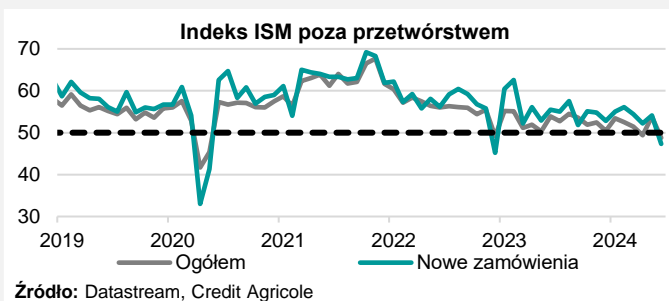


W tym tygodniu

W poniedziałek poznamy indeks ISM poza przetwórstwem dla USA.

Naszym zdaniem, wzrost on w lipcu do 50,8 pkt. z 48,8 pkt. w czerwcu, co będzie spójne z utrzymującym się od marca cyklem naprzemiennego wzrostu i spadku aktywności. Pomimo powrotu indeksu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej spadek

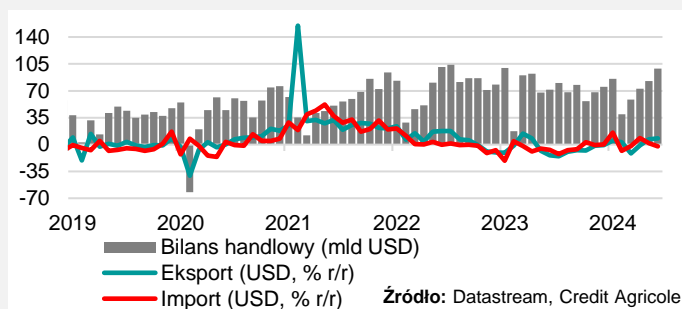
i wzrost aktywności, będzie on nadal wyraźnie niższy niż w 2023 r. i na początku br. Naszym zdaniem sygnalizuje to wysokie prawdopodobieństwo spowolnienia wzrostu gospodarczego w USA w drugiej połowie 2024 r. Naszym zdaniem, publikacja indeksu ISM będzie neutralna dla rynków finansowych.



W środę opublikowane zostaną dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach.

Oczekujemy, że saldo bilansu handlowego wzrosło do 101,0 mld USD w lipcu wobec 99,1 mld USD w czerwcu. Prognozujemy, że dynamika chińskiego eksportu wzrosła do 9,0% r/r w lipcu wobec 8,6% w czerwcu, a dynamika importu do 1,8% r/r wobec -2,3%.

Wzrost dynamik obu wskaźników będzie stał w opozycji do pogorszenia koniunktury zasygnalizowanego przez lipcowe indeksy PMI, związanego głównie ze słabym popytem wewnętrznym w Chinach (patrz poniżej). Opublikowane dane będą ważnym źródłem informacji w kontekście perspektyw ożywienia w chińskiej gospodarce i tendencji w handlu międzynarodowym oraz oceny prawdopodobieństwa uruchomienia dodatkowego wsparcia ze strony chińskiego rządu. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.



W zeszłym tygodniu

- Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed pozostawił docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [5,25%; 5,50%], co było zgodne z naszą prognozą i konsensusem. W komunikacie pojawił się zapis, zgodnie z którym członkowie FOMC uważnie analizują czynniki ryzyka dotyczące obydwu elementów podwójnego mandatu Fed (czyli utrzymania stabilnego poziomu cen i pełnego zatrudnienia). Zgodnie z czerwcowym komunikatem członkowie Fed koncentrowali się głównie na czynnikach ryzyka związanych z inflacją. W ten sposób najprawdopodobniej chcieli oni zwrócić uwagę na pogarszającą się sytuację na amerykańskim rynku pracy, która może być argumentem na rzecz rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej powiedział, że zbliża się pierwsza obniżka stóp procentowych. Jego zdaniem jest ona możliwa już we wrześniu jednak podkreślił, że ostateczna decyzja nie została jeszcze podjęta i wszystko zależy będzie od napływających danych. Stwierdził, że jest w stanie sobie wyobrazić scenariusz bez obniżek stóp procentowych w tym roku jak również scenariusz zakładający kilka obniżek stóp procentowych. W świetle opublikowanych w ubiegłym tygodniu wyraźnie słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy (patrz poniżej) dostrzegamy ryzyko w dół

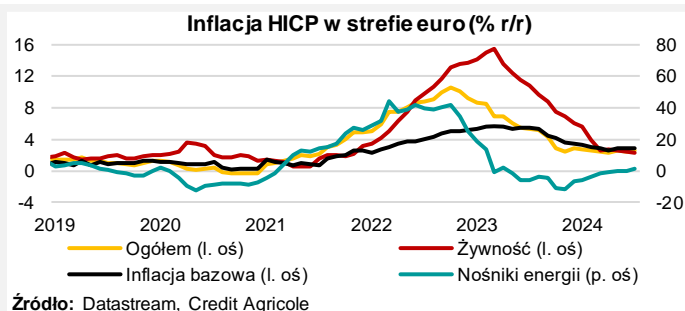
dla naszej prognozy, zgodnie z którą FOMC obniży stopy procentowe we wrześniu br. i o 25pb w IV kw. Więcej szczegółów nt. perspektyw polityki pieniężnej Fed pojawi się jednak dopiero w trakcie sierpniowego sympozjum w Jackson Hole. Rynek wycenia obecnie obniżki stóp procentowych w USA o łącznej skali prawie 125pb do końca 2024 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w lipcu o 114 tys. wobec wzrostu o 179 tys. w czerwcu (rewizja w dół z 206 tys.) i ukształtowało się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (175 tys.) i naszej prognozy (190 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+57,0 tys.), budownictwie (+25,0 tys.) oraz w turystyce i rekreacji (+23,0 tys.). Z kolei do spadku zatrudnienia doszło w usługach informacyjnych (-20,0 tys.), pozostałych usługach (-5,0 tys.) oraz w usługach finansowych (-4,0 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w lipcu do 4,3% wobec 4,1% w czerwcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (4,1%). Jest to drugi z kolei miesiąc, kiedy znajduje się ona powyżej stopy bezrobocia naturalnego, szacowanej przez Fed na poziomie 4,0%. Jest to jednocześnie najwyższa wartość stopy bezrobocia odnotowana od października 2021 r. Współczynnik aktywności zawodowej wzrósł w lipcu do 62,7% wobec 62,6% w czerwcu, przy czym nadal pozostaje on poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (63,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego obniżyła się w lipcu do 3,6% r/r wobec 3,8% w czerwcu (rewizja w dół z 3,9%). W naszej ocenie wskazuje to na słabnącą presję płacową w amerykańskiej gospodarce. Publikacja wyraźnie niższych od oczekiwań danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA doprowadziła do osłabienia dolara względem euro. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zmniejszył się w lipcu do 46,8 pkt. wobec 48,5 pkt. w czerwcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (48,8 pkt.). W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia, zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład dla czasu dostaw. Z kolei na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał indeks Conference Board, który wzrósł w lipcu do 100,3 pkt. wobec 97,8 pkt. w czerwcu (rewizja w dół z 100,4), przy oczekiwaniach równych 99,7 pkt. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oczekiwań. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA obniży się w III kw. do 0,5% wobec 2,8% w II kw., a w całym 2024 r. wyniesie 2,0% wobec 2,5% w 2023 r. Jednocześnie opublikowane w ubiegłym tygodniu dane z amerykańskiego rynku pracy stanowią ryzyko w dół dla naszego scenariusza zakładającego, że do końca br. Fed obniży stopy procentowe o 50pb. Co więcej, dane wskazują na ryzyko w górę dla naszej ścieżki kursu EURUSD (1,05 na koniec br.), a w konsekwencji również USDPLN (4,04 na koniec br.).

✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro nie zmieniła się w II kw. w porównaniu do I kw. i wyniosła 0,3%.** Tym samym ukształtowała się ona powyżej konsensusu rynkowego (0,2%) i zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 0,6% r/r w II kw. wobec 0,4% w I kw. Spośród największych gospodarek strefy euro zmniejszenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (-0,1% kw/kw w II kw. wobec -0,2% w I kw., przy naszej prognozie równej 0,0%) oraz we Włoszech (0,2% wobec 0,3%, zgodnie z naszą prognozą), podczas gdy tempo wzrostu PKB we Francji i w Hiszpanii nie zmieniło się w II kw. w porównaniu do I kw. i wyniosło odpowiednio 0,3% i 0,8% (przy naszych prognozach wynoszących odpowiednio do 0,2% i 0,4%). Dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. W świetle napływających wyników badań koniunktury ze strefy euro (por. MAKROMapa z 29.07.2024) dostrzegamy jednak ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w III kw. kwartalna dynamika PKB w strefie euro wzrośnie do 0,5%, a w całym 2024 r. PKB zwiększy się o 0,8% r/r wobec wzrostu o 0,6% w 2023 r.

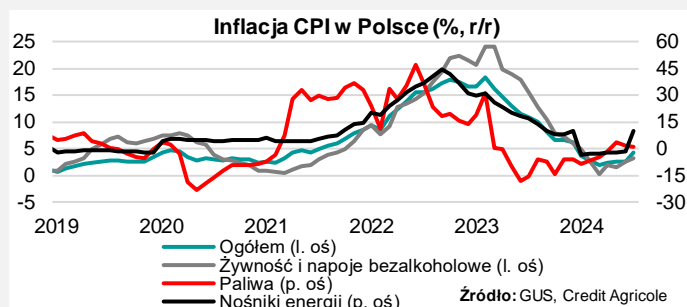
✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro wzrosła w lipcu do 2,6% wobec 2,5% w czerwcu, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i powyżej oczekiwań rynku (2,4%).** Do

wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen nośników energii (1,3% wobec 0,2%), podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek dynamiki cen żywności (2,3% r/r w lipcu wobec 2,4% w czerwcu). Inflacja bazowa nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 2,9% r/r. 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. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o inflacji w strefie euro nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC dokona w tym roku jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych po 25pb (we wrześniu i w grudniu).

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w lipcu do 4,2% r/r wobec 2,6% w czerwcu, kształtując się lekko poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (4,6%). 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 było odmrożenie cen gazu i prądu w lipcu, i związana z tym wyższa dynamika cen nośników energii (10,0% r/r w lipcu wobec spadku o 1,6% w czerwcu). Do wzrostu inflacji przyczyniła się również wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (3,2% r/r w lipcu wobec 2,5% w czerwcu) oraz wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się do 3,8% r/r wobec 3,6%. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,4% m/m, kształtując się wyraźnie powyżej swojego wzorca sezonowego (ok. 0,2% w lipcu). Przyspieszenie miesięcznego tempa wzrostu cen bazowych w istotnym stopniu było związane ze znacznymi ogólnokrajowymi podwyżkami opłat eksploatacyjnych (zaopatrzenie w wodę i odprowadzanie ścieków). W naszej ocenie wskazuje to, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje umiarkowanie silna. Oczekujemy, że kolejne miesiące przyniosą dalszy stopniowy wzrost inflacji, która w październiku najprawdopodobniej przekroczy poziom 5% i po przejściowym spadku pozostanie powyżej niego w I poł. 2025 r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2024 r. inflacja średniorocznie wyniesie 3,8% wobec 11,6% w 2023 r., a w 2025 r. wzrośnie do 4,4%.

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w lipcu do 47,3 pkt. wobec 45,0 pkt. w czerwcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (44,9 pkt.) i naszej prognozy (45,3 pkt.). Tym samym indeks osiągnął najwyższą wartość od lutego 2024 r. Niemniej już od 27 miesięcy pozostaje on poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie indeksu wynikało z wyższych wkładów wszystkich pięciu jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów oraz czasu dostaw). Pomimo tego wzrostu, jedynie dwie ze składowych wskazały na rzeczywiste zwiększenie aktywności (składowe dla zapasów oraz czasu dostaw). Komunikat opublikowany wraz z danymi sugeruje jednak, że poprawa wymienionych wyżej wskaźników raczej nie świadczy o tym, że firmy spodziewają się istotnego ożywienia popytu w najbliższych miesiącach, lecz wynika ona ze zwiększonych zakupów realizowanych przez część firm w obawie przed wzrostem cen (por. MAKROpuls z 01.08.2024). Wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek indeksu dla produkcji oczekiwanej w horyzoncie 12 miesięcy poniżej jej długookresowej średniej. Wyniki badań koniunktury w polskim

przetwórstwie nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym dynamika PKB w Polsce zwiększy się w III kw. do 2,4% r/r wobec 2,3% w II kw.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa. Indeks Caixin PMI spadł do 49,8 pkt. w lipcu wobec 51,8 pkt. w czerwcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (51,5 pkt.). Tym samym indeks pierwszy raz od października ub. r. spadł poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Obniżenie indeksu wynikało z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Wkład składowej dla zatrudnienia nie zmienił się w lipcu w porównaniu do czerwca. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje odnotowany w lipcu znaczący spadek indeksu dla nowych zamówień, która ukształtowała się wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. Jednocześnie spadek indeksu dla nowych zamówień eksportowych był tylko marginalny, co sugeruje, że źródłem silnego obniżenia zamówień był słabszy popyt wewnętrzny. Zgodnie z komunikatem, źródłem słabszego popytu wewnętrznego były ograniczenia budżetowe zgłaszane przez chińskie firmy. Najsilniej obniżył się popyt na dobra inwestycyjne i pośrednie, podczas gdy zamówienia na dobra konsumpcyjne pozostały relatywnie silne. Indeks dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12-miesięcy zwiększył się w lipcu w porównaniu do czerwca i kształtuje się wyraźnie powyżej granicy 50 pkt. Wskazuje to, że mimo przejściowych trudności oczekiwania chińskich firm dotyczące przyszłej aktywności pozostają dobre. Spadek odnotował również indeks NBS PMI, który obniżył się w lipcu do 49,4 pkt. wobec 49,5 pkt. w czerwcu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (49,3 pkt.). Opublikowane w ubiegłym tygodniu wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą roczna dynamika chińskiego PKB zmniejszy się w III kw. do 4,6% r/r wobec 4,8% w II kw., a w całym 2024 r. wyniesie 4,7% wobec 5,2% w 2023 r.

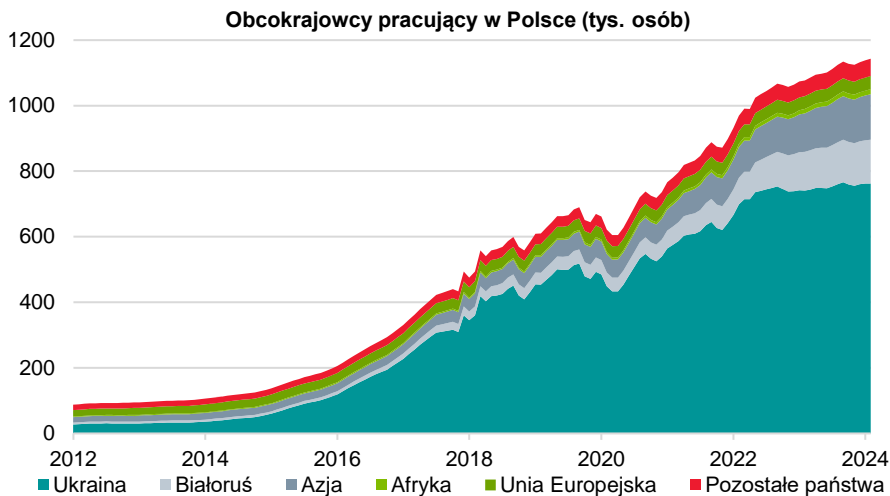
Czy to już koniec napływu migrantów zarobkowych do Polski?



Źródło: ZUS, Credit Agricole

wzrostu o 188 tys. osób w 2022 r. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena perspektyw imigracji zarobkowej do Polski.

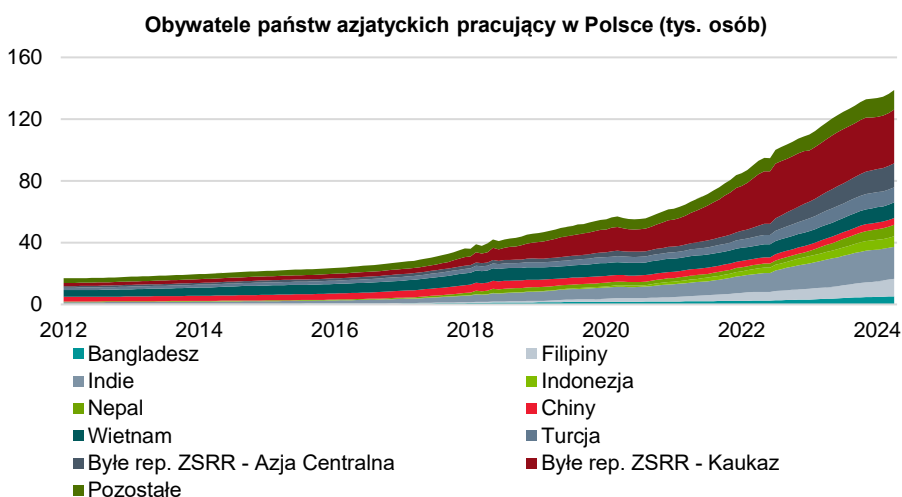
W ostatnich dziesięciu latach liczba obcokrajowców legalnie pracujących w Polsce wzrosła ponad 11-krotnie. Na początku 2014 r. było ich ok. 100 tys., podczas gdy obecnie jest to ponad 1,1 mln osób. Na uwagę zasługuje jednocześnie utrzymujący się wysoki roczny przyrost liczby obcokrajowców pracujących w Polsce, który w 2023 r. wyniósł 65 tys. osób wobec rekordowego



Źródło: ZUS, Credit Agricole

zgłaszającym przez firmy nasileniem problemu braku wykwalifikowanych pracowników, co dodatkowo tłumaczyło zwiększone zainteresowanie zatrudnianiem pracowników z zagranicy.

Po przejściowym spadku liczby obcokrajowców zatrudnionych w Polsce w początkowej fazie pandemii kolejne lata przyniosły dalsze zwiększenie skali imigracji zarobkowej do Polski. Na uwagę zasługują jednak zmiany w strukturze tego napływu. Wybuch wojny w Ukrainie z jednej strony doprowadził do przyjazdu uchodźców, których znaczna część znalazła zatrudnienie w Polsce. Według badań NBP odsetek uchodźców z Ukrainy, którzy podjęli pracę w Polsce wynosi 62% (stan na lipiec 2023 r.), co jest najlepszym wynikiem wśród państw OECD. Z drugiej strony obowiązek mobilizacyjny zahamował napływ mężczyzn z Ukrainy i doprowadził do powrotu części Ukraińców zatrudnionych wcześniej w Polsce do swojego kraju. Z tego powodu przyrost pracowników z Ukrainy w ostatnim czasie wyraźnie spowolnił. Jednocześnie z uwagi na sytuację polityczną na Białorusi w ostatnich latach obserwowany był zwiększony napływ pracowników z tego kierunku. W konsekwencji liczba Białorusinów pracujących w Polsce zwiększyła się od sierpnia 2020 r. (data rozpoczęcia fali protestów na Białorusi) o 90 tys. osób i wynosi obecnie 133 tys. osób.



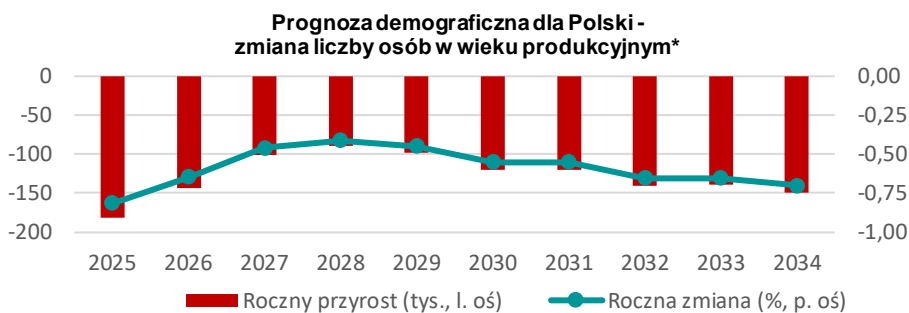
Źródło: ZUS, Credit Agricole

Zwiększony napływ imigrantów zarobkowych do Polski rozpoczął się w 2014 r., co wynikało głównie ze wzrostu napięcia geopolitycznego w Ukrainie. Z tego powodu początkowo głównym źródłem napływu imigrantów zarobkowych była Ukraina, podczas gdy liczba pracowników z innych krajów nie zmieniała się istotnie. Od 2018 r. można było jednak zaobserwować stopniowy wzrost imigracji również z innych kierunków, czemu sprzyjał rosnący popyt na pracę w warunkach ożywienia gospodarczego w Polsce. W 2018 r. mieliśmy do czynienia również ze

Na uwagę zasługuje również zwiększający się napływ pracowników z bardziej odległych kierunków, w szczególności z Azji. Największy udział w tej grupie pracowników mają Gruzini (26 tys. pracowników). Wysoki udział tego kierunku można, podobnie jak w przypadku Ukrainy i Białorusi, łączyć z napiętą sytuacją polityczną w Gruzji, jak i z brakiem obowiązku wizowego dla obywateli Gruzji na terenie Polski. Kolejne miejsca zajmują Indie (21 tys. osób), Filipiny (11 tys. osób) i Wietnam (10 tys. osób).

W Polsce trwają obecnie prace nad opracowaniem nowej strategii migracyjnej na lata 2025-2030. Wypowiedzi wiceministra M. Duszczyka, odpowiedzialnego za politykę migracyjną, sugerują, że liczba imigrantów w Polsce szybko zbliża się do granicy, jaką wyznaczają krajowe zdolności ich integracji. Dotyczą one zarówno odsetka imigrantów, jaki społeczeństwo jest w stanie zaabsorbować bez generowania napięć społecznych, jak i wyzwań infrastrukturalnych związanych m.in. z zapewnieniem nowoprzybyłym odpowiednich warunków mieszkaniowych, opieki medycznej czy edukacji dla ich dzieci. Istotnym

sygnałem wskazującym na kierunek działań rządowych było wydanie przez Ministerstwo Spraw Wewnętrznych i Administracji (MSWiA) w maju br. „Białej Księgi”, dotyczącej funkcjonującego w Polsce systemu wizowego. Zdaniem jej autorów głównym problemem polskiej polityki migracyjnej jest brak odpowiednich rozwiązań legislacyjnych i systemowych, co w warunkach presji ze strony pracodawców i środowiska naukowego doprowadziło do utraty kontroli nad przepływem ludności. Proponowane w dokumencie środki zaradcze koncentrują się na zwiększaniu poziomu kontroli instytucji rządowych nad imigracją, zwiększeniu jej selektywności oraz dostosowaniu wydawanych zezwoleń do rzeczywistych potrzeb polskiej gospodarki. Na grudzień br. przewidziana jest publikacja ostatecznej wersji projektu strategii migracyjnej MSWiA, natomiast na pierwszą połowę 2025 r. zaplanowane jest opracowanie nowych aktów prawnych na podstawie tego projektu.



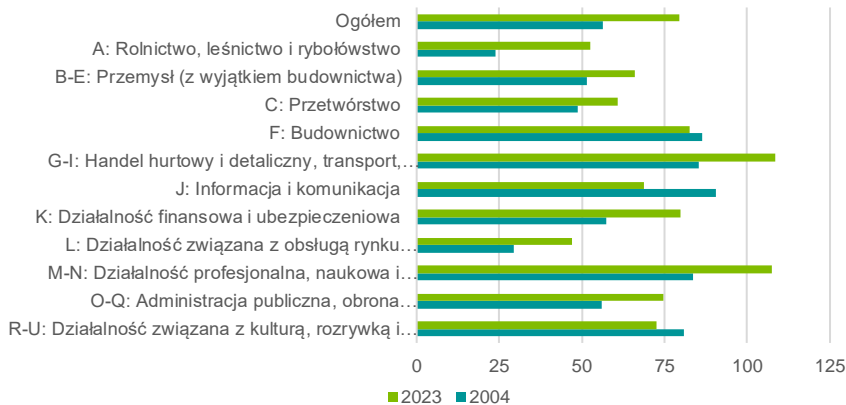
Uwzględniając wyczerpujący się potencjał imigracji z krajów ze zbliżonego kręgu kulturowego (Ukraina i Białoruś), a także prawdopodobne zaostrzenie polityki migracyjnej polskiego rządu uważamy, że przestrzeń do dalszego napływu pracowników z zagranicy jest już ograniczona. Jednocześnie w kolejnych latach będziemy mieć do czynienia z dalszym pogarszaniem się

Źródło: Eurostat, Credit Agricole
*18-59 w przypadku kobiet, 18-64 w przypadku mężczyzn

sytuacji demograficznej w Polsce. Zgodnie z projekcjami Eurostatu w perspektywie najbliższej dekady liczba osób w wieku produkcyjnym obniży się o prawie 1,4 mln. Sytuacja ta będzie generować presję płacową, jak również presję na wzrost wydajności pracy. Z punktu widzenia perspektyw wzrostu

gospodarczego kluczowa jest odpowiedź na pytanie, czy wzrost wydajności pracy będzie w stanie skompensować ubytek siły roboczej. Dane dotyczące różnic w wartości dodanej przypadającej na jednego pracującego pomiędzy Polską a strefą euro wskazują, że istnieje znacząca przestrzeń do poprawy w tym obszarze. Przykładowo wartość dodana wytworzona przez pracownika w polskim przetwórstwie nadal stanowi zaledwie 61% wartości wytwarzanej w strefie euro (wobec 49% w 2004 r.). Warto przy tym

Wartość dodana na pracownika w Polsce (PPS*, strefa euro=100)

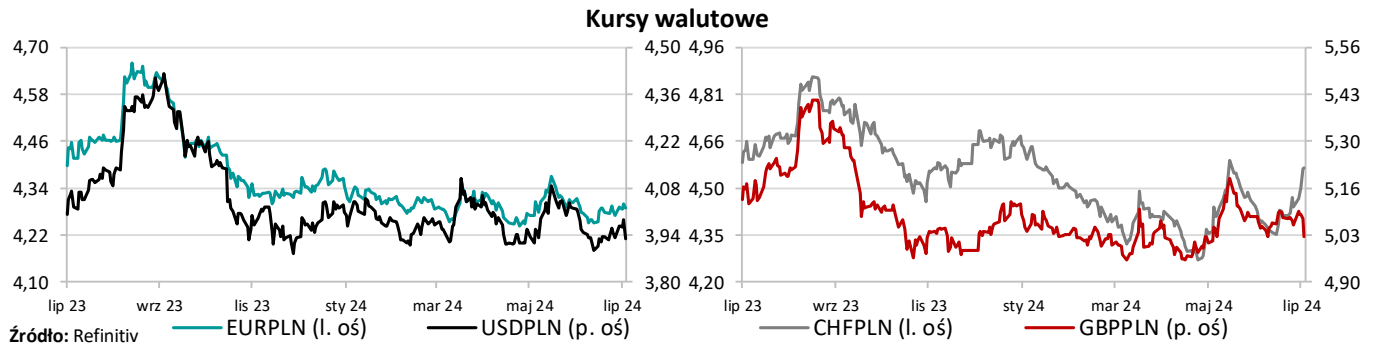


Źródło: Eurostat, Credit Agricole
*Purchasing Power Standard - umowna jednostka walutowa wykorzystywana do porównań poziomu zamożności pomiędzy krajami, która uwzględnia różnice cen w poszczególnych krajach

zauważyć, że są działy takie jak „działalność profesjonalna, techniczna, działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca” oraz „handel hurtowy i detaliczny, transport, działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi”, gdzie już obecnie wartość dodana przypadająca na pracującego jest wyższa niż w strefie euro. Uważamy, że w dłuższej perspektywie ważnym czynnikiem wspierającym wzrost wydajności pracy w Polsce będzie oczekiwany przez nas rosnący napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Sprzyjać będzie temu wysoka atrakcyjność Polski z punktu widzenia lokowania bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a także nearshoringu, czyli skracaniu łańcuchów dostaw w celu zwiększenia ich stabilności. Atrakcyjność ta jest potwierdzana m.in. w rankingach firm Reuters i Maersk. Ponadto wyniki naszych analiz wskazują, że istotnym czynnikiem zwiększającym wydajność pracy w Polsce będzie rozwój sztucznej inteligencji (por. MAKROmapy z

12.02.2024 oraz 19.02.2024). Z tego powodu uważamy, że mniejsza skala napływu imigrantów zarobkowych zostanie w znacznym stopniu skompensowana przez wzrost wydajności pracy, co będzie łagodzić jej negatywny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce.

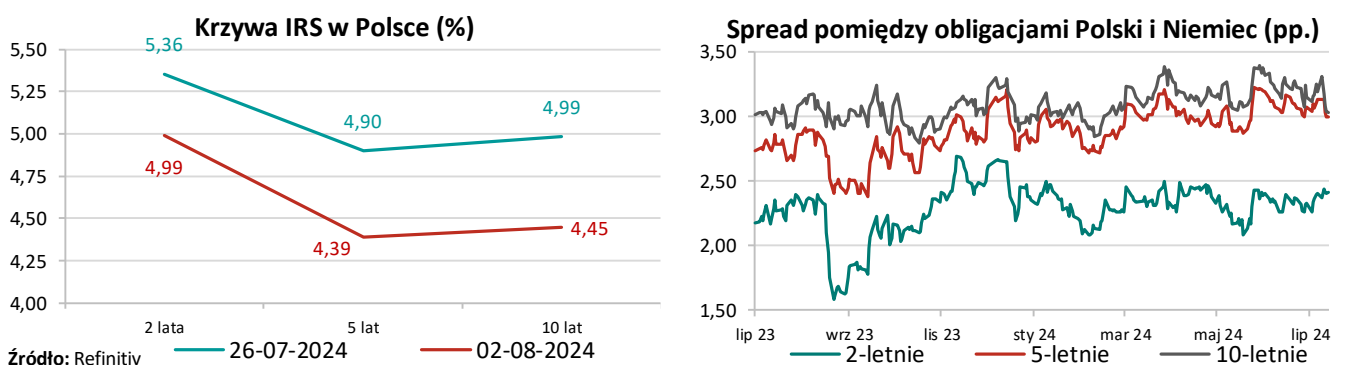
Dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do osłabienia dolara



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2889 (osłabienie złotego o 0,2%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w trendzie wzrostowym w ślad za lekkim spadkiem kursu EURUSD. Opublikowane w piątek słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do korekty i umocnienia euro względem dolara.

Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Silny spadek stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,99 (spadek o 37pb), 5-letnie do 4,39 (spadek o 51pb), a 10-letnie do 4,45 (spadek o 54pb). Na początku ubiegłego tygodnia doszło do dalszego zmniejszenia stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, co było kontynuacją tendencji z ostatnich tygodni (por. MAKROMAPA z 29.07.2024). Spadkowi rentowności na rynkach bazowych sprzyjają rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez Fed, dodatkowo nasilone przez publikację słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.

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	lip 23	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
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	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
Kurs EURPLN*	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,29
Kurs USDPLN*	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,96
Kurs CHFPLN*	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,51
Inflacja CPI (r/r, %)	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,2
Inflacja bazowa (r/r, %)	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,8
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,3	7,3	7,3
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-6,1	-5,1	-5,1
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	6,0	6,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,8	10,8
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	4,8	4,8
Saldo ROB (mln EUR)	55	587	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	-63	-96	-96	-96
Eksport (r/r, %, EUR)	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-3,3	1,8	-8,5	6,5	-7,6	-7,8	-7,8	-7,8
Import (r/r, %, EUR)	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-4,6	1,7	-7,6	7,0	-2,4	-1,6	-1,6	-1,6

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	2,3	2,4	2,5	3,1	3,3	3,4	3,6	0,2	2,3	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	4,0	3,5	3,2	2,5	2,1	2,0	1,8	-1,0	3,8	2,2	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-3,9	-1,9	-1,1	6,7	8,7	9,7	10,5	13,1	-2,0	9,1	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	0,5	1,5	1,7	4,5	5,3	5,7	4,3	7,1	3,4	2,0	5,6	
Import (ceny stałe, %, r/r)	-0,1	3,9	4,3	4,7	5,1	5,3	4,3	3,9	-2,0	3,2	4,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,3	2,1	1,6	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,5	2,2	1,3
	Inwestycje (pp.)	-0,2	-0,6	-0,3	-0,3	0,8	1,3	1,6	2,5	2,1	-0,3	1,5
	Eksport netto (pp.)	0,4	-1,2	-1,2	0,1	0,4	0,6	0,2	1,9	3,3	-0,5	0,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,5	1,3	1,1	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	1,6	0,8	0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,8	4,9	5,2	4,8	4,7	4,8	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	-0,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	15,5	14,8	15,0	10,1	8,3	7,1	6,5	12,8	14,9	8,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,6	5,1	5,5	5,1	3,5	3,4	11,6	3,8	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,88	5,88	5,88	5,63	5,51	5,38	5,88	5,88	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,29	4,30	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**
Poniedziałek 05.08.2024 r.					
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Lipiec	51,9	51,9
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Lipiec	50,1	50,1
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Sierpień	-7,3	-8,0
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	-4,2	-3,3
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Lipiec	48,8	50,8
Wtorek 06.08.2024 r.					
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Czerwiec	-1,6	0,8
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	0,1	0,0
Środa 07.08.2024 r.					
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Lipiec	99,1	101,0
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	-2,5	0,8
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Czerwiec	24,9	23,5
Czwartek 08.08.2024 r.					
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Czerwiec	0,2	0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Czerwiec	0,4	
Piątek 09.08.2024 r.					
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	-0,8	-0,9
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	0,2	0,4

* 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