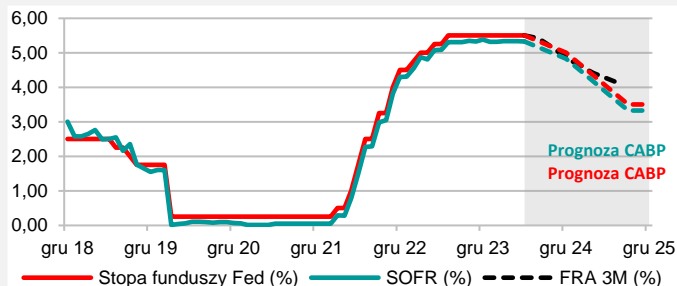


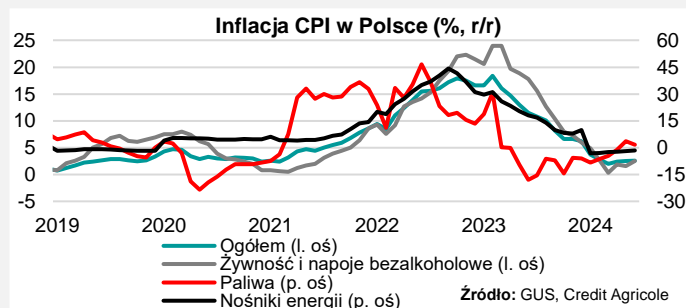
W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że Fed utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych – docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej równy [5,25%, 5,50%]. Taka decyzja byłaby spójna z ostatnimi wypowiedziami przedstawicieli FOMC, jak również zgodna z konsensusem rynkowym. Byłoby to ósme z kolei posiedzenie FOMC utrzymujące niezmienny poziom stóp procentowych. Dużo ważniejsze od samej decyzji Fed będą informacje ze strony prezesa J. Powella dotyczące momentu rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Spodziewamy się, że podczas konferencji mogą pojawić się sygnały sugerujące możliwość obniżki stóp we wrześniu. Prezes Fed najprawdopodobniej powtórzy wyrażaną ostatnio ocenę, że napływające w ostatnim czasie dane dają pewne podstawy do obniżki stóp procentowych. Podtrzymujemy naszą ocenę, że FOMC obniży stopy procentowe we wrześniu br., jednak bardziej zdecydowany sygnał wskazujący na wysokie prawdopodobieństwo tego scenariusza pojawi się dopiero w trakcie sierpniowego sympozjum w Jackson Hole. Naszym zdaniem konferencja po posiedzeniu FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie środowa publikacja wstępnych danych o lipcowej inflacji w Polsce. Naszym zdaniem zwiększyła się ona do 4,6% r/r wobec 2,6% w czerwcu. Wyższa inflacja w lipcu będzie przede wszystkim efektem odmrożenia cen gazu i prądu w lipcu. Łączny wzrost nośników ogółem prognozujemy na 15% m/m. Z kolei inflacja bazowa zwiększyła się naszym zdaniem do 3,7% r/r w lipcu wobec 3,6% w czerwcu. Byłby to jej pierwszy wzrost od marca 2023 r., co po części będzie związane ze znacznymi ogólnokrajowymi podwyżkami opłat eksploatacyjnych (zaopatrzenie w wodę i odprowadzanie ścieków). Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Źródło: GUS, Credit Agricole

W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane ze strefy euro i Niemiec. Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro nie zmieniła się w II kw. w porównaniu do I kw. i wyniosła 0,3%. Stabilizacja tempa wzrostu aktywności w strefie euro będzie spójna z wynikami badania PMI w II kw. Dodatkowych informacji nt. wzrostu gospodarczego w strefie euro dostarczy wstępny szacunek PKB w Niemczech. Oczekujemy, że dynamika PKB spadła do 0,0% kw/kw w II kw. z 0,2% w I kw. W środę poznamy również wstępne dane o inflacji HICP w strefie euro. Prognozujemy, że wzrosła ona w lipcu do 2,6% r/r wobec 2,5% w czerwcu wobec konsensusu rynkowego który przewiduje jej spadek do 2,4%. Niewielki wzrost dynamiki cen będzie związany z szybszym wzrostem cen energii oraz prawdopodobnym zaburzeniem sezonowości w sektorze odzieżowym i organizacją Igrzysk Olimpijskich w Paryżu (głównie wyższe ceny w zakresie „zakwaterowania i rekreacji” podbite przez zwiększony popyt ze strony turystów). Oczekujemy, że publikacja inflacji w strefie euro będzie lekko negatywna dla kursu złotego i cen polskich

- obligacji, podczas gdy dane o PKB z Niemiec i strefy euro będą neutralne dla rynków finansowych.
- ✓ **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 190 tys. osób w lipcu wobec wzrostu o 206 tys. w czerwcu, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,1%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. w lipcu wobec wzrostu o 150 tys. w czerwcu). Przyrost zatrudnienia poza rolnictwem kształtował się w ostatnich miesiącach w trendzie spadkowym, a lipcowy odczyt byłby najniższym od stycznia br., co sygnalizuje ochładzanie się rynku pracy w USA. W czwartek opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Naszym zdaniem, spadnie on w lipcu do 48,2 pkt. z 48,5 pkt. w czerwcu, pozostając czwarty miesiąc z rzędu poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, co będzie spójne ze spadkiem wstępnego lipcowego indeksu PMI dla przetwórstwa w USA odnotowanym w ubiegłym tygodniu. We wtorek poznamy indeks Conference Board. Prognozujemy, że spadnie on w lipcu do 99,0 pkt. wobec 100,4 pkt. w czerwcu, wskazując na pogorszenie się nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
 - ✓ **W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** W środę opublikowany zostanie wskaźnik NBS PMI. Konsensus rynkowy oczekuje, że zmniejszył się on w lipcu do 49,3 pkt. wobec 49,5 pkt. w czerwcu. W czwartek poznamy również indeks Caixin PMI, który według oczekiwań rynkowych obniży się do 51,5 pkt. w lipcu wobec 51,8 pkt. w czerwcu. Wyniki badań koniunktury zasygnalizują zatem ograniczoną skalę ożywienia w Chinach. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.
 - ✓ **W czwartek opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który wzrósł naszym zdaniem do 45,3 pkt. w lipcu wobec 45,0 pkt. w czerwcu.** Oczekiwany przez nas wzrost indeksu będzie spójny z poprawą koniunktury odnotowaną w badaniach GUS. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy związane ze spadkiem indeksów PMI dla przetwórstwa strefy euro i Niemiec (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (44,9 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- ✓ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w czerwcu do 4,7% r/r wobec 5,4% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (5,8%) i naszej prognozy (5,7%).** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zmniejszyła się w czerwcu do 4,4% r/r wobec 5,0% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (5,3%) i naszej prognozy (5,2%). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w czerwcu o 1,5% m/m. Odnotowany w czerwcu wzrost sezonowo wyrównanej sprzedaży detalicznej sygnalizuje kontynuację obserwowanej w ostatnich kwartałach tendencji do wzrostu sprzedaży. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że wartość sprzedaży w cenach stałych osiągnęła w czerwcu najwyższy poziom w historii (por. MAKROpuls z 22.07.2024). Szacowane przez nas tempo wzrostu tzw. sprzedaży bazowej, czyli sprzedaży po wyłączeniu samochodów, paliw i żywności sprzedawanej w wyspecjalizowanych sklepach wyniosło w czerwcu 3,7% r/r wobec 4,1% w maju. Pomimo lekkiego spadku względem maja, dynamika ta kształtowała się na relatywnie wysokim poziomie wskazując na wysokie prawdopodobieństwo trwałości ożywienia popytu konsumpcyjnego. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o sprzedaży detalicznej są spójne z naszym zrewidowanym scenariuszem konsumpcji (patrz poniżej). Jednocześnie podtrzymujemy naszą ocenę, że ożywienie popytu

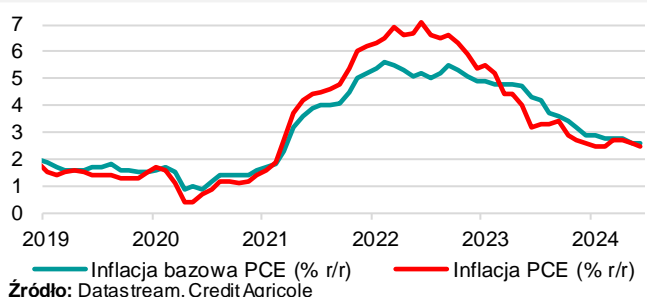
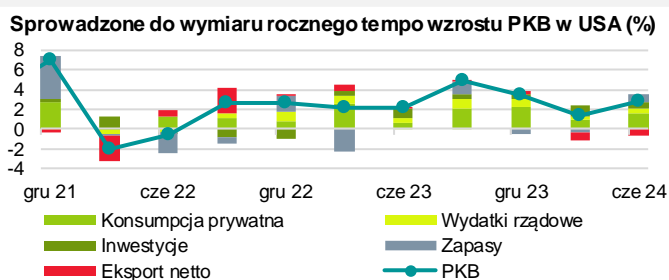
konsumpcyjnego, wspierane przez szybki wzrost realnego funduszu płac będzie, podobnie jak w I kw., głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w II kw. i w całym 2024 r.

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce zmniejszyła się w czerwcu do -8,9% r/r wobec -6,5% w maju, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (-4,6%) i naszej prognozy (-5,5%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w czerwcu o 2,1% m/m. Odnotowany w czerwcu spadek odsezonowanej produkcji budowlano-montażowej w ujęciu m/m wskazuje, że popyt w branży budowlanej jest obecnie silnie ograniczany przez obniżoną absorpcję środków unijnych (por. MAKROpuls z 22.07.2024). Wsparcie dla takiej oceny stanowi szeroki spadek produkcji budowlano-montażowej, który w ujęciu rocznym został odnotowany we wszystkich trzech analizowanych kategoriach: „budowa budynków”, „roboty budowlane specjalistyczne” oraz „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach budownictwo mieszkaniowe pozostanie czynnikiem wspierającym aktywność w budownictwie, a wpływ tego czynnika będzie wzmocniony przez realizację projektów w ramach KPO. Skala ożywienia może być jednak mniejsza od naszych wcześniejszych oczekiwań (m.in. ze względu na odsunięcie na 2025 r. nowego rządowego programu wsparcia kredytobiorców).

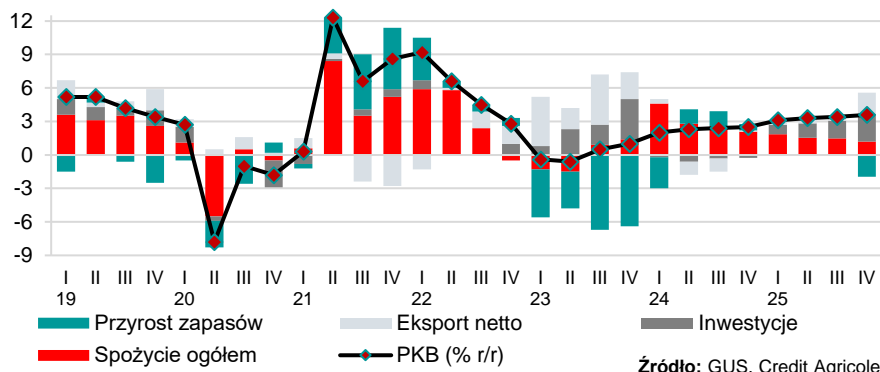
Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro spadł w lipcu do 50,1 pkt. wobec 50,9 pkt. w czerwcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,8 pkt.). Obniżenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, jak i aktywności biznesowej w usługach. W ujęciu geograficznym poprawę koniunktury odnotowano we Francji, podczas gdy w Niemczech i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do jej pogorszenia. Zgodnie z komunikatem poprawa koniunktury we Francji wynikała jednak przede wszystkim z przejściowo wyższej aktywności w sektorze usług związanej z odbywającymi się igrzyskami olimpijskimi w Paryżu. W danych na uwagę zasługują utrzymujące się rozbieżne tendencje w sektorze usług (łagodne ożywienie) i przetwórstwie (spadek aktywności). Kluczowy z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa zmniejszył się w lipcu do 42,6 pkt. w lipcu wobec 43,5 pkt. w czerwcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (44,0 pkt.). W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zapasów i czasu dostaw. Zgodnie z komunikatem utrzymujący się silny spadek aktywności w niemieckim przetwórstwie nie ma jednej przyczyny, lecz wynika z szeregu problemów strukturalnych takich jak niedobór wykwalifikowanych pracowników, zaległości w inwestycjach infrastrukturalnych, niewystarczający poziom cyfryzacji, jak również relatywnie wysokie ceny energii. Jednocześnie w komunikacie zwrócono uwagę, że kluczowym czynnikiem ograniczającym aktywność w niemieckim przetwórstwie jest postępująca utrata udziału niemieckich firm w światowym rynku samochodów i maszyn na rzecz Chin. Słabe nastroje w niemieckim przetwórstwie znalazły odzwierciedlenie w spadku indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, przy czym nadal kształtuje się ona powyżej granicy 50 pkt. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, handlu i usługach, który spadł w lipcu do 87,0 pkt. wobec 88,6 pkt. w czerwcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (88,9 pkt.). Zmniejszenie indeksu wynikało z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury miało szeroki zakres i objęło wszystkie cztery badane sektory gospodarki: przetwórstwo, usługi, handel i budownictwo. Opublikowane w ubiegłym tygodniu wyniki badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech stanowią istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększy się w III kw. do 0,5% wobec 0,3% w II kw., a w całym 2024 r. dynamika PKB wyniesie 0,8% wobec 0,6% w 2023 r. Podobnie, dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększy

się w III kw. do 0,3% wobec 0,0% w II kw., a w całym 2024 r. tempo wzrostu PKB wyniesie 0,1% wobec 0,0% w 2023 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzona do wymiaru rocznego dynamika PKB w USA w II kw. wzrosła do 2,8% wobec 1,4% w pierwszym kwartale, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (2,0%). Do zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego pomiędzy I kw. a II kw. przyczyniły się wyższe wkłady zapasów, konsumpcji prywatnej i wydatków rządowych, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady inwestycji i eksportu netto. Tym samym 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 spadła w czerwcu do 2,5% wobec 2,6% w maju, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i powyżej naszej prognozy (2,4%). Jednocześnie inflacja bazowa PCE nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 2,6% r/r, kształtując się powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (2,5%). Odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych wzrosła w czerwcu do 0,2% m/m wobec 0,1% w maju. Stanowi to wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą presja inflacyjna w USA pozostaje na podwyższonym poziomie. Zgodnie z opublikowanym wstępnym szacunkiem, zamówienia na dobra trwałe spadły w czerwcu o 0,6% m/m wobec wzrostu o 0,1% w maju i ukształtowały się znacznie poniżej oczekiwań rynku (+0,3%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w czerwcu do 0,5% wobec 0,1% w maju. Zamówienia na cywilne dobra kapitałowe po wyłączeniu samolotów zwiększyły się w czerwcu o 0,3% r/r wobec spadku o 0,5% w maju. Jednocześnie ich trzymiesięczna średnia ruchoma nieznacznie wzrosła w czerwcu, co sygnalizuje nieznaczną poprawę perspektyw inwestycji w USA. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również dane o sprzedaży nowych domów (617 tys. w czerwcu wobec 621 tys. w maju) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,89 mln wobec 4,11 mln). Czynnikiem ograniczającym sprzedaż domów w USA pozostaje wysokie oprocentowanie kredytów hipotecznych. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się w lipcu do 64,4 pkt. wobec 68,2 pkt. w czerwcu i 66,0 pkt. we wstępnym szacunku. Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i dla oczekiwań. Pogorszenie koniunktury konsumenckiej w lipcu wynikało z nasilenia obaw amerykańskich gospodarstw domowych o perspektywę kształtowania się inflacji, stopy bezrobocia i stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA spadnie do 0,5% w III kw. wobec 1,4% w I kw., a w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 2,0% wobec wzrostu o 2,5% w 2023 r.



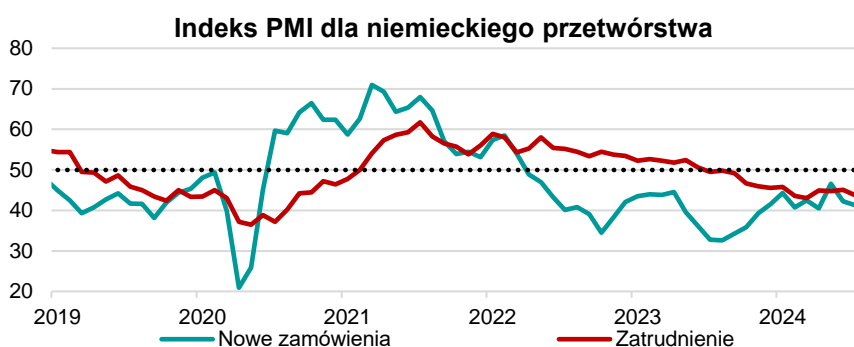
Prognozy na lata 2024-2025



Źródło: GUS, Credit Agricole

niezmienione względem poprzedniej rundy prognostycznej. Uważamy jednak, że skala ożywienia w latach 2024-2025 będzie mniejsza od naszych wcześniejszych założeń. Prognozujemy, że dynamika PKB wyniesie 2,3% r/r w br. wobec 2,8% przed rewizją. Krajowe dane miesięczne za ostatnie miesiące okazały się dosyć rozczarowujące, co skłoniło nas do obniżenia naszej prognozy dynamiki wzrostu gospodarczego za II kw. z 2,5% r/r do 2,3% r/r. Obniżenie punktu startowego ma negatywny wpływ na średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego, jednak tylko częściowo odpowiada za rewizję w dół naszej prognozy za cały 2024 r. Skala obniżki prognoz dynamiki PKB w kolejnych kwartałach jest bowiem większa niż w II kw.

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). Oczekiwane przez nas główne tendencje w zakresie kształtowania się składowych PKB w br. w dużej mierze pozostały

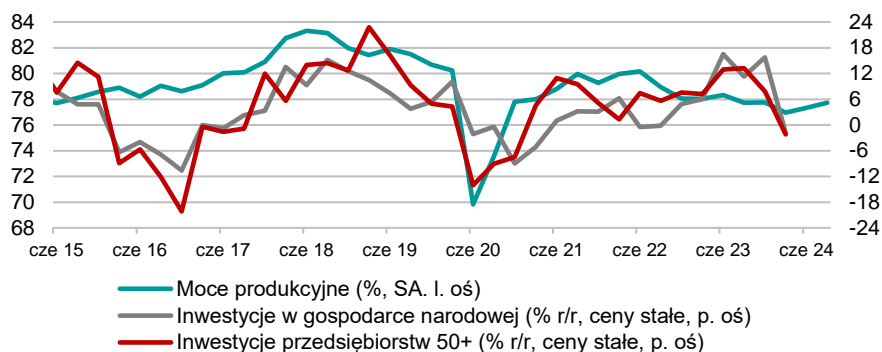


Źródło: S&P, Credit Agricole

wyraźne przyspieszenie spadku nowych zamówień ogółem oraz zatrudnienia. Ponadto wskaźnik oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy również obniżył się w lipcu. Autorzy raportu PMI zwracają uwagę, że lipcowy poziom zagregowanego indeksu dla Niemiec byłby spójny z dynamiką PKB w Niemczech na poziomie ok. -0,4% kw/kw w III kw. Sytuacja może się jeszcze poprawić w sierpniu i wrześniu, niemniej jednak byłby to znacząco gorszy wynik od prognozowanego przez nas obecnie tempa wzrostu gospodarczego w III kw. wynoszącego +0,3% w kw/kw. Uwzględniając te trendy, obniżyliśmy naszą prognozę wzrostu eksportu na br. Jednocześnie oczekiwany przez nas wolniejszy wzrost konsumpcji i inwestycji w ujęciu rocznym (patrz poniżej) będzie miał negatywny wpływ na dynamiki popytu krajowego i importu, co będzie ograniczało negatywne oddziaływanie pogorszenia sytuacji w otoczeniu zewnętrznym Polski na wkład eksportu netto do PKB. Niemniej jednak uważamy, że w najbliższych kwartałach kształtować się on poniżej lub blisko zera.

Uważamy, że średnioterminowe perspektywy makroekonomiczne wyglądają obecnie mniej optymistycznie – szczególnie w kontekście otoczenia zewnętrznego Polski. Takie tendencje dobrze odzwierciedlają lipcowe indeksy PMI dla przetwórstwa strefy euro w tym Niemiec (patrz powyżej). W strukturze tych danych na szczególną uwagę zasługuje

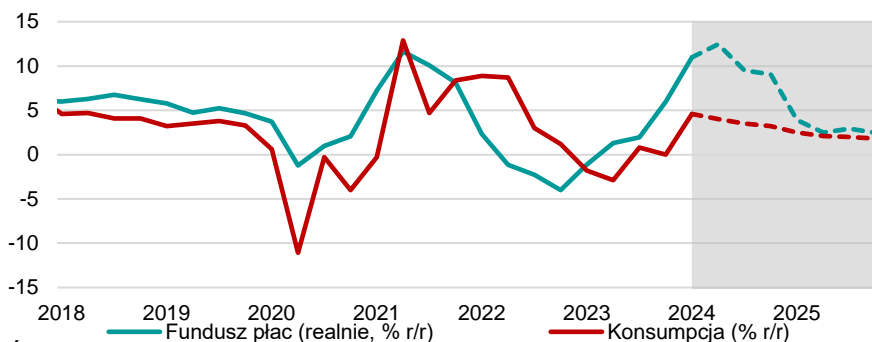
Obniżyliśmy również naszą prognozę inwestycji ogółem. Podobnie jak w poprzedniej rundzie prognostycznej uważamy, że nakłady brutto na środki trwałe zmniejszą się w skali całego roku, jednak skala tego spadku będzie większa niż wcześniej zakładaliśmy. Głównym powodem rewizji w dół będzie niższa (znajdująca się na ujemnych poziomach) dynamika inwestycji przedsiębiorstw. Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych kształtował się w ostatnich kwartałach w trendzie spadkowym nie



Źródło: GUS, Credit Agricole

kwartałach zaobserwujemy wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw, jednak będzie ona niższa od naszych wcześniejszych oczekiwań. Ponadto, odsunięcie w czasie uruchomienia nowego rządowego programu wsparcia kredytobiorców będzie miało negatywny wpływ na inwestycje gospodarstw domowych (głównie zakupy mieszkań na rynku pierwotnym) w br. W połączeniu z prognozowaną przez nas wyraźnie ujemną dynamiką publicznych nakładów brutto na środki trwałe (obniżona absorpcja środków unijnych pomiędzy dwiema siedmioletnimi perspektywami finansowymi) oczekujemy, że dynamika inwestycji ogółem ukształtuje się w br. na ujemnym poziomie (-2,0% r/r wobec 13,1% w 2023 r.) i będzie ważnym czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy.

zapewniając tym samym impulsów do zwiększenia nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw. Dodatkowo obserwujemy obecnie pogorszenie klimatu inwestycyjnego. W lipcowej edycji badania koniunktury NBP („Szybki Monitoring”) odnotowano spadek wskaźnika nowych inwestycji zarówno w horyzoncie kwartalnym, jak i rocznym. Nadal oczekujemy, że w kolejnych

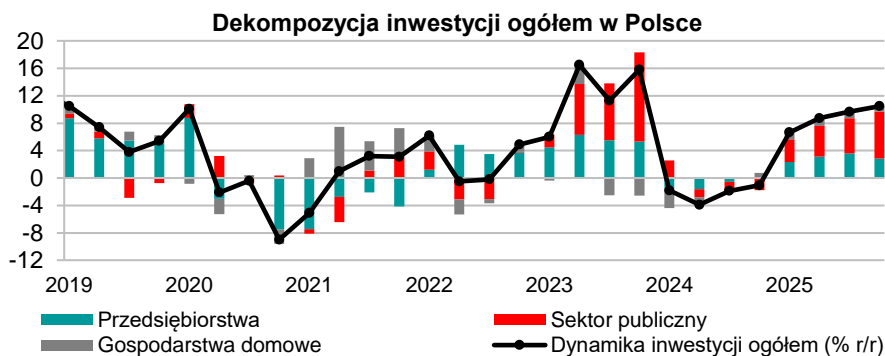


Źródło: GUS, Credit Agricole

oszczędności kosztem bieżącej konsumpcji. Wzrost skłonności do oszczędzania jest czynnikiem ograniczającym ożywienie spożycia prywatnego w 2024 r. Dodatkowo w ostatnich miesiącach obserwujemy wyhamowanie poprawy nastrojów konsumpcyjnych. Wskaźniki koniunktury obrazujące skłonność gospodarstw domowych do dokonywania ważnych zakupów obecnie i w przyszłości nadal kształtują się w rosnącym, jednak słabnącym trendzie. Z kolei w przypadku innych wskaźników (np. oceny dotyczącej „zmiany ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju” czy też „zmiany sytuacji finansowej gospodarstwa domowego”) widoczny jest większy pesymizm konsumentów. Takie tendencje sygnalizują, że ożywienie wzrostu spożycia prywatnego w II poł. br. będzie najprawdopodobniej mniejsze niż wcześniej zakładaliśmy. Uwzględniając powyższe tendencje prognozujemy, że dynamika konsumpcji wzrośnie do 3,8% r/r w br. wobec -1,0% w 2023 r.

Podtrzymujemy nasz pogląd, że głównym motorem wzrostu gospodarczego w br. będzie konsumpcja, którą napędzał będzie szybki wzrost realnych wynagrodzeń. Dostrzegamy jednak coraz więcej sygnałów wskazujących, że konsumenci wykorzystują okres relatywnie niskiej inflacji i wysokiego wzrostu wynagrodzeń do odbudowy

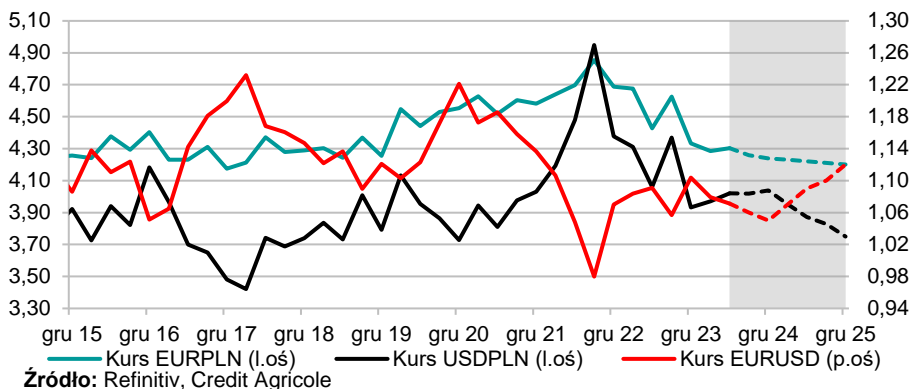
Obniżyliśmy także naszą prognozę wzrostu PKB w 2025 r. do 3,5% r/r wobec 4,6% przed rewizją. Obniżenie dynamiki PKB w przyszłym roku podyktowane jest podobnymi czynnikami jak w przypadku br. Po pierwsze oczekujemy zmniejszenia dynamiki konsumpcji w warunkach rosnącej inflacji i spowalniającego wzrostu nominalnych wynagrodzeń. Ponadto uważamy, że perspektywy popytu zagranicznego ulegną tylko nieznacznej poprawie. Jednocześnie podtrzymujemy naszą ocenę, że głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy w przyszłym roku będzie oczekiwany przez nas boom w inwestycjach ogółem. Na podstawie profilu czasowego absorpcji środków unijnych w ramach perspektywy 2014-2020 oczekujemy, że wykorzystanie funduszy UE wyraźnie przyspieszy w 2025 r. Dostrzegamy jednak sygnały wskazujące na wysokie prawdopodobieństwo opóźnień w realizacji projektów (lub nawet rezygnacji z ich



Źródło: Eurostat, GUS, Credit Agricole

w maju br. wiceminister aktywów państwowych określił opóźnienie w pierwszej fazie budowy morskich farm wiatrowych na około pół roku. Dodatkowo, w warunkach kumulacji szerokiego zakresu projektów infrastrukturalnych w najbliższych kwartałach branża budowlana może mieć trudności podażowe z obsługą tak dużej liczby zleceń. Tym samym skala ożywienia inwestycji publicznych w 2025 r. będzie najprawdopodobniej mniejsza niż zakładaliśmy wcześniej. Prognozujemy, że w 2025 r. pozostałe dwa segmenty nakładów brutto na środki trwałe (tj. inwestycje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) również zwiększą się w porównaniu do 2024 r. Perspektywy inwestycji przedsiębiorstw oceniamy dosyć optymistycznie. Będą one wspierane przez ożywienie wzrostu gospodarczego oraz inwestycje zmierzające do zwiększenia produktywności, jak również efekty niskiej bazy z 2024 r. i zmiany powiązane z transformacją energetyczną. Z kolei wzrost inwestycji gospodarstw domowych będzie wspierany przez uruchomienia nowego programu wsparcia kredytobiorców. Podsumowując, ożywienie inwestycji w 2025 r. będzie miało szeroki zakres, choć będzie ono głównie efektem boomu w inwestycjach publicznych. Prognozujemy, że nakłady brutto na środki trwałe ogółem zwiększą się o 9,1% r/r w 2025 r.

realizacji) zarówno w ramach siedmioletniej perspektywy finansowej, jak również w przypadku KPO. Przykładowo ze względu na zbyt późne odblokowanie środków w ramach KPO rząd podjął decyzję o rezygnacji z realizacji inwestycji polegającej na zwiększeniu produkcji leków i aktywnych substancji farmaceutycznych w Polsce. Z kolei

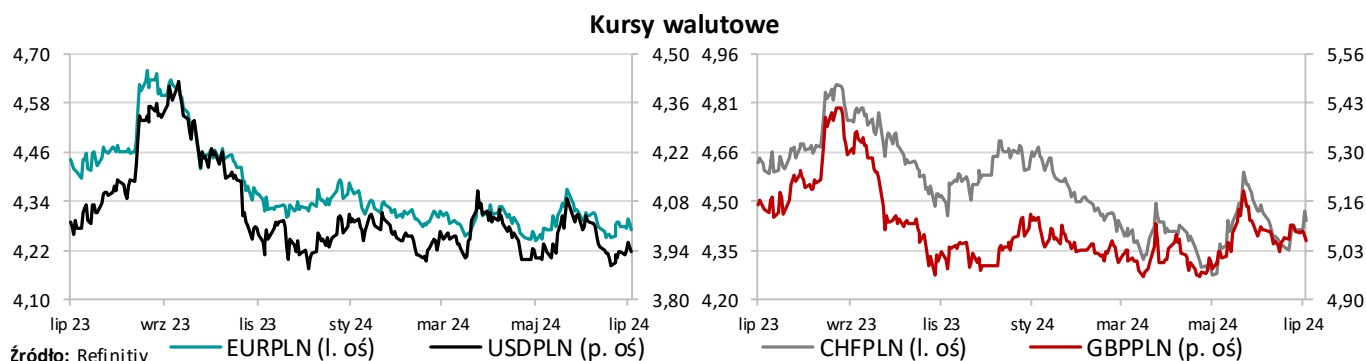


Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

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

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

Dane o inflacji w strefie euro mogą osłabić złotego

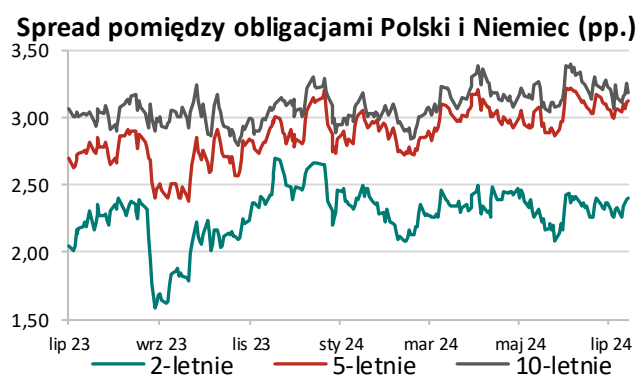
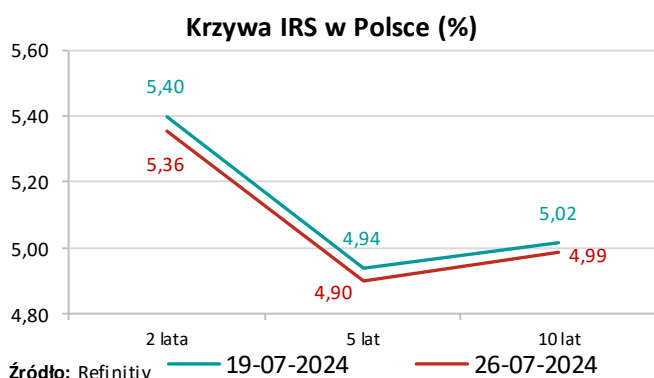


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2703 (umocnienie złotego o 0,2%). W ubiegłym tygodniu doszło do wyhamowania deprecjacji złotego obserwowanej dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 22.07.2024). Jednocześnie kurs polskiej waluty charakteryzował się niską zmiennością, czemu sprzyjał relatywnie ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych.

W zeszłym tygodniu doszło natomiast do osłabienia euro względem dolara. W kierunku spadku kursu EURUSD oddziaływały publikacje słabszych od konsensusu indeksów PMI w strefie euro, co zwiększyło oczekiwania części inwestorów na obniżki stóp procentowych przez EBC.

W tym tygodniu kluczowa dla kursu polskiej waluty będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro, która może naszym zdaniem przyczynić się do osłabienia złotego. Przeciwny wpływ może mieć natomiast przewidziana na czwartek publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. W kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego może z kolei oddziaływać śródowe posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,36 (spadek o 4pb), 5-letnie do 4,90 (spadek o 4pb), a 10-letnie do 4,99 (spadek o 3pb). W ubiegłym tygodniu doszło do lekkiego zmniejszenia stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, co było kontynuacją tendencji z ostatnich tygodni (por. MAKROmapa z 22.07.2024). Obniżenie rentowności na rynkach bazowych wynikało ze wzrostu oczekiwań na obniżki stóp procentowych w strefie euro, które w ubiegłym tygodniu zostały dodatkowo nasilone przez publikację słabszych od oczekiwań indeksów PMI w obszarze wspólnej waluty. Pod koniec tygodnia doszło do korekty i wzrostu stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie śródkowe posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Do wzrostu stawek IRS może przyczynić się zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. W tym samym kierunku może oddziaływać również przewidziana na czwartek publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,30
Kurs USDPLN*	4,06	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
Kurs CHFPLN*	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,51
Inflacja CPI (r/r, %)	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,7	0,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-6,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	
Saldo ROB (mln EUR)	4087	55	587	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	-63		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-3,3	1,8	-8,5	6,5	-7,6		
Import (r/r, %, EUR)	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-4,6	1,7	-7,6	7,0	-2,4		

* 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**
Wtorek 30.07.2024 r.						
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,2	0,0	0,1
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	II kw.	0,3	0,3	0,2
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Lipiec	-0,46		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	2,5	2,4	2,4
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Maj	0,4		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	100,4	99,0	99,6
Środa 31.07.2024 r.						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	49,5		49,3
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	2,6	4,6	4,6
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	2,5	2,6	2,4
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Lipiec	150		140
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Lipiec	47,4		
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Lipiec	5,50	5,50	5,50
Czwartek 01.08.2024 r.						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	51,8		51,5
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	45,0	45,3	44,9
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	42,6	42,6	42,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	45,6	45,6	45,6
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Czerwiec	6,4		6,4
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Sierpień	5,25		
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	49,5		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	48,5	48,2	48,6
Piątek 02.08.2024 r.						
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	4,1	4,1	4,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Lipiec	206	190	175
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Czerwiec	-0,5		-2,0

* 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

Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 512 191 822

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 518 003 696

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

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.