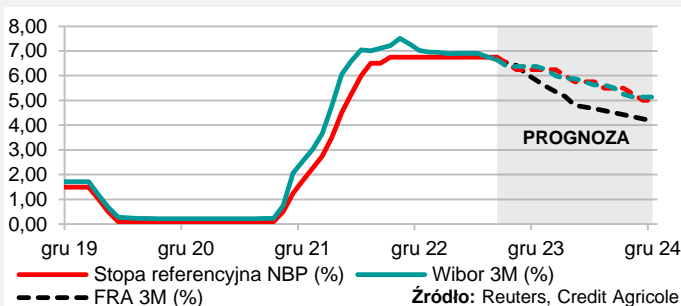


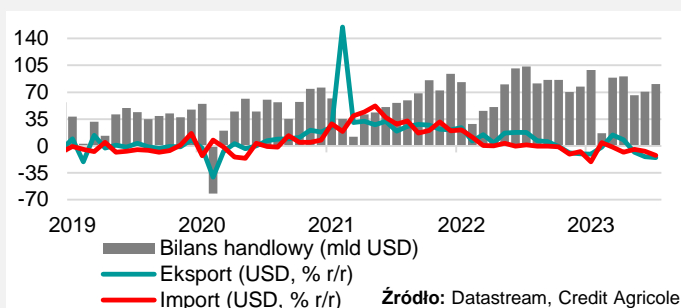
## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Uważamy, że mimo niespełnienia jednego z warunków obniżki stóp procentowych określonych przez prezesa NBP w czerwcu, jakim był spadek inflacji poniżej 10% (por. MAKROpuls z

6.07.2023), znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce skłoni większość członków RPP do obniżenia stóp procentowych o 25 pb na posiedzeniu w tym tygodniu (patrz poniżej). Decyzja o złagodzeniu polityki pieniężnej w tym tygodniu będzie spójna z konsensem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla rynków finansowych. Dostrzegamy jednak ryzyko, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie w tym tygodniu. W przypadku materializacji takiego scenariusza mielibyśmy do czynienia z umocnieniem złotego i wzrostem rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu zapewne odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że będzie ona oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego i cen długu.



**W czwartek opublikowane zostaną dane nt. handlu zagranicznego w Chinach.** Zgodnie z konsensem saldo chińskiego bilansu handlowego zmniejszyło się w sierpniu do 78,0 mld USD wobec 80,6 mld USD w lipcu. Spadek salda będzie powiązany z poprawą popytu krajowego przy jednoczesnym osłabieniu popytu zagranicznego. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.



**Dzisiaj poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Saldo bilansu handlu zagranicznego zmniejszyło się w lipcu do 15,9 mld EUR wobec 18,8 mld EUR w czerwcu. Odnotowano spadek dynamiki eksportu (-0,9% m/m w lipcu wobec +0,2% w czerwcu) oraz wyraźny wzrost dynamiki importu 1,4% wobec -3,2%). Lipcowe dane wskazują, że niemiecki handel zagraniczny nadal pozostaje pod wpływem spowolnienia w światowej gospodarce. Czynnikiem oddziałującym w kierunku ograniczenia aktywności w światowym handlu, które dotyka niemiecki przemysł, jest dostosowanie poziomu zapasów do słabszej koniunktury. Opublikowane dzisiaj dane o bilansie handlowym są w naszej ocenie neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu poznamy jeszcze dane z Niemiec dotyczące produkcji przemysłowej i zamówień w przemyśle.

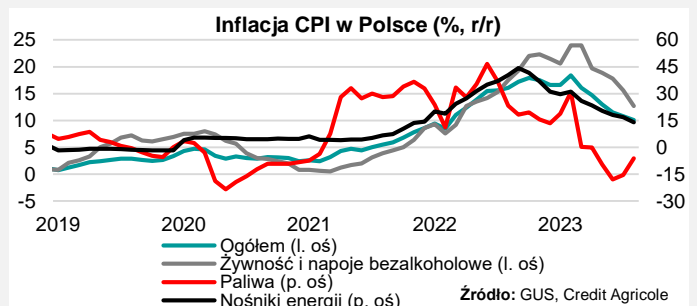
## W zeszłym tygodniu

**Zgodnie z finalnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się do -0,6% r/r w II kw. br. wobec -0,3% r/r w I kw., kształtując się nieznacznie poniżej wstępnego szacunku (-0,5%) i naszej prognozy (-0,2%).** W kierunku obniżenia dynamiki PKB pomiędzy I kw. a II kw. oddziaływały niższe wkłady eksportu netto i konsumpcji, podczas gdy przeciwny wpływ miały

wyższe wkłady inwestycji, wydatków rządowych oraz zapasów. W danych na szczególną uwagę zasługuje przyspieszenie inwestycji. Naszym zdaniem jego głównym źródłem był silniejszy wzrost inwestycji firm, głównie ze względu na rosnące nakłady na „maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia”. Wskazuje to, że spowolnienie wzrostu popytu zewnętrznego (efekt silnego pogorszenia koniunktury w przetwórstwie przemysłowym strefy euro) i wewnętrznego (spadek wydatków gospodarstw domowych na konsumpcję) stanowią silny impuls do restrukturyzacji przedsiębiorstw, której celem jest zwiększenie wydajności pracy (por. MAKROpuls z 31.08.2023). Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem prognozujemy, że w III kw. dynamika PKB w Polsce zwiększy się do 0,5% r/r, w IV kw. wzrośnie do 1,9%, a w całym 2023 r. ukształtuje się na poziomie 0,5% wobec 5,1% w 2022 r. (patrz poniżej).

**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w sierpniu do 10,1% r/r wobec 10,8% w lipcu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (10,0%) i naszej prognozy (9,8%).**

GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w



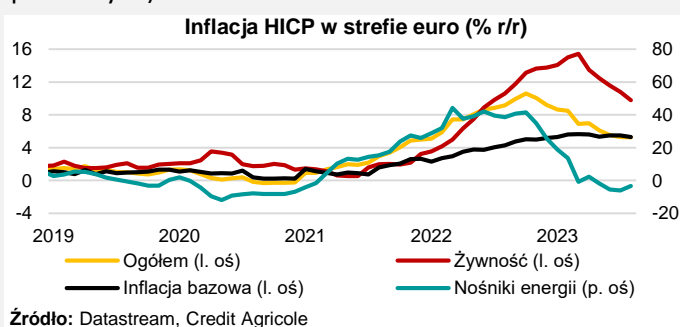
kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen w kategoriach: „żywność i napoje bezalkoholowe” (12,7% r/r w sierpniu wobec 15,6% w lipcu), „nośniki energii” (13,9% wobec 16,8%), a także obniżenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się w sierpniu do 10,1% r/r wobec 10,6% w lipcu, wskazując na stopniowe zmniejszanie się presji inflacyjnej (por. MAKROpuls z 31.08.2023). Przeciwny wpływ na inflację miał natomiast wzrost dynamiki cen w kategorii „paliwa” (-6,1% r/r w sierpniu wobec -15,5% w lipcu). Ubiegotygodniowe dane są spójne z naszą średnioroczną prognozą inflacji (11,6% r/r w 2023 r. i 4,4% w 2024 r.). Niemniej jednak nieznacznie zrewidowaliśmy jej prognozowaną po miesiącach ścieżkę (patrz poniżej).

**Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w sierpniu do 43,1 pkt. wobec 43,5 pkt. w lipcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (44,1 pkt.) oraz naszej prognozy (44,0 pkt.).** Tym samym indeks od 16 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Jednocześnie tempo spadku aktywności było w sierpniu najsilniejsze od października 2022 r. W kierunku zmniejszenia w indeksie oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla zapasów. W danych na szczególną uwagę zasługuje dalsze obniżenie składowej dla nowych zamówień, których spadek osiągnął najwyższe tempo od października 2022 r. Warto zauważyć, że w tym samym czasie indeks dla nowych zamówień eksportowych zwiększył się, choć nadal pozostaje wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. Sugeruje to, że przyczyną przyspieszenia spadku nowych zamówień ogółem było dalsze osłabienie popytu wewnętrznego (por. MAKROpuls z 01.09.2023). Wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy wzrostu gospodarczego w Polsce.

**Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w sierpniu do 51,0 pkt. wobec 49,2 pkt. w czerwcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (49,3 pkt.).** Tym samym indeks Caixin PMI osiągnął najwyższy poziom od lutego br. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, bieżącej produkcji i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miało zmniejszenie wkładu składowej dla zapasów. Na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowych dla bieżącej produkcji i nowych zamówień, które ponownie ukształtowały się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W naszej ocenie odzwierciedla to pierwsze oznaki ożywienia popytu wewnętrznego

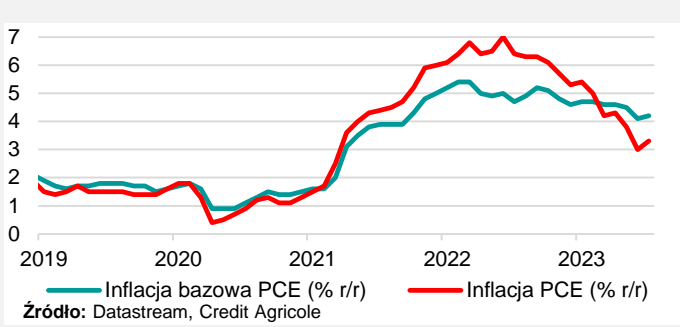
w Chinach. Jednocześnie indeks dla nowych zamówień eksportowych, mimo odnotowanego w sierpniu wzrostu, nadal pozostaje wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. Słabszy popyt zagraniczny jest spójny z tendencjami obserwowanymi w strefie euro, gdzie zagregowany indeks PMI, w tym wskaźniki dla nowych zamówień i bieżącej produkcji ukształtowały się w sierpniu na najniższym poziomie od listopada 2020 r. Co więcej, tak jak wcześniej spadek aktywności w strefie euro koncentrował się głównie w przetwórstwie, obecnie objął on również sektor usług. Uważamy, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie w najbliższych miesiącach sprzyjało obniżeniu zamówień zagranicznych w Chinach. Poprawę koniunktury zasygnalizował także indeks NBS PMI, który zwiększył się w sierpniu do 49,7 pkt. wobec 49,3 pkt. w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,4 pkt.). Wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą w 2023 r. tempo wzrostu PKB w Chinach przyspieszy do 5,1% wobec 3,0% w 2022 r., głównie za sprawą oczekiwanego przez nas silnego ożywienia konsumpcji, wspieranego przez realizację odłożonego popytu. Takie tempo wzrostu będzie spójne z ustalonym przez chiński rząd celem dla tempa wzrostu PKB na poziomie „ok. 5%”. Jego osiągnięcie będzie jednak najprawdopodobniej wymagać zwiększenia skali stymulacji fiskalnej (w zeszłym tygodniu chiński rząd ogłosił działania, których celem jest pobudzenie popytu na rynku nieruchomości. Obejmują one m.in. zmniejszenie wymaganego wkładu własnego, a także obniżenie oprocentowania kredytów hipotecznych).

**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 5,3%, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (5,1%) i zgodnie z naszą prognozą. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen żywności, a także obniżenie inflacji bazowej (5,3% r/r w sierpniu wobec 5,5% w lipcu). Efekt ten został jednak skompensowany przez odnotowany w sierpniu wzrost dynamiki cen nośników energii. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach obserwowany będzie spadek inflacji i w grudniu br. ukształtuje się ona na poziomie 3,5%. Z podobną tendencją będziemy mieć do czynienia również w przypadku inflacji bazowej, która zgodnie z naszą prognozą w grudniu br. spadnie do 3,7%. Warto jednak podkreślić, że prognozowany przez nas spadek inflacji w 2024 r. wyraźnie spowolni i w całym horyzoncie naszego scenariusza (czyli do końca 2025 r.) zarówno inflacja ogółem jak i inflacja bazowa nie powrócą do celu inflacyjnego EBC (2%). Uporczywość inflacji, na którą najprawdopodobniej wskaże również wrześniowa projekcja EBC, będzie naszym zdaniem stanowiła argument dla Rady Prezesów na rzecz podwyżki stóp procentowych o 25pb na wrześniowym posiedzeniu, która naszym zdaniem zakończy cykl podwyżek stóp procentowych w strefie euro.**



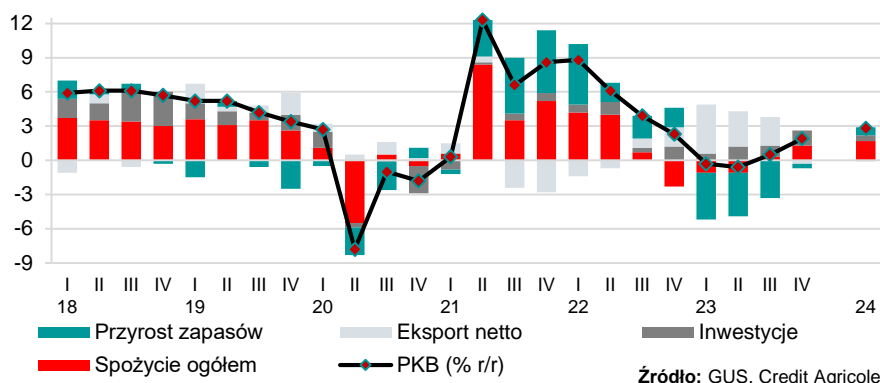
**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja PCE zwiększyła się w lipcu do 3,3% r/r wobec 3,0% w czerwcu. Wzrost został odnotowany również w przypadku inflacji bazowej PCE (4,2% wobec 4,1%). Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że na niezmiennym poziomie pozostało miesięczne odsezonowane tempo wzrostu zarówno cen ogółem (0,2% m/m), jak i cen bazowych (0,2%), co wskazuje na utrzymującą się presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również drugi szacunek amerykańskiego PKB w II kw., zgodnie**

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja PCE zwiększyła się w lipcu do 3,3% r/r wobec 3,0% w czerwcu. Wzrost został odnotowany również w przypadku inflacji bazowej PCE (4,2% wobec 4,1%). Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że na niezmiennym poziomie pozostało miesięczne odsezonowane tempo wzrostu zarówno cen ogółem (0,2% m/m), jak i cen bazowych (0,2%), co wskazuje na utrzymującą się presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również drugi szacunek amerykańskiego PKB w II kw., zgodnie**



z którym jego tempo wzrostu sprowadzone do wymiaru rocznego zostało zrewidowane w dół do 2,1% wobec 2,4% w trzecim szacunku. Na zmniejszenie tempa wzrostu PKB złożyły się niższe wkłady zapasów, inwestycji i eksportu netto oraz wyższe wkłady wydatków rządowych i konsumpcji. Drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB w II kw., podobnie jak w I kw., była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z amerykańskiego rynku pracy. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w sierpniu o 187 tys. wobec wzrostu o 157 tys. w lipcu (rewizja w dół ze 187 tys.) i ukształtowało się lekko powyżej oczekiwań rynku (170 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+102,0 tys.), turystyce i rekreacji (+40,0 tys.) oraz w budownictwie (+22,0 tys.). Z kolei najsilniejszy spadek zatrudnienia miał miejsce w transporcie i magazynowaniu (-34,2 tys.) oraz usługach informacyjnych (-15,0 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w sierpniu do 3,8% wobec 3,5% w lipcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (3,5%). Warto jednak zwrócić uwagę, że istotnym źródłem wzrostu stopy bezrobocia było zwiększenie współczynnika aktywności zawodowej. Oznacza to, że osoby pozostające do tej pory poza zasobem siły roboczej zdecydowały się podjąć próbę znalezienia zatrudnienia zachęczone dobrą sytuacją na rynku pracy. Jednocześnie dynamika wynagrodzenia godzinowego w sierpniu obniżyła się do 4,3% r/r wobec 4,4% w lipcu, co wskazuje na nieznaczne osłabienie presji płacowej w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na poprawę nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zwiększył się w sierpniu do 47,6 pkt. wobec 46,4 pkt. w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (47,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, zatrudnienia i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla nowych zamówień i zapasów. Mimo odnotowanego w sierpniu wzrostu warto odnotować, że indeks ISM od 10 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Z kolei indeks Conference Board zmniejszył się w sierpniu do 106,1 pkt. wobec 114,0 pkt. w lipcu, wskazując na silne pogorszenie nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych. Spadek indeksu wynikał zarówno ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Rezerwa Federalna zakończyła w czerwcu cykl podwyżek stóp procentowych. Ryzyko w górę dla naszej prognozy stanowią natomiast wypowiedzi prezesa Fed J. Powella podczas sympozjum w Jackson Hole, który stwierdził, że inflacja pozostaje na zbyt wysokim poziomie, a Fed jest gotowy do dalszego podniesienia stóp procentowych, jeśli będzie do konieczne. Jako argument za ewentualną kolejną podwyżką stóp procentowych wskazał kształtowanie się wzrostu gospodarczego powyżej długookresowego trendu. Powell dał jednak do zrozumienia, że wszelkie decyzje podejmowane będą ostrożnie z uwzględnieniem napływających danych, gdyż zbyt silne zaostrenie polityki pieniężnej byłoby niekorzystne dla gospodarki.

## Prognozy na lata 2023-2024



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). Prognozujemy, że średnioroczne tempo wzrostu



**gospodarczego w 2023 r. wyniesie 0,5% (0,8% przed rewizją).**

Dynamika PKB zmniejszyła się do -0,6% r/r w II kw. wobec -0,3% r/r w I kw., kształtując się poniżej naszej prognozy (-0,2%), co oddziałuje w kierunku obniżenia średniorocznego tempa wzrostu gospodarczego. Nadal uważamy, że w II poł. br. odnotujemy dodatnią dynamikę PKB w ujęciu rocznym, jednak skala tego ożywienia będzie najprawdopodobniej mniejsza niż dotychczas zakładaliśmy. Dane miesięczne za lipiec (produkcja przemysłowa, produkcja budowlano-montażowa) oraz nasze prognozy tych wskaźników na sierpień, jak również wyniki badań koniunktury dotyczące aktywności w sektorze usług sygnalizują ograniczone odbicie wzrostu gospodarczego w III kw. (+0,5% r/r).

Nasza dotychczasowa prognoza uwzględniała już negatywny wpływ pogorszenia otoczenia zewnętrznego Polski na polski eksport, jednak będzie on silniejszy niż zakładaliśmy wcześniej. Wyniki badań koniunktury (PMI) za lipiec i sierpień sygnalizują istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w strefie euro w III kw. (0,3% kw/kw wobec 0,3% w II kw.). Ponadto, badania koniunktury wskazują, że oczekiwane przez nas ożywienie w strefie euro może nastąpić 1-2 kwartały później niż oczekiwaliśmy. Szczególnie niekorzystnie wygląda sytuacja w niemieckim przetwórstwie, w którym składowe dotyczące bieżącej produkcji i nowych zamówień kształtują obecnie na najniższym poziomie od początku 2009 r. (pomijając początek pandemii COVID-19 w 2020 r.), a więc od apogeum globalnego kryzysu finansowego. W warunkach osłabionego popytu krajowego w Polsce oczekujemy, że wkład eksportu netto pozostanie wyraźnie dodatni w 2023 r.

Zakładamy, że brak wyraźnego sygnału poprawy perspektyw popytu (ani krajowego, ani zagranicznego), w warunkach stagnacji produkcji, będzie czynnikiem sprzyjającym dalszej redukcji nadmiarowych zapasów buforowych zakumulowanych w przetwórstwie przemysłowym w okresie pandemii i po wybuchu wojny w Ukrainie. W rezultacie oczekujemy, że kontrybucja zapasów do wzrostu PKB w III kw. (podobnie jak w I i II kw.) pozostanie silnie ujemna. Oczekujemy odwrócenia tendencji w tym zakresie dopiero w IV kw.

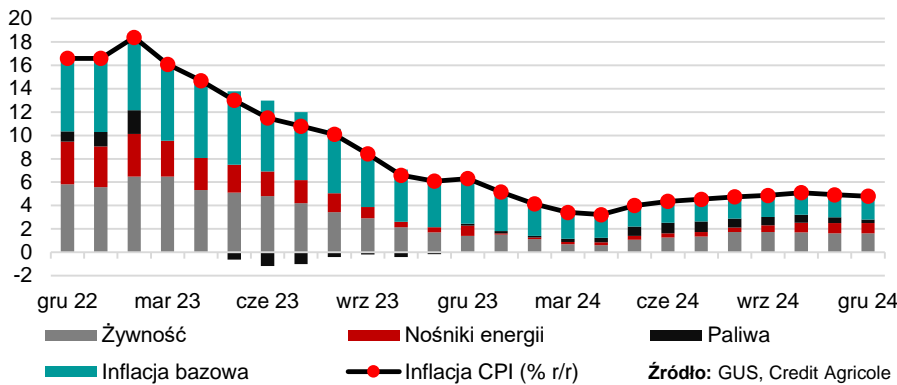


Źródło: GUS, Credit Agricole

„maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia”. Wskazuje to, że spowolnienie wzrostu popytu zewnętrznego (efekt silnego pogorszenia koniunktury w przetwórstwie przemysłowym strefy euro) i wewnętrznego (spadek wydatków gospodarstw domowych na konsumpcję), a także utrzymująca się presja płacowa (w tym silny wzrost płacy minimalnej) stanowią silny impuls do restrukturyzacji przedsiębiorstw, której celem jest zwiększenie wydajności pracy. Uważamy, że inwestycje przedsiębiorstw w tym zakresie będą dynamicznie rosły również w II poł. br. na co wskazuje tzw. łączna wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych. Jest to wartość nakładów na środki trwałe rozpoczynanych w okresie sprawozdawczym wynikająca z dokumentacji projektowo-kosztorysowej i posiada ona własności wyprzedzające względem rzeczywistej realizacji inwestycji przedsiębiorstw. W I poł. łączna wartość kosztorysowa inwestycji przypadająca na modernizację istniejących środków trwałych wzrosła o 35,0% r/r wobec 66,8% w IV kw. ub. r. Drugim czynnikiem wspierającym ożywienie inwestycji ogółem będzie dążenie jednostek sektora finansów publicznych do wykorzystania i rozliczenia w br. środków unijnych dostępnych w ramach poprzedniej wieloletniej perspektywy finansowej UE 2014-2020.

Jedyną składową PKB, która naszym zdaniem będzie kształtowała się korzystniej niż zakładaliśmy wcześniej będą inwestycje (głównie inwestycje firm), które znacząco przyspieszyły w II kw. Naszym zdaniem głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe były rosnące nakłady przedsiębiorstw w kategorii

Podtrzymaliśmy naszą prognozę wzrostu gospodarczego na 2024 r. (2,8% r/r). Wraz z oczekiwanym przez nas (opóźnionym) ożywieniem strefie euro i światowym handlu, prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w Polsce wyraźnie przyspieszy. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w 2024 r. będą efekty niskiej bazy z 2023 r. Oczekiwany przez nas spadek inflacji będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia konsumpcji. Dodatkowym wsparciem dla konsumpcji będzie waloryzacja świadczenia wypłacanego w ramach Programu Rodzina 500+ do 800 zł. Biorąc pod uwagę cykl absorpcji środków unijnych wzrost publicznych nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie wyhamuje w 2024 r. Ponadto uważamy, że wyraźnie wzrosło prawdopodobieństwo dalszych opóźnień (nawet do II poł. 2024 r.) w rozpoczęciu realizacji projektów w ramach Krajowego Planu Odbudowy z uwagi na trwający spór na linii Polska-UE, co będzie negatywne dla aktywności gospodarczej.



Podtrzymaliśmy naszą średnioroczną prognozę inflacji (11,6% r/r w 2023 r. i 4,4% w 2024 r.). Niemniej jednak nieznacznym zmianom uległa jej prognozowana ścieżka w najbliższych miesiącach. Uwzględniliśmy w niej uchwalone w ostatnim czasie regulacje dotyczące podniesienia limitu zużycia energii elektrycznej, do którego będzie obowiązywała zamrożona cena za

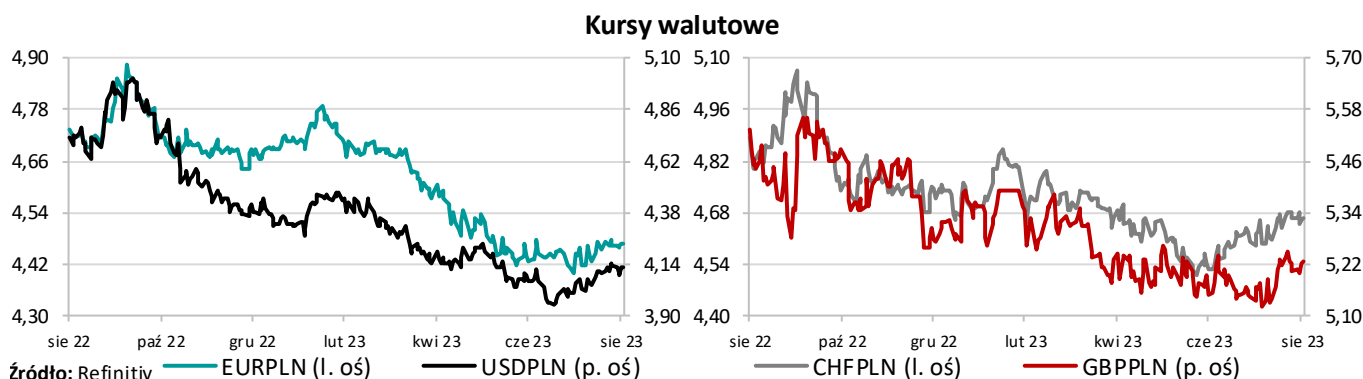
prąd oraz planowane obniżenie o 5% tej ceny (ustawa nie została jeszcze podpisana przez Prezydenta). Obie ustawy będą oddziaływały w kierunku spadku rachunków za energię elektryczną w najbliższych miesiącach. Z kolei w górę zrewidowaliśmy w prognozowaną przez nas dynamikę cen paliw z uwagi na kształtowanie się cen ropy na światowym rynku powyżej naszych wcześniejszych oczekiwań. Zaktualizowaliśmy również naszą ścieżkę cen żywności i napojów alkoholowych. Obecnie oczekujemy, że dynamika cen w tej kategorii obniży się w 2023 r. do 15,3% r/r wobec 15,4% w 2022 r. (15,8% przed rewizją), a w 2023 r. spadnie do 4,9% (5,4%). Rewizja naszej prognozy wynika z niższego punktu startowego związanego z silniejszym od naszych oczekiwań sezonowym spadkiem cen owoców i warzyw (w poprzedniej prognozie przyjęliśmy, że wpływ odnotowanej w pierwszej połowie lata suszy na ich ceny będzie silniejszy). Jednocześnie nadal podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą kolejne miesiące przyniosą dalszy szeroki spadek dynamiki cen żywności we wszystkich jej głównych kategoriach wynikający przede wszystkim z obniżających się cen surowców rolnych. W rezultacie podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą na koniec br. inflacja ukształtuje się nieznacznie powyżej 6% r/r.

Nasz scenariusz inflacyjny na 2024 r. nie uległ istotnym zmianom. Oczekujemy kontynuowania tendencji dezinflacyjnych, chociaż istotnym czynnikiem ryzyka pozostaje kształtowanie się taryf na nośniki energii z początkiem przyszłego roku. Nasza prognoza przewiduje obniżenie się inflacji ogółem do lokalnego minimum równego 3,2% r/r w kwietniu 2024 r. Następnie z uwagi na oczekiwane przez przyspieszenie wzrostu cen żywności (zakładamy, że przywrócenie 5% stawki VAT na żywność nastąpi w 2024 r., niemniej będzie to proces rozłożony na cały rok) i paliw zakładamy lekki wzrost inflacji CPI do 4,9% r/r w IV kw. 2024 r. Jednocześnie oczekujemy, że inflacja bazowa będzie się stopniowo obniżać i w II poł. 2024 r. ustabilizuje się w przedziale 3,4-3,6% r/r.

Dynamika PKB ukształtowała się w II kw. poniżej prognozy przedstawionej w lipcowej projekcji NBP (-0,6% r/r wobec -0,1%). Podobne odchylenie w dół (ale o większej skali) zostanie zapewne odnotowane również w III kw. Lipcowa projekcja zakłada przyspieszenie wzrostu do 1,2% r/r podczas gdy nasza prognoza wynosi 0,5%. Tym samym uważamy, że mimo niespełnienia jednego z warunków obniżki stóp procentowych określonych przez prezesa NBP w czerwcu, jakim był spadek inflacji poniżej 10% (por. MAKROpuls z

6.07.2023), znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce skłoni większość członków RPP do obniżenia stóp procentowych o 25 pb na posiedzeniu we wrześniu. W konsekwencji, zrewidowaliśmy naszą prognozę stóp procentowych, zgodnie z którą RPP obniży stopy o 25 pb na posiedzeniach we wrześniu i w październiku, każdorazowo o 25 pb (przed rewizją oczekiwaliśmy obniżek w październiku i listopadzie). Nadal oczekujemy, że powrót do cyklu obniżek nastąpi w I kw. 2024 r., a ich oczekiwana skala w 2024 r. wyniesie 125 pb.

## Posiedzenie RPP kluczowe dla złotego

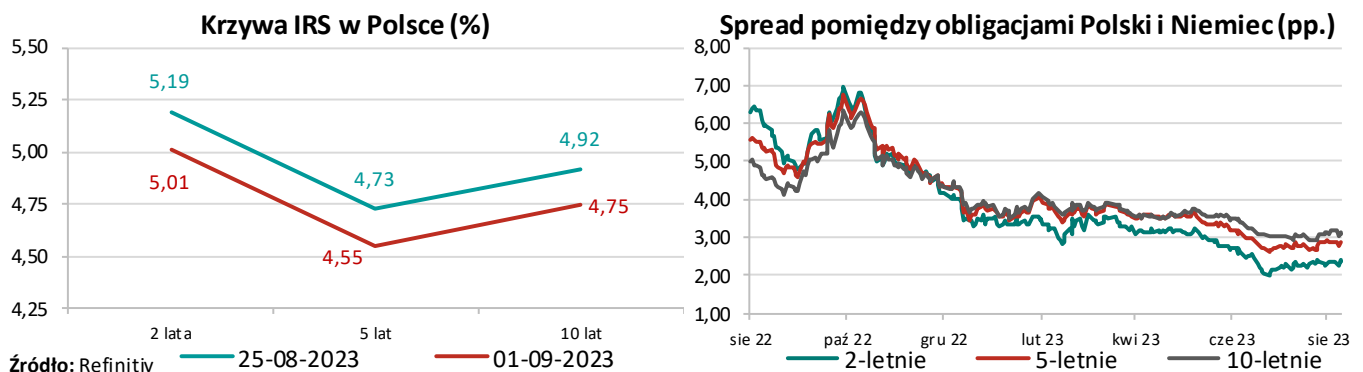


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4672 (osłabienie złotego o 0,1%).** Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN charakteryzował się relatywnie niską zmiennością. Krajowe dane o inflacji i PKB, a także wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie miały ograniczony wpływ na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy natomiast do czynienia z osłabieniem dolara względem euro, co było kontynuacją trendu obserwowanego od dwóch tygodni. W środę i czwartek doszło do korekty i spadku kursu EURUSD. Wyższe od oczekiwań dane o inflacji w strefie euro nie miały istotnego wpływu na rynek. Z kolei piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do umocnienia dolara.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będzie posiedzenie RPP. Nasza prognoza zakładająca, że RPP obniży stopy procentowe o 25pb jest zgodna z konsensusem, a tym samym jej realizacja nie powinna mieć istotnego wpływu na kurs złotego. Podwyższonej zmienności kursu złotego może natomiast sprzyjać konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu polskiej waluty.

## Spadek stawek IRS przed posiedzeniem RPP



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,01 (spadek o 18pb), 5-letnie do 4,55 (spadek o 18pb), a 10-letnie do 4,75 (spadek o 17pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi (Niemcy, USA). Zmniejszeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych sprzyjały słabnące oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne. Publikacja wyższych od oczekiwań krajowych danych o inflacji przyczyniła się do wzrostu stawek IRS, choć nie zdołała odwrócić ich trendu spadkowego.

W tym tygodniu, w centrum uwagi inwestorów będzie zaplanowane na środę posiedzenie RPP. Nasza prognoza zakładająca obniżkę stóp procentowych o 25pb jest spójna z oczekiwaniami rynku, stąd nie oczekujemy istotnego wpływu decyzji RPP na stawki IRS. W kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS może oddziaływać natomiast konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Zaplanowane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50
Kurs EURPLN*	4,72	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,48
Kurs USDPLN*	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,11
Kurs CHFPLN*	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,62
Inflacja CPI (r/r, %)	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	10,9	9,8	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,7	-1,7	
Inflacja PPI (r/r, %)	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-1,7	-3,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	21,5	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	2,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	12,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-2847	-2208	-439	283	-2635	2381	1738	1355	529	1479	2431	-120		
Eksport (r/r, % EUR)	28,1	26,5	23,2	24,2	10,6	15,7	14,7	18,1	2,6	3,3	1,7	0,7		
Import (r/r, % EUR)	29,6	31,4	24,1	18,3	11,3	7,4	3,9	-1,4	-8,9	-6,3	-5,8	-3,0		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,8	6,1	3,9	2,3	-0,3	-0,6	0,5	1,9	5,1	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	6,8	6,7	1,1	-1,1	-2,0	-2,7	0,2	2,3	3,3	-0,5	3,0	
Inwestycje (% r/r)	5,4	7,1	2,5	5,4	5,5	7,9	6,6	6,1	5,0	6,5	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,6	6,4	9,0	3,9	3,2	-2,7	1,1	3,7	6,2	1,3	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	8,2	7,7	0,7	-4,6	-8,1	-3,0	4,3	6,2	-2,6	4,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,8	0,6	-0,5	-1,0	-1,5	0,1	1,1	1,8	-0,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,7	1,1	0,4	1,2	0,6	1,2	1,0	1,3	0,9	1,1	0,4
	Eksport netto (pp.)	-1,4	-0,7	0,8	1,7	4,3	3,1	2,5	-0,3	0,2	2,4	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,5	-3,3	-3,4	-3,0	-1,2	0,1	0,6	0,8	-3,0	0,8	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,2	5,4	5,0	5,1	5,5	5,2	5,5	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	-0,9	0,3	1,5	1,1	0,5	0,0	0,6	0,8	-1,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	14,3	13,8	11,4	9,9	12,1	12,3	7,5	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	17,3	17,0	13,1	9,8	6,3	14,3	11,6	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,02	6,89	6,90	6,38	6,38	7,02	6,38	5,13	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,75	6,25	5,00	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,69	4,68	4,43	4,48	4,46	4,69	4,46	4,42	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,06	4,11	4,05	4,38	4,05	4,21	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 04.09.2023 r.</b>					
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	18,7	18,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Wrzesień	-18,9	-20,0
<b>Wtorek 05.09.2023 r.</b>					
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Sierpień	48,3	48,3 48,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Sierpień	47,0	47,0 47,0
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	-3,4	-7,6
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	2,3	-2,2 -2,5
<b>Środa 06.09.2023 r.</b>					
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>6,75</b>	<b>6,50 6,50</b>
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	7,0	-4,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	-0,3	-0,2
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Sierpień	52,7	52,0 52,5
<b>Czwartek 07.09.2023 r.</b>					
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Sierpień	80,6	78,0
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-1,5	-0,2
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	II kw.	1,5	
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
<b>Piątek 08.09.2023 r.</b>					
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Lipiec	-0,1	-0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Lipiec	-0,7	
<b>Sobota 09.09.2023r.</b>					
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-4,4	-3,1
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	-0,3	0,1

\* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

\*\* Konsensus Refinitiv