników pozwalających na zachowanie konkurencyjności i potencjału produkcyjnego. W tym kontekście na uwagę zasługuje dalszy wzrost indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, który osiągnął w sierpniu najwyższą wartość od lutego 2024 r. Ankietowane firmy uzasadniały swoje prognozy wzrostu produkcji perspektywami wprowadzenia nowych produktów na rynek, uruchomienia środków z KPO, pozyskania nowych klientów oraz ożywienia gospodarczego w Niemczech.

Średnia wartość indeksu PMI w okresie lipiec-sierpień wyniosła 47,6 pkt. wobec 45,3 pkt. w II kw., co stanowi wsparcie dla naszego scenariusza wzrostu gospodarczego (2,1% r/r w III kw. wobec 3,2% w II kw. – patrz poniżej). Jednocześnie uważamy, że dzisiejsze dane są neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.

## Konferencja prezesa NBP może sprzyjać podwyższonej zmienności złotego

Kursy walutowe



Źródło: Refinitiv

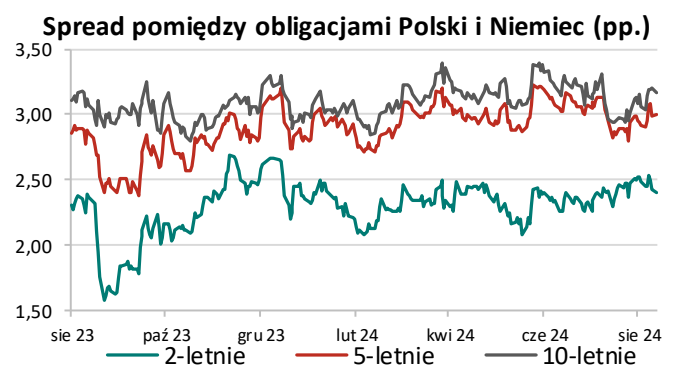
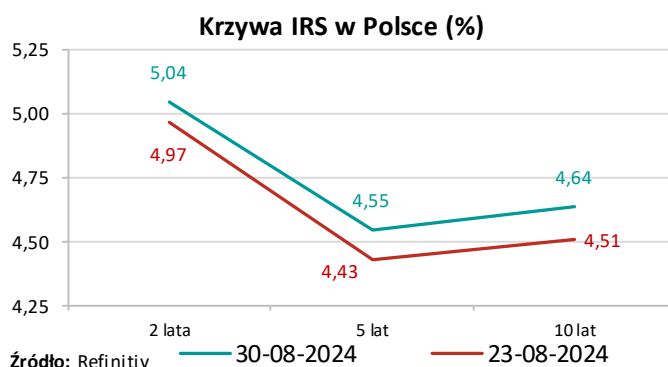
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2760 (osłabienie złotego o 0,3%). W pierwszej części ubiegłego tygodnia obserwowane było osłabienie złotego w oczekiwaniu na projekt polskiego budżetu. Jego ogłoszenie przyczyniło się do odwrócenia trendu i lekkiego spadku kursu EURPLN. Opublikowane w

piątek wyższe od oczekiwań dane o krajowej inflacji oddziaływały w kierunku dalszego umocnienia kursu polskiej waluty.

W ubiegłym tygodniu doszło również do umocnienia dolara względem euro. Naszym zdaniem była to korekta po odnotowanym w ostatnich tygodniach wzroście kursu EURUSD, które wynikało ze zwiększenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA. Piątkowe dane o inflacji PCE w USA nie miały istotnego wpływu na rynek.

Opublikowany dzisiaj rano indeks PMI dla polskiego przetwórstwa jest neutralny dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowa dla inwestorów będzie zaplanowana na czwartek zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego, która może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

## Projekt budżetu podbił stawki IRS



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,04 (wzrost o 7pb), 5-letnie do 4,55 (wzrost o 12pb), a 10-letnie do 4,64 (wzrost o 13pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS. W istotnym stopniu przyczyniła się do tego publikacja projektu polskiego budżetu wskazującego na większą od wcześniejszych oczekiwań skalę rozluźnienia polityki fiskalnej, co zostało odebrane przez część inwestorów jako wzrost prawdopodobieństwa utrzymania stóp procentowych przez RPP na obecnym poziomie przez dłuższy czas. W czwartek doszło do korekty i spadku stawek IRS. Piątkowe wyższe od oczekiwań krajowe dane o inflacji doprowadziły do lekkiego wzrostu stawek IRS.

Opublikowany dzisiaj indeks PMI dla polskiego przetwórstwa jest naszym zdaniem neutralny dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie przewidziana na czwartek konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego, która może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,26
Kurs USDPLN*	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	4,02
Kurs CHFPLN*	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,55	4,44
Inflacja CPI (r/r, %)	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	4,9	-0,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-4,8	-4,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	4,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	587	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	168	588	-786		
Eksport (r/r, % EUR)	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-3,3	1,8	-8,5	6,5	-6,5	-6,0	4,4		
Import (r/r, % EUR)	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-4,6	1,7	-7,6	7,0	-1,8	-0,2	8,7		

\* 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	3,2	2,1	2,2	3,1	3,3	3,4	3,6	0,2	2,3	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	4,7	3,3	2,9	2,5	2,1	2,0	1,8	-1,0	3,9	2,2	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	2,7	-4,1	-5,8	5,5	7,5	8,4	8,7	13,1	-2,9	7,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,5	3,4	1,5	2,5	5,3	5,7	4,3	7,1	3,4	2,0	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,1	5,4	4,9	4,7	5,1	5,3	4,3	3,9	-2,0	3,7	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,7	1,9	1,4	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,5	2,2	1,3
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	0,7	1,2	1,3	2,0	2,1	-0,5	1,3
	Eksport netto (pp.)	0,4	-0,8	-1,6	-0,9	0,4	0,5	0,2	1,8	3,3	-0,8	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,5	1,4	1,2	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	1,6	0,8	0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,0	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	5,0	4,9	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	0,3	0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	0,3	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	14,3	14,2	10,1	8,3	7,1	6,5	12,8	14,4	8,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	5,2	5,5	5,2	3,6	3,4	11,6	3,8	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,86	5,86	5,86	5,61	5,49	5,36	5,88	5,86	5,36	
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	4,30	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 02.09.2024 r.</b>					
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	49,8	50,0
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Sierpień</b>	<b>47,3</b>	<b>47,0 47,4</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	42,1	42,1 42,1
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	45,6	45,6 45,6
<b>Wtorek 03.09.2024 r.</b>					
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	48,0	
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	46,8	47,8 47,5
<b>Środa 04.09.2024 r.</b>					
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Sierpień</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75 5,75</b>
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Sierpień	53,3	53,3 53,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Sierpień	51,2	51,2 51,2
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	-3,2	-2,5
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	-3,3	4,7 4,4
<b>Czwartek 05.09.2024 r.</b>					
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	3,9	-1,9
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	-0,3	0,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Sierpień	122	140
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Sierpień	51,4	51,2 51,1
<b>Piątek 06.09.2024 r.</b>					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	1,4	-0,2
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	20,4	21,0
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	II kw.	0,8	
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	II kw.	0,3	0,3 0,3
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	II kw.	0,6	0,6 0,6
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	4,3	4,2 4,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Sierpień	114	165 160

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

### Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista  
tel.: 512 191 822

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

### Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista  
tel.: 518 003 696

[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 Arturem Arutyunyanem: [aarutyunyan@credit-agricole.pl](mailto: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.