






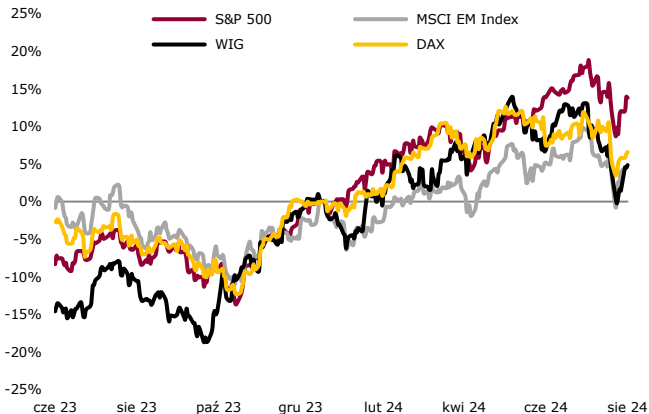
# Wakacyjny rollercoaster

---

MAKROWIZJER  
SIERPIEŃ 2024

-  Rynek pracy w USA z większymi oznakami słabości
-  Rośnie presja na obniżki stóp procentowych Fed
-  Obawy o perspektywy globalnej gospodarki podnoszą ryzyka dla Polski

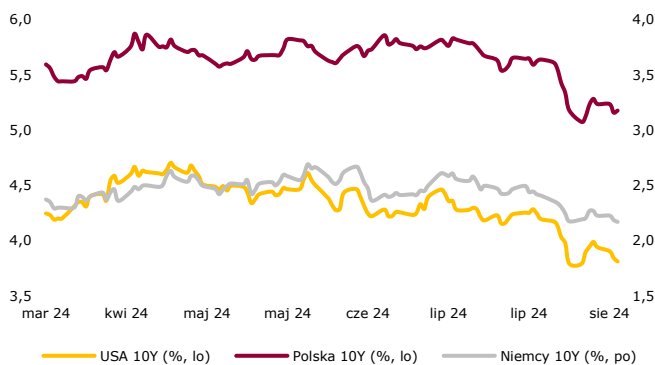
## Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



## Rynki akcji i długu

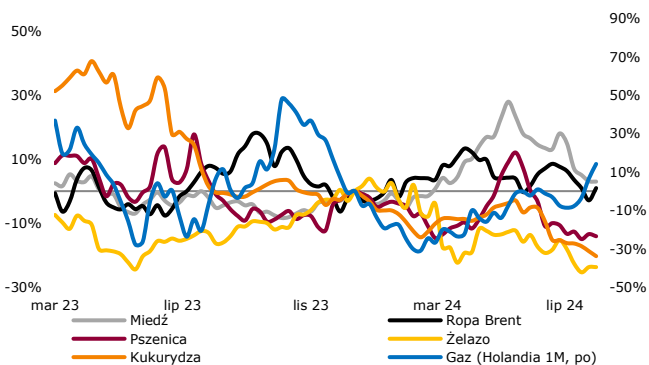
Druga połowa roku rozpoczęła się silną korektą spadkową na rynkach akcji. Motorem napędowym były obawy o pogorszenie się globalnej koniunktury, w tym przede wszystkim w USA. Do tego doszła niespodzianka ze strony Banku Japonii, który nieoczekiwanie podniósł stopy procentowe (z 0,1% do 0,25%) z końcem lipca. Strategie carry trade na jenie zostały zrewidowane, a część pozycji tak finansowanych zamknięta, co wprowadziło dodatkowo dużą zmienność na rynkach finansowych. Ostatecznie BoJ złagodził w komunikacji wydzwięk ww. podwyżki stóp, co nieco uspokoiło atmosferę na rynkach. Wymiar gwałtownej korekty spadkowej na giełdy akcji został zredukowany, ale i tak tegoroczne zwyżki są już mniej imponujące. Najlepiej wygląda amerykański SP500, który w połowie sierpnia zyskuje ok. 14% YTD, niemiecki DAX zyskuje ok. 7% YTD, warszawski WIG ok. 5% YTD, a MSCI EM ok. 4,5% YTD.

## Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



Na rynku długu wydatnie doważone zostały scenariusze przyspieszonych obniżek stóp procentowych, głównie w USA, ale tradycyjnie impuls ten rozlał się na strefę euro czy też Polskę. Rentowności 10-letnich Treasuries spadły poniżej 4%, a przejściowo z początkiem sierpnia wyznaczyły nawet roczne minimum, schodząc w okolice 3,8%. Przy rentownościach 2-latek schodzących w okolice 4% krzywa rentowności się wystromiła, choć pozostaje jeszcze odwrócona. Rentowności Bundów 10-letnich zeszły do ok. 2,2% wobec przeszło 2,6% na przełomie maja i czerwca. Impuls dla krajowego długu był jednoznaczny. Podbite zostały rynkowe zakłady o szybsze obniżki stóp procentowych NBP w przyszłym roku, choć ich wymowa jest osłabiona przez wakacyjny tryb handlu. Tak czy inaczej rentowności krajowych 10-latek spadły w okolice 5,2% i są najniższe od początku roku.

## Zmiana notowań bieżących kontraktów surowców względem końca '23 (średnie tygodniowe)



## Surowce

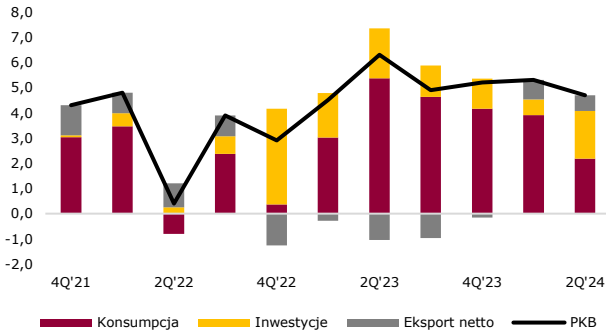
Obawy o hamowanie globalnego ożywienia, przy utrzymującej się słabości konsumenta chińskiego i ryzyku dołączenia konsumenta amerykańskiego, sprowadziły indeks Bloomberg Commodity do poziomów nie widzianych od ok. 3 lat, czyli okresu sprzed wybuchu wojny na Ukrainie.

Dodatkowym czynnikiem wspierającym spadek indeksu surowcowego, oprócz obaw o globalny popyt, były zarysowujące się lepsze perspektywy po stronie sytuacji podażowej. OPEC+ nakreślił możliwość uwolnienia części potencjału produkcyjnego ropy naftowej jeszcze w tym roku, co zostało odebrane jako sygnał, że producenci w ramach bloku mają coraz większy problem w utrzymaniu w ryzach ochoty co poniektórych członków na zwiększenie sprzedaży.

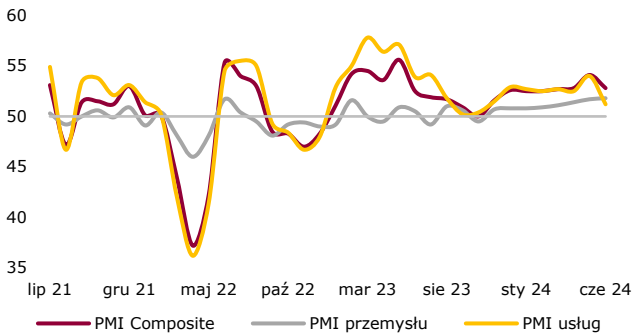
Po stronie płodów rolnych wiele wskazuje na to, że tegoroczna produkcja rolna będzie największa od lat, m.in. dzięki względnie korzystnym warunkom pogodowym. Indeks FAO obrazujący ceny surowców rolnych w pierwszej połowie tego roku regularnie odnotowywał powolne wzrosty (w czerwcu 1,5% YTD), ale już w lipcu lekko się obniżył. W ujęciu r/r indeks w lipcu odnotował 20 z rzędu miesiąc spadku, tym razem o 3%.

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

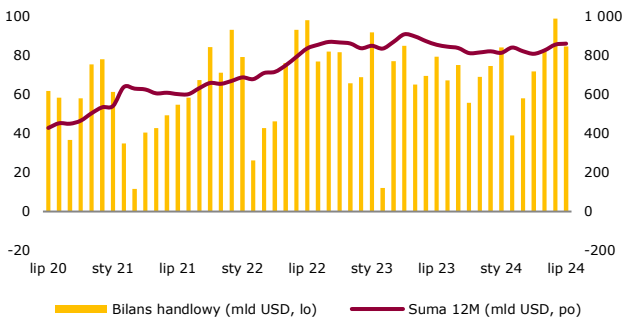
## Chiny – PKB (% r/r, realnie) i kompozycja (p.p)



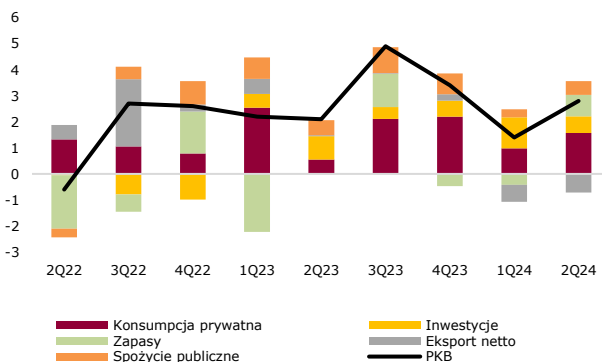
## Chiny – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



## Chiny – bilans handlowy



## USA – dynamika PKB (% k/k SAAR) i jego kompozycja (pp)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## Chiny

Najnowsze informacje z Chin wpisują się w dotychczasowe obawy o problemy tamtejszej gospodarki z popytem krajowym, a zwłaszcza tym generowanym przez gospodarstwa domowe. Zaczynając od szacunku PKB za 2 kwartał br. odnotowany został co prawda wzrost o 4,7% r/r, ale to tempo wolniejsze niż w 1 kwartale (5,3% r/r), a także niższe od oczekiwań (ok. 5,1% r/r). Rozczarował przede wszystkim konsument, który odpowiadał za kreację mniej niż połowy rocznej dynamiki PKB. Po raz kolejny w tym roku zaznaczyła się natomiast pozytywna kontrybucja eksportu netto. W danych miesięcznych zauważalne jest hamowanie dynamiki sprzedaży detalicznej, do 2% r/r w czerwcu, a w całym półroczu do 3,7% r/r. Lepiej wygląda, wspierana przez popyt zagraniczny, produkcja przemysłowa. Aczkolwiek tu też w czerwcu zaznaczyło się zredukowanie tempa tegorocznego ożywienia. W czerwcu odnotowany został wzrost 5,3% r/r, a w pierwszej połowie 2024 6% r/r.

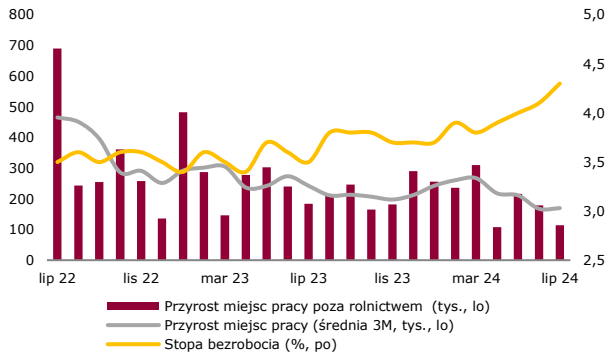
Na początku drugiej połowy roku pojawiają się niepewne sygnały, że eksportowy silnik może mieć przed sobą bardziej wymagający okres. Dynamika eksportu w lipcu obniżyła się do 7% r/r z 8,6% r/r w czerwcu, pomimo dość niskiego punktu odniesienia (słaby lipiec'23). W tle przewijają się obawy o kondycję amerykańskiego konsumenta, kluczowego dla kształtowania popytu zagranicznego na dobra produkowane w Chinach. Najnowszy wskaźnik koniunktury PMI przemysłu zniechęca jednak do wyciągania zbyt daleko idących wniosków w powyższym tonie. W lipcu indeks obniżył się co prawda z 51,8 do 49,8, ale głównie na bazie pogorszenia krajowego popytu. Zagraniczny wg firm jest względnie stabilny. W lipcu nieco mocniejszy obraz daje z kolei sektor usług – tu PMI wzrósł do 52,1 z 51,2. Szerszy obraz dla chińskiej gospodarki pozostaje niezmienny. Ryzyka dla perspektyw koniunktury są raczej skierowane w dół. Pewne nadzieje z odwróceniem takiej percepcji można wiązać z działaniami władz. W sierpniu ogłoszony został najnowszy plan składający się z 20 punktów wymierzonych głównie w poprawę jakości w sektorze usług, co miałoby w zamierzeniu stymulować konsumpcję prywatną. Póki co jednak plan został przedstawiony ogólnikowo, co rodzi wątpliwości co do jego szybkiego przełożenia na rzeczywistość.

## USA

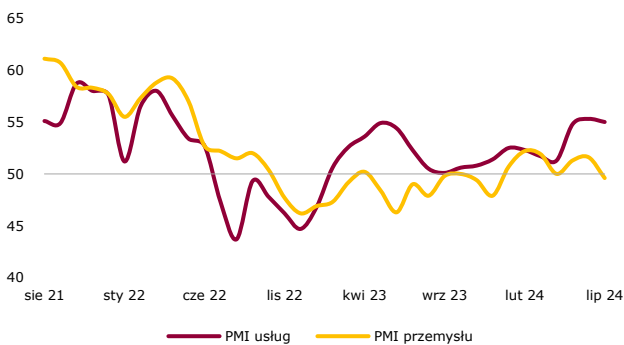
Coraz wyraźniejsze negatywne tendencje na rynku pracy w Stanach Zjednoczonych to w ostatnim czasie temat wiodący w kontekście perspektyw koniunktury. Do tego dochodzi hamujące *momentum* inflacyjne. Jednocześnie pozostałe bieżące dane z gospodarki sugerują, że tempo wzrostu PKB jest wciąż dość wysokie jak na otoczenie wysokich stóp procentowych i nie widać specjalnie oznak jego wyraźnego hamowania. Mimo to obawy o rynek pracy przeważają i rośnie presja na Fed w kierunku szybszych tegorocznych obniżek stóp procentowych.

Wg pierwszego szacunku PKB USA wzrósł w 2 kwartale tego roku o 2,8% k/k annualizowane. Dynamika okazała się mocniejsza niż w 1 kwartale (1,4%) i jednocześnie przebiła oczekiwania. Strukturę można uznać za 'zdrową'. Wszystkie komponenty cykliczne dodały coś do wzrostu PKB: konsumpcja 1,6 p.p., inwestycje w środki trwałe 0,6 p.p., a zapasy 0,8 p.p. Inflacja PCE (preferowana przez Fed miara) obniżyła się do 2,6% k/k annualizowane z 3,4% w 1 kwartale. Po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 2,9% (3,7% w 1Q'24). Potwierdzone zatem zostało hamowanie *momentum* inflacyjnego, ale bez jednoznacznego rozwiania wątpliwości co do wciąż zbyt wysokiej presji cenowej, zwłaszcza w obszarze usług (3,6%).

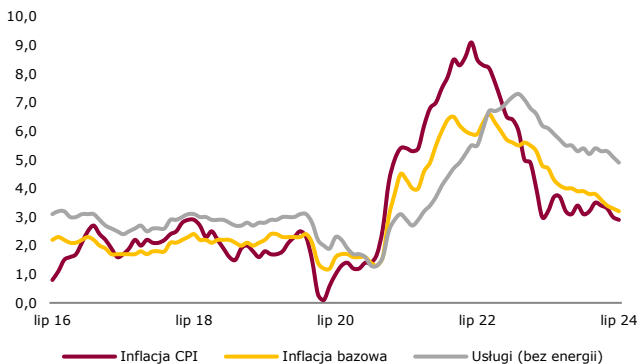
## USA – rynek pracy



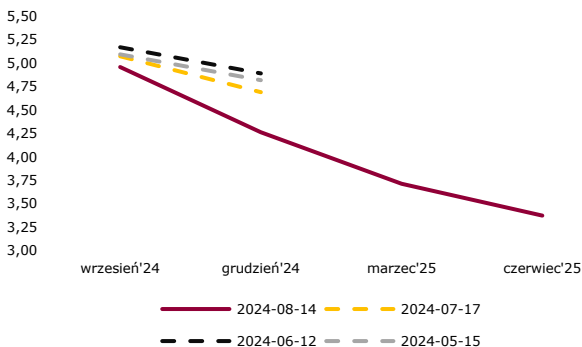
## USA – indeksy PMI (S&P Global)



## USA – inflacja CPI (% r/r)



## Wycena stopy Fed w czasie (% , środek przedziału)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Kluczowym obszarem, z którego wywodzą się narastające obawy o recesję w USA, jest rynek pracy. Stopa bezrobocia w lipcu br. wyniosła 4,3% i jest wyżej o 0,7 p.p. niż w grudniu ub. roku. Wyraźniejszy wzrost stopy bezrobocia jest charakterystyczny dla okresów poprzedzających recesję (tak było m.in. w 2007/2008). Z drugiej strony stopa bezrobocia, nawet po ww. zwwyżce, jest wciąż stosunkowo niska w ujęciu historycznym. Tygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych przeniosły się na wyższe poziomy na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy, ale skala zmiany jest umiarkowana. Kreacja miejsc pracy wg badania firm w lipcu była skromna (114 tys.), ale średnia z 3 m-cy to ok. 170 tys., a więc jeszcze dość przyzwoicie. Uwagę przykuwa hamująca dynamika płacy godzinowej – w lipcu to było 3,6% r/r, tj. najniżej od przeszło 3 lat i blisko akceptowalnego dla Fed poziomu wzrostu wynagrodzeń (ok. 3% r/r).

W kluczowych twardych danych z gospodarki nadal widać symptomy ożywienia w amerykańskim przemyśle (w samym czerwcu solidny wzrost o 0,6% m/m wyr. sez.). Konsumpcja prywatna, choć w 2Q'24 zaskoczyła pozytywnie, chłodzi się i ma w 2024 wyraźnie mniejszy wkład do wzrostu PKB niż w 2023. Natomiast już lipcowe PMI z przemysłu poddają w wątpliwość trwałość ożywienia w sektorze. Wskaźnik od S&P Global spadł do 49,6 i pierwszy raz w tym roku znalazł się pod poziomem 50. Z kolei indeks od ISM cofnął się do 46,8 i jest najniżej od listopada ub. roku. W szczególności ww. badań przewijają się obawy o negatywny wpływ wyborów prezydenckich na koniunkturę, a dodatkowo zauważalne jest pogorszenie w popycie inwestycyjnym i konsumenckim. Lepiej wypada sektor usług (oba PMI powyżej 50), co per saldo daje obraz kontynuacji ożywienia amerykańskiej gospodarki na początku 3 kwartału, pomimo kilku negatywnych sygnałów.

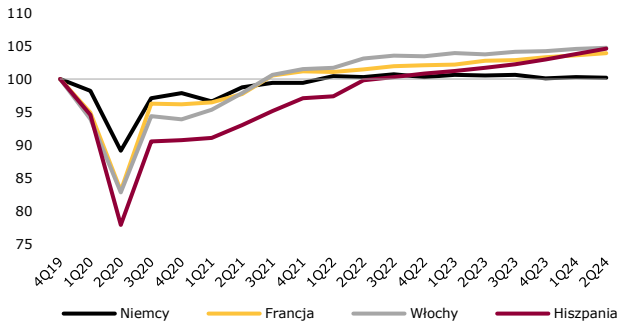
Po stronie inflacyjnej sprawy wyglądają bardziej optymistycznie na przestrzeni ostatnich miesięcy. W maju, czerwcu i lipcu wskaźnik CPI był niższy od oczekiwań i cofnął się jak dotąd do 2,9% r/r wobec notowanych jeszcze w marcu br. 3,5% r/r. Szczególnie obiecująco wygląda momentum cen na czynszach, które w dużej mierze odpowiadało jak dotąd za wysoką inflację usług. Odsezonowane miesięczne dynamiki inflacji usług oraz inflacji bazowej w okresie maj-lipiec były w już niemal zbieżne z celem inflacyjnym Fed.

Sierpień jest okresem wakacyjnym dla członków FOMC – tradycyjnie w tym miesiącu nie ma zaplanowanego decyzyjnego posiedzenia Komitetu. Jednocześnie bieżący miks danych z USA znacząco zwiększył presję na obniżki stóp procentowych Fed. Z ostatnich, czerwcowych projekcji FOMC można było wywnioskować, że w gremium jest poparcie dla zaledwie jednej obniżki stóp (o 25 p.b.) w 2024. Uczestnicy rynku ostatnio jednak zaczęli mocniej doważać ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych w 2024 i/lub 2025. To jeszcze nie jest scenariusz bazowy, ale jego większe prawdopodobieństwo wystarczyło, aby oczekiwania dot. ścieżki stóp Fed uległy wyraźniejszemu dostosowaniu. Przy podwyższonej niepewności sytuacja na rynkach na początku sierpnia jest mocno zmienna. Wstępnie, po znacznych wahaniach, wyceny stóp na koniec 2024 stabilizują się przy poziomach sugerujących redukcję stóp w skali 100 p.b. do grudnia br. Abstrahując od realności takiego scenariusza, faktem jest znaczny wzrost presji rynkowej na obniżki stóp w USA.

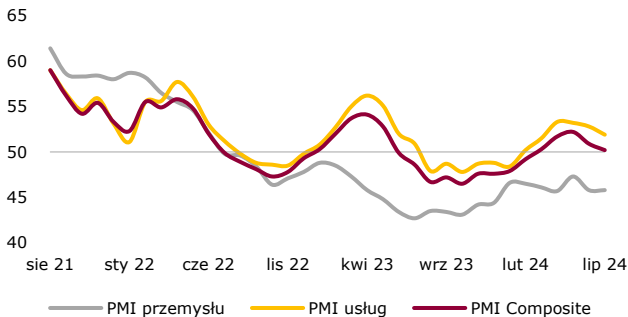
## Europa

Po danych za 2 kwartał można postawić tezę, że w tym roku wzrost PKB strefy euro zaskakuje lekko pozytywnie. Jest to tym bardziej interesujące, że kraj o największej gospodarce

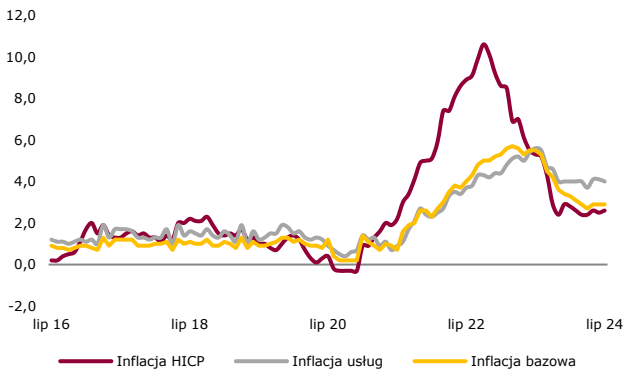
## Strefa euro – poziom PKB największych gospodarek (4Q19=100, wyr.sez.)



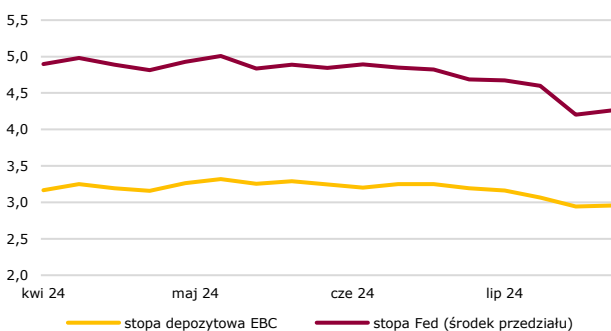
## Strefa euro – indeksy PMI (S&P Global)



## Strefa euro – inflacja konsumencka HICP (% r/r)



## Wyceny stóp procentowych EBC i Fed na grudzień'24 (%)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

w unii walutowej - Niemcy - nadal boryka się z problemami zogniskowanymi w kluczowym sektorze przemysłowym. Inflacja od kilku miesięcy oscyluje przy poziomach bliskich 2%, ale akurat najświeższy, lipcowy odczyt, sprawił negatywną niespodziankę, co w połączeniu z nieco lepszą od spodziewanej koniunkturą, redukuje presję na obniżki stóp procentowych przez EBC. W drugą stronę oddziałują natomiast obawy o globalną koniunkturę, w tym kondycję amerykańskiego i chińskiego konsumenta, których słabość może stłumić rachityczne ożywienie w eurolandzie i otworzyć drogę do szybszego luzowania polityki monetarnej.

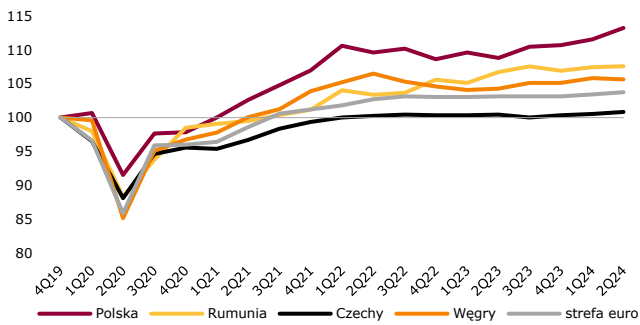
Dane o PKB za 2Q'24, w ujęciu geograficznym, wpisały się w obserwowane na przestrzeni ostatnich lat tendencje w strefie euro. Z wielkiej czwórki negatywnie wyróżniają się Niemcy, a lepiej wyglądają Włochy, Francja i Hiszpania. W samym 2 kwartale, podobnie zresztą jak w całym 2024, najlepiej radzą sobie dwa ostatnie kraje, które m.in. dzięki trwającemu ożywieniu w turystyce, odnotowały wzrost PKB odpowiednio o 1,1% r/r oraz 2,9% r/r. Gospodarka Włoch w tym czasie powiększyła się o 0,9% r/r, a Niemiec skurczyła o 0,1% r/r. W odniesieniu do ostatniego przedpandemicznego kwartału (4Q'19) PKB Hiszpanii, Włoch czy też Francji jest obecnie większy o 3,9-4,7%, podczas gdy Niemiec jest niemal na tym samym poziomie. Prawdopodobnie kluczowym hamulcowym dla odbudowy niemieckiej gospodarki po pandemii był kryzys energetyczny, zainicjowany wybuchem wojny na Ukrainie. Istotnym czynnikiem jest też rosnąca konkurencja ze strony chińskich firm i hamujący popyt z tego kraju.

Umiarkowany optymizm, który płynie z twardych danych o PKB jest mitygowany przez słabość we wskaźnikach koniunktury. Lipcowy szeroki PMI dla całej strefy euro obniżył się z 50,9 do 50,2 sygnalizując wyraźne schłodzenie ożywienia i bardziej stagnacyjne środowisko. Kluczowa jest przedłużająca się słabość przemysłu – PMI sektora stabilizował się na poziomie 45,8, co jednocześnie oznacza 25 miesiąc z rzędu dekonunktury. Lepiej wygląda sytuacja w usługach, ale tu PMI, obniżając się z 52,8 w czerwcu do 51,9 w lipcu, zwiastuje osłabienie ożywienia w 3 kwartale.

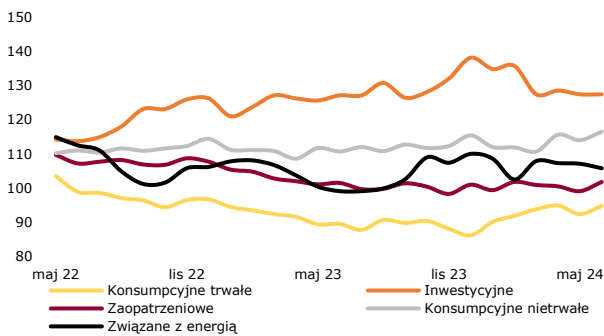
Po serii danych z 2Q'24, które sugerowały, że inflacja konsumencka jest bardzo blisko sięgnięcia celu (2%), w lipcu spłynął odczyt, który nieco zaburzył ten obraz. HICP podskoczył z 2,5% r/r do 2,6% r/r, a inflacja bazowa stabilizowała się na 2,9% r/r. Po wyrównaniu sezonowym wzrosty dla tych miar wyniosły odpowiednio 0,4% m/m oraz 0,3% m/m przebijając średnie z 2 kwartału. Jednorazowa niespodzianka nie burzy całościowego obrazu postępującej dezinflacji, ale daje wstępny ostrzegawczy sygnał, że proces się przeciąga. Z drugiej strony, nieco uspokajająco wyglądają dane dla newralgicznego obszaru – usług. Tu drugi miesiąc z rzędu ceny rosły w tempie 0,3% m/m wyr. sez. (momentum za wysokie, ale hamujące względem wcześniejszych okresów), a odczyt r/r obniżył się z 4,1% do 4%.

Wakacje przyniosły nieoczekiwaną zamianę miejsc między bankami centralnymi strefy euro i Stanów Zjednoczonych. EBC, który do tej pory wydawał się być przed Fed w realizacji celu inflacyjnego, zaczął tracić 'przewagę'. Na taką percepcję złożyły się najświeższe dane, nieco wyższe od oczekiwań w kontekście koniunktury i inflacji w strefie euro oraz z kolei niższe dla USA. Wyceny rynkowe dla stóp procentowych EBC w tym roku obniżyły się, ale jest to motywowane głównie impulsem zza Oceanu i doważeniem ryzyk recesyjnych w USA. W rezultacie stopniowo zrównują się oczekiwania co do skali łącznych obniżek stóp procentowych w 2024 w strefie euro i w USA i kształtują się w obu przypadkach w okolicy 100 p.b., pomimo że EBC rozpoczął luzowanie wcześniej, bo już w czerwcu.

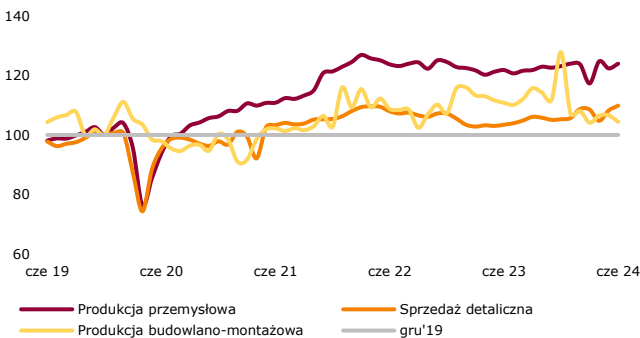
## Polska – poziom PKB na tle wybranych krajów (4Q19=100, wyr.sez., ceny stałe)



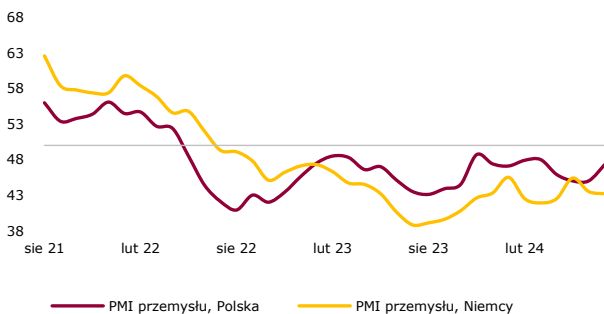
## Polska – grupowania produkcji przemysłowej (2021=100, wyr. sez.)



## Polska – główne miesięczne dane krajowe gospodarcze (gru'19=100, wyr.sez.)



## PMI – indeks dla przetwórstwa przemysłowego Polski i Niemiec (S&P Global)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## Polska

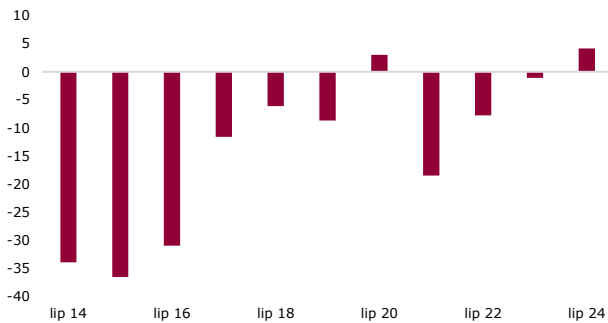
Polska gospodarka odnotowała zaskakująco mocny wzrost w 2Q'24. Jego wymowę osłabia jednak fakt, że był realizowany w nieco lepszym od oczekiwań otoczeniu zewnętrznym i towarzyszyły mu znaczne nierównowagi między popytem konsumpcyjnym, a inwestycyjnym i zagranicznym. Ponadto, przy zarysowujących się negatywnych ryzykach dla światowej koniunktury w drugiej połowie roku, podchodzimy z dystansem do kreślenia bardziej optymistycznych prognoz tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w całym 2024. W domenie polityki monetarnej dostrzegamy rosnącą presję na szybsze obniżki stóp procentowych NBP, co przybliży realizację naszego scenariusza ostrożnego luzowania polityki monetarnej w 2025, pomimo jastrzębiego nastawienia samego prezesa NBP.

Wg pierwszego szacunku GUS PKB Polski w 2Q'24 rósł o 3,2% r/r oraz imponujące 1,5% k/k wyr. sez. Obserwujemy zatem znaczne przyspieszenie względem 1Q'24 (2% r/r). Tempo ożywienia zaskakuje pozytywnie, a 'winowajcą' był prawdopodobnie sektor usług. Takie wnioski są spójne m.in. z utrzymującą się presją inflacyjną w tym obszarze. Z dostępnych miesięcznych twardych danych (pozausługowych) koniunktura wyglądała słabiej. Dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła, ale do zaledwie ok. 0,9% r/r w 2Q'24 z ok. -0,6% r/r w 1Q'24. Sprzedaż detaliczna rosła w zbliżonym tempie w obu kwartałach, po ok. 4,5% r/r. Z kolei produkcja budowlano-montażowa przyhamowała spadki z ok. -9% r/r w pierwszym kwartale do ok. -6% r/r w drugim. Szczegóły odczytu o PKB poznamy dopiero z końcem sierpnia. Oczekiwania co do struktury wzrostu mamy niezmiennie. Ożywienie napędzane jest konsumpcją (prywatną i publiczną), ale już po inwestycjach spodziewamy się negatywnej kontrybucji do rocznej dynamiki. Popyt zagraniczny również pozostawał słaby. Wstępnie po danych potwierdzamy naszą prognozę rocznego wzrostu PKB nieco powyżej 3% r/r, przy nasilonych ryzykach zewnętrznych dla krajowej koniunktury w 2H'24.

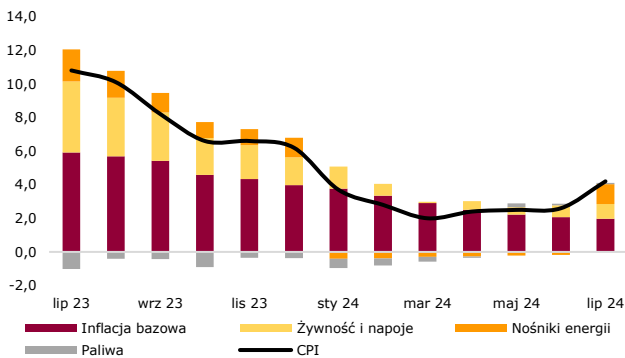
Z ciekawszych danych bieżących naszą uwagę przykuwa przede wszystkim produkcja przemysłowa. W głównych grupowaniach dostrzegamy umocnienie obrazu umiarkowanego odbicia w dobrach konsumpcyjnych trwałych, a także 'ubijanie' dołka w produkcji dóbr zaopatrzeniowych. W pierwszym przypadku uznajemy to za wsparcie krótkoterminowego scenariusza ożywienia w konsumpcji, w drugim dostrzegamy przesłankę, że redukcja zapasów przez firmy obserwowana w ostatnich kwartałach jest już prawdopodobnie za nami. To z kolei może być wstępnym sygnałem, że firmy na horyzoncie widzą mocniejszy popyt. Te obserwacje są w zasadzie dość zbieżne np. z lipcowym badaniem PMI, wg którego w firmach utrzymuje się pozytywne nastawienie odnośnie perspektyw na najbliższy rok, ale jest ono mniej optymistyczne niż historyczna średnia.

Poza tym w sprzedaży detalicznej w czerwcowych danych dostaliśmy potwierdzenie niepełnego ożywienia, napędzanego zakupami związanymi z motoryzacją oraz z większą mobilnością (paliwa). Po drugiej stronie barykady jest wciąż osłabiony popyt na dobra trwałe związane z wyposażeniem mieszkań (m.in. meble, agd) i aktywnością stacjonarną (np. elektronika). W budownictwie sytuacja wygląda słabo (w czerwcu produkcja budowlano-montażowa -8,9% r/r), aczkolwiek dostrzegalne są symptomy poprawy w infrastrukturze. Kontynuowane jest też umiarkowane ożywienie w rozpoczętych budowach domów, co wstępnie daje perspektywę odbicia spadającej liczby oddawanych nowych mieszkań gdzieś na przełomie roku.

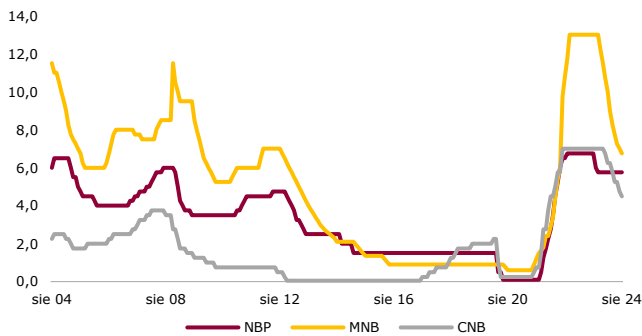
## Polska – zmiana liczby bezrobotnych w czerwcu (m/m, tys.) na przestrzeni ostatnich lat



## Polska – inflacja CPI (% r/r) i jej kompozycja (p.p.)



## Stopy procentowe w regionie CEE (bazowa, %)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

W danych z rynku pracy warto odnotować wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego z 4,9% w czerwcu do 5% w lipcu. To dość nietypowa sytuacja dla wakacyjnych miesięcy, za którą częściowo odpowiada spadek liczby osób aktywnych zawodowo, a częściowo faktycznie rekordowy (i anomalny) dla lipca przyrost liczby bezrobotnych. To wspiera nasze oczekiwania, że pracodawcy w tym roku, z jednej strony w wyniku znacznego wzrostu kosztów pracy, z drugiej strony przy wciąż chimerycznym popycie, będą ostrożniej podchodzić do zwiększania zatrudnienia. W danych o wynagrodzeniach za cały 2Q'24 zauważalny jest większy rozdźwięk pomiędzy dynamiką płac w przedsiębiorstwach (przyhamowanie z 12,5% r/r w 1Q'24 do 10,9% r/r w 2Q'24), a dynamiką płac w gospodarce narodowej (odpowiednio 14,4% r/r vs 14,7% r/r). Oceniamy, że presja na płace w sektorze prywatnym powoli słabnie, a utrzymuje się presja 'administracyjna' (podwyżki w sektorze publicznym oraz płacy minimalnej). Ten drugi element ulegnie jednak pewnej normalizacji z początkiem 2025, co razem składa się nam w obraz redukcji dynamiki wynagrodzeń w perspektywie dalszych miesięcy.

Inflacja w lipcu zgodnie z oczekiwaniami wróciła nad poziom 4% r/r. CPI wzrosła dokładnie do 4,2% r/r z 2,6% r/r w czerwcu. Główną przyczyną była zapowiadana wcześniej rezygnacja z części osłon na ceny energii dla odbiorcy końcowego. W rezultacie ceny prądu wzrosły w lipcu średnio o 19,9% m/m, a gazu o 16,8% m/m. Drugim ważnym zjawiskiem jest podbicie inflacji bazowej z 3,6% r/r do ok. 3,8% r/r. Wymowę odbicia w tym obszarze nieznacznie łagodzi fakt znacznej podwyżki w zaopatrywaniu w wodę (3,1% m/m). Nie zmienia to jednak ogólnego obrazu zakończenia okresu efektywnego hamowania inflacji bazowej, z dwucyfrowych odczytów jeszcze w wakacje ub. roku, do mniej niż 4% r/r, począwszy od maja br. Spodziewamy się, że do końca br. wskaźnik będzie się stabilizował nieznacznie poza zakresem celu inflacyjnego, w przedziale 3,5-4% r/r.

RPP w najbliższych miesiącach prawdopodobnie będzie jeszcze miała argumenty, głównie wewnętrzne, za utrzymywaniem stabilnych stóp procentowych. Wzrost gospodarczy przestał zaskakiwać negatywnie, dynamika płac w gospodarce jest wysoka, szeroki wskaźnik inflacji oraz inflacja bazowa pozostaną najprawdopodobniej poza celem przynajmniej do końca 2024, a prawdopodobnie również w 1 połowie 2025, jeśli rząd będzie kontynuował wychodzenie z osłon na ceny energii. Tym niemniej członkowie gremium na pewno dostrzegają zmianę w otoczeniu zewnętrznym i przechylenie ryzyk w kierunku słabszego wzrostu największych gospodarek, głównie w USA. Te implikują prawdopodobieństwo osłabienia globalnej presji inflacyjnej oraz niższych stóp procentowych głównych banków centralnych. Realizacja takiego scenariusza pośrednio będzie wywierała presję na szybsze obniżki stóp procentowych NBP. Część członków RPP już komunikuje możliwość realizacji takiego scenariusza. Jastrzębia wymowa forward guidance prezesa NBP (obniżki stóp raczej dopiero w 2026) w obecnej sytuacji wygląda na osłabioną.

## Prognoza makroekonomiczna z dnia 14-06-2024

	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24P	3q24P	2024P	2025P
<b>Wzrost gospodarczy</b>								
PKB (realnie, %, r/r)	-0,6	0,5	1,0	2,0	3,2	3,2	3,1	4,1
Inwestycje (realnie, %, r/r)	16,5	11,3	15,8	-1,8	-0,4	-0,8	-1,2	8,3
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,8	4,0	5,0	4,2
<b>Ceny i płace</b>								
Inflacja CPI - koniec okresu (% r/r)	11,5	8,2	6,2	2,0	2,6	4,7	4,9	3,0
Inflacja CPI - średnio (% r/r)	13,1	9,7	6,5	2,9	2,5	4,5	3,7	4,6
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% r/r)	13,8	11,0	12,0	14,4	14,7	13,1	13,3	8,7
<b>Rynek pracy</b>								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,1	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	5,0	5,0
Bezrobocie - średnio (%)	5,2	5,0	5,0	5,4	5,0	4,9	5,1	5,0
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% r/r)	0,1	0,5	0,1	-0,8	-0,3	0,1	-0,3	0,3
<b>Stopy procentowe</b>								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,00
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,78	5,91	5,20	5,43	5,73	5,51	5,22	4,74

## Prognozy wybranych danych miesięcznych

	#	lip 23	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24
<b>Stopa referencyjna NBP (%)</b>		6,75	5,75	5,75	5,75	<b>5,75</b>
<i>konsensus Parkiet</i>						5,75
<b>Produkcja przemysłowa (% r/r, ceny stałe)</b>		-2,7	-1,6	0,3	<b>8,0</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					7,3	
<b>Produkcja budowlano-montażowa (% r/r, ceny stałe)</b>		1,1	-6,6	-8,9	<b>-0,4</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					-2,5	
<b>Sprzedaż detaliczna (% r/r, ceny stałe)</b>		-4,0	5,0	4,4	<b>6,0</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					5,2	
<b>Inflacja konsumencka (% r/r)</b>		10,8	2,5	2,6	<b>4,5</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					4,4	
<b>Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii) (% r/r)</b>		10,6	3,8	3,6	<b>3,5</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					3,7	
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>		5,0	5,0	4,9	<b>4,9</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					4,9	
<b>Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)</b>		0,1	-0,5	-0,4	<b>-0,4</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					-0,4	
<b>Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)</b>		10,4	11,4	11,0	<b>12,5</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					11,0	
<b>Eksport towarów (% r/r, EUR)</b>		0,2	-7,6	<b>-5,6</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>				-5,7		
<b>Import towarów (% r/r, EUR)</b>		-6,4	-2,4	<b>0,3</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,3		

prognozy DAM na dany okres zaznaczone są pogrubioną czcionką



## Dział Analiz Makroekonomicznych

### **Agata Filipowicz-Rybicka**

Główny Ekonomista  
Dyrektor Działu Analiz Makroekonomicznych  
agata.filipowicz-rybicka@alior.pl

### **Marta Skrzypczyńska**

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
marta.skrzypczynska@alior.pl

### **Paweł Bojar**

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
pawel.bojar@alior.pl

### **Jakub Szczepaniec**

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
jakub.szczepaniec@alior.pl

Powyższy materiał (dalej Materiał) został przygotowany przez Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Bank SA. Właścicielem Materiału jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie. Powielanie bądź publikowanie Materiału lub jego części bez pisemnej zgody Alior Bank S.A. jest zabronione.

Materiał ma charakter informacyjny, w szczególności nie stanowi: rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, rekomendacji udzielonej w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego (usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne), porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym, badania inwestycyjnego, jak również nie może być traktowany jako usługa doradztwa podatkowego bądź prawnego.

Alior Bank S.A. podjął starania aby Materiał został sporządzony w sposób rzetelny, z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności oraz z należytą starannością.

Materiał wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Alior Bank S.A. nie zobowiązuje się do aktualizacji Materiału po dniu publikacji. Materiał został sporządzony na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Dział Analiz Makroekonomicznych za wiarygodne, przy czym Alior Bank S.A. ani sporządzający Materiał pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za rzetelność oraz prawdziwość materiałów źródłowych sporządzonych przez podmioty trzecie, a wykorzystanych do opracowania Materiału.

Materiał może zawierać prognozy co do zdarzeń przyszłych, które są niepewne oraz są obciążone ryzykiem błędu.

Podejmując decyzje inwestycyjne Klient powinien kierować się własną, niezależną oceną. Klient ponosi pełną odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych.

Źródłem danych są m.in. GUS, NBP, PAP, Refinitiv, Bloomberg, GPW, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.



# Wakacyjny rollercoaster

---

MAKROWIZJER