




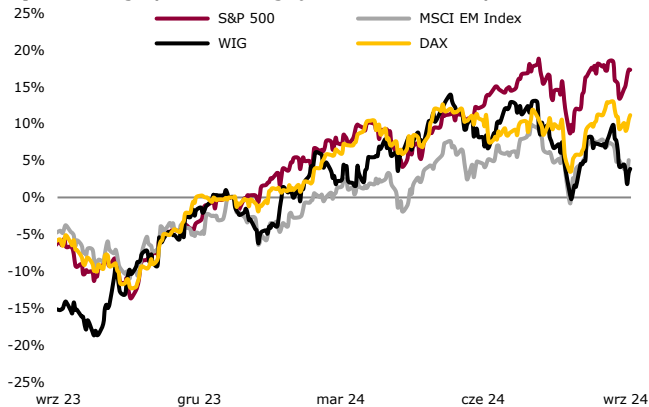


---

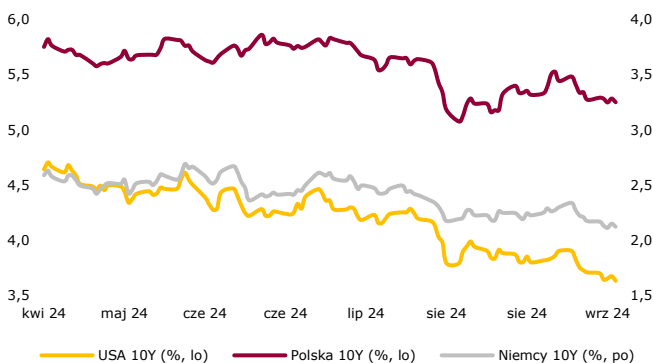
MAKROWIZJER  
WRZESIEŃ 2024

-  We wrześniu pierwsze skrzypce grają banki centralne
-  Odczyty inflacyjne w większości gospodarek coraz niższe...
-  ... ale przemysł ciągle ma zadyszkę

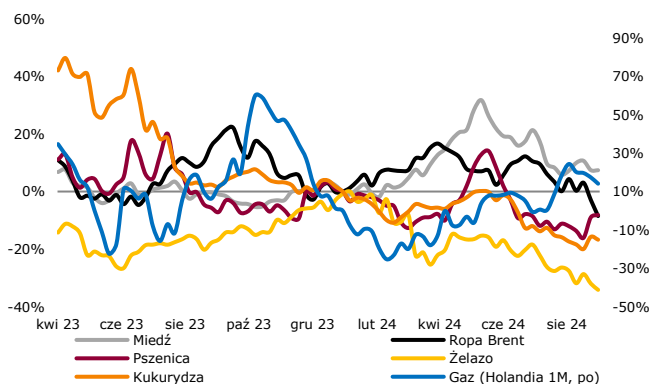
## Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



## Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



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



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## Rynki akcji i długu

Po podwyższonej zmienności na rynkach akcji, którą obserwowaliśmy na początku sierpnia, ostatnie tygodnie przyniosły odreagowanie i stabilizację. Dane o rynku pracy z USA na początku miesiąca były gorsze od oczekiwań (ale nie tragicznie), co spowodowało spadki na głównych indeksach giełdowych w USA, a obawy o koniunkturę za oceanem inwestorzy przenieśli również na parkiety giełdowe w pozostałych częściach świata. Pierwsze 2 tygodnie września w dużej części kończą się na poziomach niższych niż na początku miesiąca na większości giełd. Zmienność pozostaje jednak zwiększona, również w oczekiwaniu na ruchy banków centralnych. Mimo zawirowań w ostatnich tygodniach, na rynkach akcyjnych w ujęciu YTD ciągle obserwujemy wzrosty: SP500 +17,3%, DAX +11,2%, WIG +3,9%, MSCI EM +5,1%.

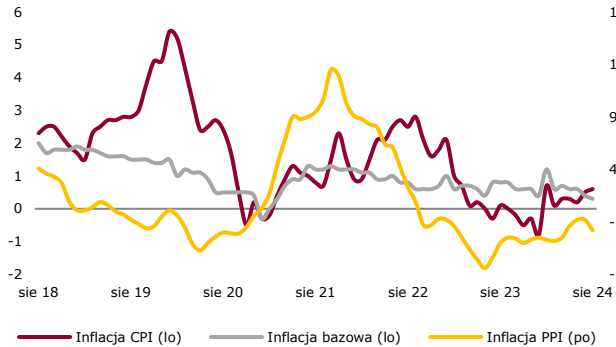
W przypadku obligacji, widać oczekiwanie na obniżki stóp procentowych, zarówno w USA jak i w strefie euro. Aktualnie wyceniane są wrześniowe cięcia stóp procentowych w USA o 25 p.b. a EBC już dokonał powakacyjnej obniżki, również o 25 p.b., co wywiera presję na rentowności długu. W pierwszym tygodniu września obserwowaliśmy przywrócenie normalnego wyglądu krzywej dochodowości Treasuries (czyli rentowności 10-latek są wyższe niż 2-latek). Modelowo, w ocenie rynku, jest to sygnał, że obniżki stóp procentowych nadejdą w krótkim czasie. W reakcji na zmienność obligacji zagranicznych, rentowności polskich 10-latek od początku września spadały nawet do granicy 5,2%, a aktualnie są one w okolicach 5,25%.

## Surowce

Rynek surowcowy w ostatnim miesiącu notował w większości spadki. W ostatnich tygodniach ropa była na dość niskich poziomach – cena osiągnęła 70 USD za baryłkę, ale nie przekroczyła na stałe tej granicy. Wyzwaniem może być obawa o malejący popyt na ropę. W ostatnim tygodniu OPEC+ zdecydował o opóźnieniu o dwa miesiące wzrostu wydobycia ropy, ze względu na jej niską cenę. Jednakże przy wspomnianym popycie i nawet ograniczenia wydobycia mogą nie wystarczyć do utrzymania cen powyżej granicy 70-72 USD za baryłkę. W otoczeniu spadających stóp procentowych, możliwe jest, że popyt na ropę zacznie wzrastać, choć może to potrwać kilka miesięcy ze względu na czas oddziaływania polityki monetarnej na gospodarkę.

Produkcja żywności w obecnym roku może być na wysokim poziomie ze względu na pozytywny wpływ pogody w okresie zarówno wegetacyjnym jak i w czasie zbiorów. Światowy indeks cen żywności ONZ nieznacznie spadł w sierpniu, ze względu na niższe ceny cukru, mięsa i zbóż i pomimo wyższych cen produktów mlecznych i olejów roślinnych. Zgodnie z raportem FAO prognoza globalnej produkcji zbóż w 2024 roku jest na poziomie 2 851 mld ton, co jest wartością niemal na równi z poprzednim rokiem.

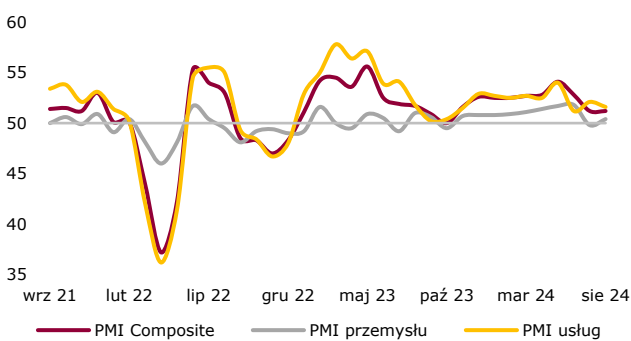
## Chiny – inflacja (% r/r)



## Chiny

Najnowsze dane dotyczące chińskiej gospodarki są zgodne z wcześniejszymi trendami – gospodarka w Państwie Środka ma problem z popytem wewnętrznym, a także z deflacją cen producenckich. Inflacja CPI w Chinach wyniosła w sierpniu 0,6% r/r, co jest najwyższym odczytem od kilku miesięcy, choć był on minimalnie poniżej rynkowych oczekiwań (0,7% r/r). Wzrost CPI nie wynika jednak ze wzrostu popytu krajowego, na co czeka chińska gospodarka, a z podwyższonych cen żywności. W sierpniu na dalekim wschodzie odnotowano miejscami pogorszone warunki pogodowe (obserwowane były zarówno susze jak i powodzie – w zależności od regionu), które przyczyniły się do okresowo gorszych zbiorów, co wpłynęło na ceny żywności.

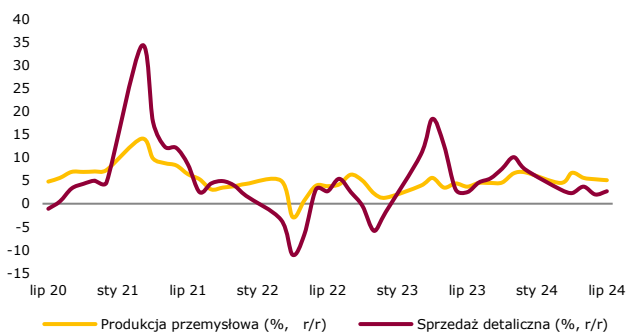
## Chiny – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



Z drugiej strony mamy do czynienia z deflacją cen producenckich (PPI), które w sierpniu spadały o 1,8% r/r. PPI jest poniżej zera już od prawie dwóch lat, a odczyt z ubiegłego miesiąca był gorszy od oczekiwań (-1,4% r/r), co w dużej części wynikało ze słabego popytu na wyroby przemysłowe w Chinach.

W ostatnich miesiącach produkcja przemysłowa w Państwie Środka notuje coraz to niższe odczyty (czerwiec: 5,3% r/r, lipiec: 5,1% r/r), a oczekiwania rynkowe odnośnie do sierpniowych danych plasują się na poziomie 4,8% r/r. Sprzedaż detaliczna w ostatnim miesiącu z kolei lekko wzrosła (2,7% r/r), ale już w kolejnym oczekuje się odczytu niższego o 0,2 p.p. Dane dotyczące koniunktury chińskiej również nie są najlepsze. Wskaźnik PMI dla przemysłu balansuje w ostatnich miesiącach na granicy 50, a PMI dla usług, podobnie jak w krajach zachodu, jest wyżej (w sierpniu był na poziomie 51,6).

## Chiny – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa

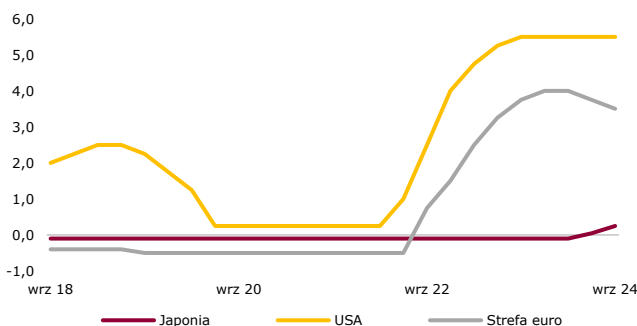


Ponadto, jak zauważają chińscy analitycy z biura statystycznego, istotne dla gospodarki mogą być wyniki wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych. Negatywnie może wpłynąć ewentualna wygrana D. Trumpa, który w trakcie kampanii wyborczej opowiada się za wysokimi cłami na chiński import, podczas gdy K. Harris może kontynuować politykę J. Bidena wobec Chin, co oznaczałoby mniej negatywnych skutków powyborczych dla Państwa Środka.

## Japonia

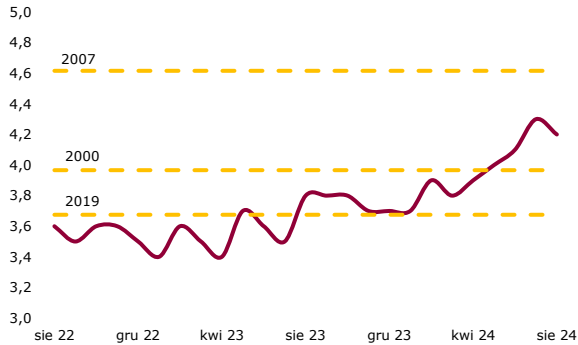
W tym miesiącu istotne będzie posiedzenie Banku Japonii (BoJ), który w przeciwieństwie do tendencji w wiodących gospodarkach w ostatnim czasie podwyższał stopy procentowe. Miało również przełożenie na zwiększoną zmienność na rynku, ze względu na malejącą dysproporcję stóp procentowych w Japonii i USA oraz strefie euro. Decyzja w sprawie stóp procentowych w kraju Kwitnącej Wiśni podjęta zostanie 19 września i oprócz samego poziomu stóp procentowych, istotne dla nas będzie to, w jaki sposób BoJ będzie komunikował się w zakresie dalszych ruchów na rynku monetarnym. Lipcowa inflacja CPI w Japonii wynosi 2,8% r/r, co jest poziomem powyżej celu inflacyjnego (2%). Zgodnie z aktualną nastawieniem decydentów BoJ, dalsze zacieśnianie polityki monetarnej jest prawdopodobne, aby sprowadzić inflację do celu. Na ten moment, możliwe jest, że dalsze podwyżki stóp procentowych nie pojawiają się na wrześniowym posiedzeniu BoJ, jednakże kolejne dostosowanie polityki monetarnej jest niewykluczone do końca 2024 roku, co jeszcze bardziej zmniejszy spread między stopami procentowymi w Japonii i wiodącymi gospodarkami świata.

## Stopy procentowe – Fed, EBC, BoJ

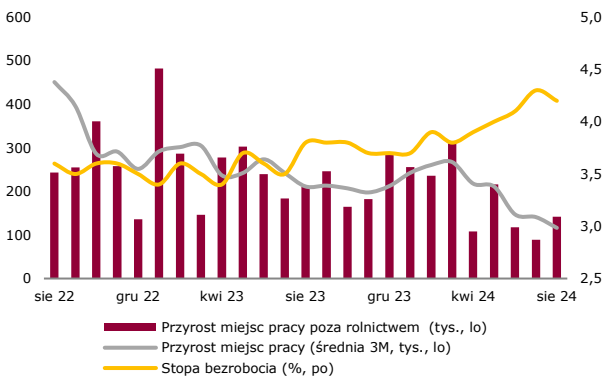


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

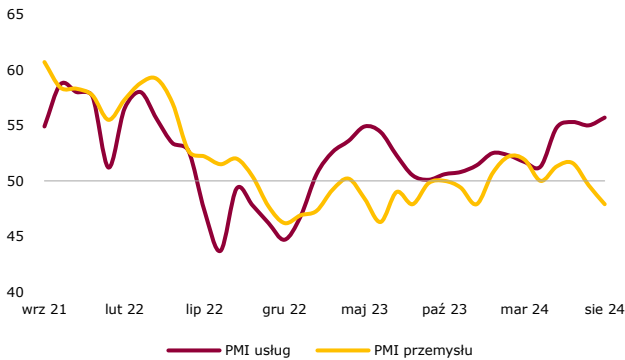
## USA – stopa bezrobocia - porównanie



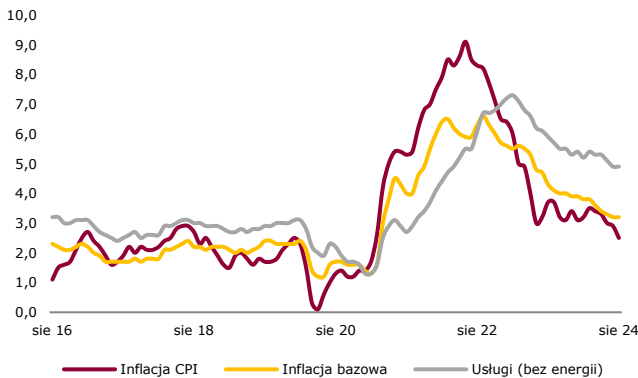
## USA – rynek pracy



## USA – indeksy PMI (S&P Global)



## USA – inflacja CPI (% r/r)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## USA

Głównym tematem na amerykańskim rynku we wrześniu będzie posiedzenie Fed, podczas którego oczekujemy cięcia stóp procentowych. Jeszcze na początku września, wyceny rynkowe dawały niemal równe szanse na obniżki zarówno o 25 jak i 50 p.b. Jednakże po publikacji danych o inflacji CPI za sierpień, która wyniosła 2,5% r/r a bazowa CPI 3,2% r/r, wyceny rynkowe są bliższe 25 p.b. Dane o rynku pracy w sierpniu były lekko poniżej oczekiwań, ale nie były złe – zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym wyniosła 142 tys. przy oczekiwaniach na poziomie 160 tys., jednak warto mieć na uwadze, że dane mimo wszystko są lepsze niż miesiąc wcześniej. W lipcu dane zostały zrewidowane w dół: z 114 tys. do 89 tys.

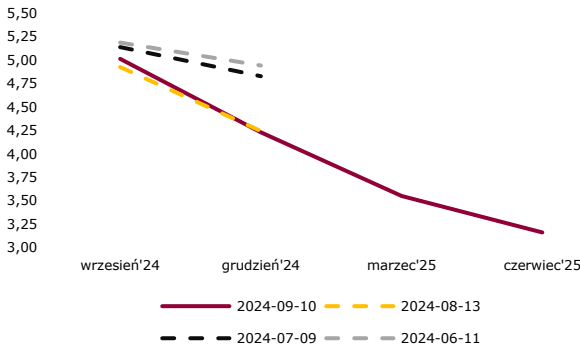
Na rynku długu amerykańskiego na początku września krzywa rentowności przestała być odwrócona, czyli spread między rentownością 2-latek i 10-latek po 2 latach znów jest dodatni. Moment, w którym dochodowość długich obligacji staje się większa niż tych z krótkiego końca oznacza, że rynek nastawił się na obniżki stop procentowych w najbliższym czasie. Jednocześnie możemy wskazać, że w historii podobne zachowania na rynku długu często poprzedzały zbliżającą się recesję. Aktualnie rynek nastawia się na *soft landing*, a wypowiedzi bankierów z Fed również podtrzymują taką retorykę. Ewentualnie zaprzeczają takiemu scenariuszowi mogłyby odczyty z rynku pracy, gdzie możemy szukać analogii z poprzednimi kryzysami. Aktualny poziom stopy bezrobocia ostatnio wzrósł, ale ciągle jest np. poniżej poziomów z 2007 roku.

Ostateczne dane dotyczące PKB w USA wskazują na wzrost zannualizowany o 3,0% k/k w 2Q'24. Jest to wynik o 0,2 p.p. wyższy niż wskazywał wstępny szacunek i zdecydowanie wyższy niż w 1 kwartale, gdy odczyt był na poziomie 1,4% k/k. Taki wynik w dużej mierze jest możliwy dzięki konsumpcji, a w mniejszym stopniu na plus kontrybuowały inwestycje w środki trwałe i zapasy. Możemy więc wskazać, że gospodarka amerykańska, mimo lekko alarmujących sygnałów z rynku pracy, ma się ciągle dobrze i co istotne – lepiej niż gospodarka europejska.

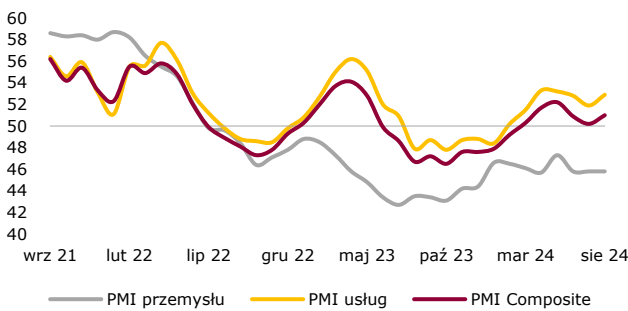
Miękkie dane o koniunkturze gospodarczej w USA są jednak niejednoznaczne. Z jednej strony ciągle widzimy odczyty PMI dla przemysłu, które są poniżej granicy 50 (sierpień: 47,9), ale PMI dla usług jest powyżej tej neutralnej granicy (sierpień: 55,7). Daje to podobny obraz jak w krajach europejskich, gdzie wzrost gospodarczy aktualnie napędzany jest w pewnej mierze usługami i konsumpcją, podczas gdy przemysł ciągle ma lekką zadyszkę.

Mimo nienajgorszych danych z amerykańskiej gospodarki, możemy wskazać, że rynek pracy jest obszarem, który pozostaje ciągle pewną niewiadomą. Podwyższający się poziom bezrobocia może być sygnałem alarmowym zarówno dla bankierów centralnych jak i dla obserwatorów rynków. Pewne problemy na rynku pracy sygnalizuje również fakt, że w sierpniu została opublikowana wstępna rewizja danych o zatrudnieniu w okresie 12 miesięcy do marca 2024 roku. Mielśmy do czynienia z rewizją w dół o rekordową ilość 818 tys. miejsc pracy, co oznacza 2,1 mln nowych miejsc pracy zamiast 2,9 mln. Widzimy więc, że mimo negatywnej rewizji, nie ma dużego problemu z nowymi miejscami pracy w amerykańskiej gospodarce. Również dane o nowych zasiłkach dla bezrobotnych nie są złe i od kilku tygodni odczyty są na poziomach ok. 230 tys. Podsumowując, rynek pracy w niektórych obszarach wysyła sygnały ostrzegawcze, ale sytuacja na razie nie jest zła i nie powinna spowodować

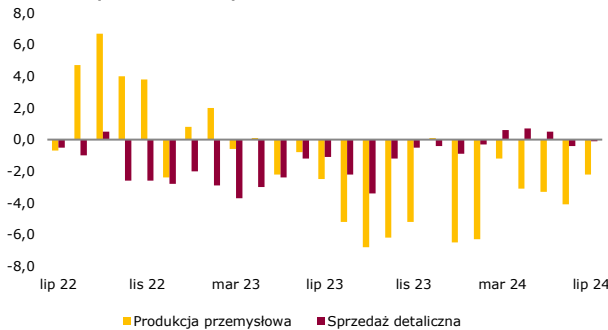
## Wycena stopy Fed w czasie (% , środek przedziału)



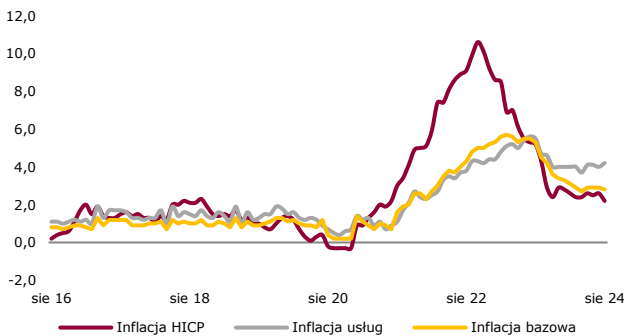
## Strefa euro – indeksy PMI (S&P Global)



## Strefa euro – produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna (% , r/r swda)



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



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

zmiany nastawienia Fed co do skali obniżek stóp procentowych we wrześniu.

Podsumowując sytuację za oceanem, amerykańska gospodarka ma się nieźle, choć widzimy pewne ryzyka po stronie rynku pracy. W najbliższych dniach pozostało tylko ustawić reflektory na budynek Rezerwy Federalnej, w którym członkowie FOMC już 18 września podejmą decyzje o wysokości stóp procentowych w USA. Aktualnie niemal pewne są obniżki o 25 p.b., a decyzja o większym cięciu byłaby zaskoczeniem na rynku, choć nie jest wykluczona. Aktualnie wyceny stóp procentowych w Ameryce wskazują, że do końca 2024 roku możemy spodziewać się maksymalnie obniżek o ok. 100 p.b.

## Europa

Finalne dane za drugie kwartał wskazały, że PKB w strefie euro rósł o 0,6% r/r sa, co jest odczytem lepszym o 0,2 p.p. względem pierwszych trzech miesięcy tego roku. Wydzwięk jest więc względnie pozytywny. Inflacja w strefie euro w ostatnich miesiącach obniża się i zgodnie ze wstępnym szacunkiem sierpniowa inflacja HICP wynosi 2,2% r/r. Przy takim układzie danych, obniżka stóp procentowych przez EBC we wrześniu nie była zaskoczeniem.

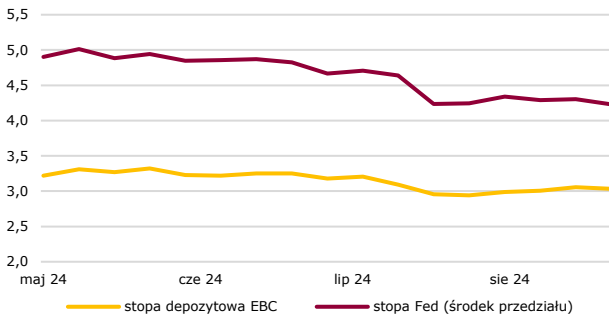
Dane dotyczące PKB można zakwalifikować jako dobre w kwestii stanu europejskiej gospodarki, jednakże biorąc pod uwagę wskaźniki badające koniunkturę, to niestety optymizm jest chłodzony. Sierpniowy PMI dla przemysłu w strefie euro był na poziomie 45,8, przy czym na pierwszy plan wybija się słabość przemysłu niemieckiego (42,4) oraz francuskiego (43,9). PMI dla przemysłu w strefie euro już od ponad 2 lat jest poniżej 50. Z drugiej strony lepiej wygląda sytuacja w usługach, gdzie PMI w sierpniu wzrósł z lipcowego poziomu 51,9 do 52,9. Tutaj duży pozytywny wpływ był z Francji, gdzie PMI dla usług wyniósł 55, co możemy tłumaczyć efektem Igrzysk Olimpijskich. W pozostałych gospodarkach europejskich również obserwowaliśmy wskaźnik powyżej neutralnego poziomu 50.

Dane o przetwórstwie przemysłowym w lipcu z największych gospodarek europejskich są w większości negatywne. W całej strefie euro obserwowaliśmy spadek produkcji przemysłowej o 2,2% r/r w.d.a. Zrewidowane w dół został odczyt z poprzedniego miesiąca (-4,1% r/r wobec -3,9% r/r przed rewizją). Negatywnie na obraz całej gospodarki europejskiej wpływa niemiecka produkcja przemysłowa, która wyniosła -5,3% r/r wda w lipcu. Produkcja u naszego zachodniego sąsiada spadała w większości sektorów, a duży negatywny wpływ na ostateczny wynik miał przemysł motoryzacyjny (spadek o 8,1% m/m sa).

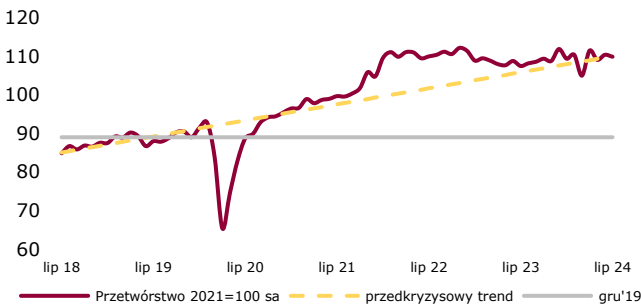
Sprzedaż detaliczna w strefie euro w lipcu spadła o 0,1% r/r wda, co było wynikiem poniżej oczekiwań (konsensus: +0,1% r/r wda). Dobra z kategorii żywienia były niżej o 0,7% r/r, co było drugim miesiącem spadków z rządu, podczas gdy dobra z kategorii poza żywnościowych (z wykluczeniem paliw) rosły o 0,2% r/r. Sprzedaż paliw pozostała na niezmiennym poziomie względem poprzedniego roku.

Inflacja konsumencka w strefie euro jest stosunkowo niska, co wpłynęło również na decyzję EBC o obniżce stóp procentowych we wrześniu o 25 p.b. Wstępny odczyt HICP w sierpniu wskazuje na 2,2% r/r, co jest spadkiem z poziomu 2,6% r/r w lipcu. Lekko niepokojąca może być podwyższona inflacja usług, która wzrosła do 4,2% r/r z 4,0% r/r miesiąc wcześniej. W górę poszły również ceny żywności (2,4% r/r), dobra przemysłowe z wyłączeniem energii (0,4% r/r), a spadały ceny energii (-3,0% r/r wobec +1,2% r/r w lipcu).

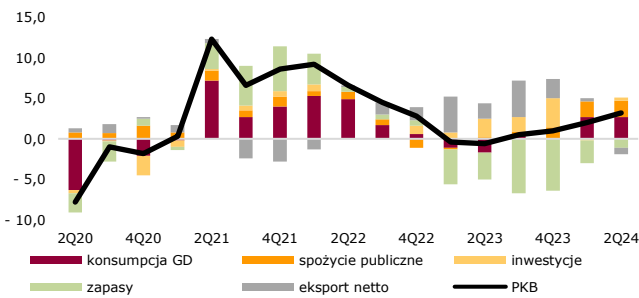
## Wyceny stóp procentowych EBC i Fed na grudzień'24 (%)



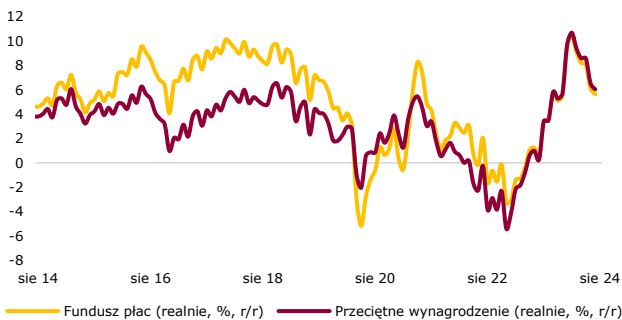
## Polska – przetwórstwo przemysłowe



## Polska – dynamika PKB (realnie, %, r/r) i jego kompozycja (p.p.)



## Polska – fundusz płac i wynagrodzenie realne



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Bazowa inflacja HICP wynosi 2,8% r/r wobec 2,9% r/r w lipcu.

We wrześniu w Europie wszystkie światła reflektorów zwrócone były na Radę Prezesów EBC, która obniżyła stopy procentowe w strefie euro – stopa depozytowa została ścięta o 25 p.b. i wynosi aktualnie 3,5%. Jednocześnie, od 18 września, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, zmniejszony zostanie spread między stopą depozytową a stopą podstawowych operacji refinansujących do 15 p.b. (wcześniej było to 50 p.b.). W takim układzie stopa refinansowa wynosić będzie 3,65% wobec 4,25% przed obniżką i zmianami spreadu. Decydenci w EBC wskazują, że kolejna już obniżka możliwa jest ze względu na odczyty inflacyjne zgodnie z oczekiwaniami, a także dzięki temu, że najnowsze projekcje inflacji EBC pokrywają się z poprzednimi, co daje więcej pewności co do ścieżki inflacji w Europie. Zostało również zakomunikowane, że Rada Prezesów jest zdeterminowana w tym, aby sprowadzić inflację do średniookresowego poziomu 2%, a dalsze decyzje o ewentualnym luzowaniu polityki monetarnej, będą dostosowywane w taki sposób, aby ten cel był niezagrożony. Na koniec warto zaznaczyć, że decydenci EBC nie deklarują z góry określonej ścieżki stóp, więc dalsze decyzje będą zależały w dużej mierze od wpływających na bieżąco danych. Takie nastawienie potwierdziła również prezes EBC C. Lagarde na konferencji po posiedzeniu.

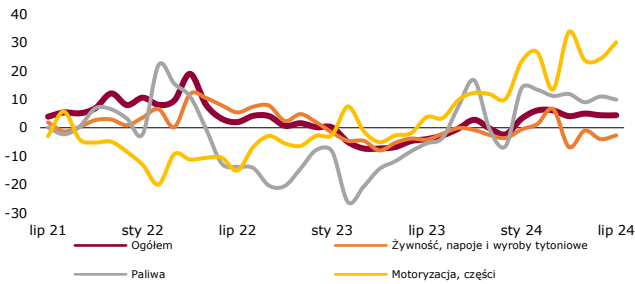
## Polska

Dynamika PKB Polski w drugim kwartale zdecydowanie przyspieszyła do 3,2% r/r (wobec 2,0% r/r kwartał wcześniej). Po wyrównaniu sezonowym, PKB rósł o 1,5% k/k. Wzrost PKB utrzymywany jest drugi kwartał z rzędu przede wszystkim dzięki konsumpcji. Ponadto, pozytywną niespodziankę przyniosły inwestycje, które były na plusie wobec oczekiwanego spadku. W 2H'24 spodziewamy się jeszcze wyższej dynamiki PKB niż w 1H'24, a w całym 2024 spodziewamy się tempa wzrostu PKB nieco powyżej 3%.

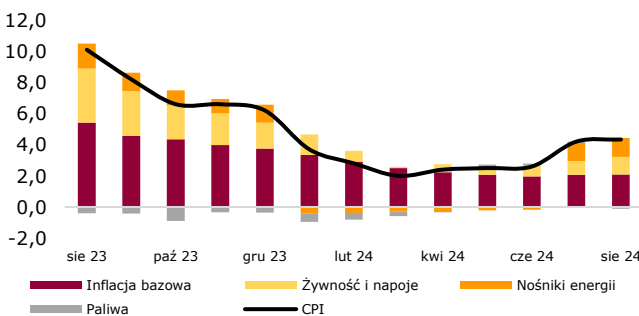
W polskim budownictwie w lipcu odnotowaliśmy spadek, jednakże był on najmniejszy w tym roku – produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 1,4% r/r, przy czym średni spadek z pierwszych 6 miesięcy tego roku wynosił ok 7% r/r. Łyżką dziegciu w stosunkowo nienajgorszych danych jest fakt, że taki układ danych wynikał w dużej mierze z większej liczby dni roboczych (+2 r/r), a po wyrównaniu sezonowym obserwowaliśmy już spadki w tym sektorze na poziomie 5,4% r/r. W bieżącym roku perspektywy dla sektora nie są najlepsze i oczekujemy na 2 istotne impulsy, które mogą zmienić stan rzeczy. Pierwszym jest napływ środków unijnych (KPO, budżet), natomiast drugim jest krajowa polityka monetarna i obniżki stóp procentowych NBP. W obu przypadkach musimy jednak uzbroić się w cierpliwość, ponieważ w bieżącym roku nie spodziewamy się obniżek stóp procentowych a inwestycje z KPO dopiero ruszają.

Lipiec przyniósł nam również nienajgorsze dane z produkcji przemysłowej, która rosła o 4,9% r/r, co podobnie jak w przypadku budownictwa mogło być spowodowane między innymi większą liczbą dni roboczych. Po wyrównaniu sezonowym dynamika wyniosła 2,2% r/r oraz -0,2% m/m. W lipcu odnotowano wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w cenach stałych w 26 spośród 34 działów przemysłu. Najmocniej rosły wyroby z kategorii: wyroby z drewna (+21% r/r), meble (14,5% r/r) oraz papier i wyroby z papieru (13,9% r/r). Spadki natomiast zanotowaliśmy m.in. w działach: produkcji urządzeń elektrycznych (-18,7% r/r), pojazdów samochodowych (-9,1% r/r) oraz wydobywaniu węgla (-5,2% r/r).

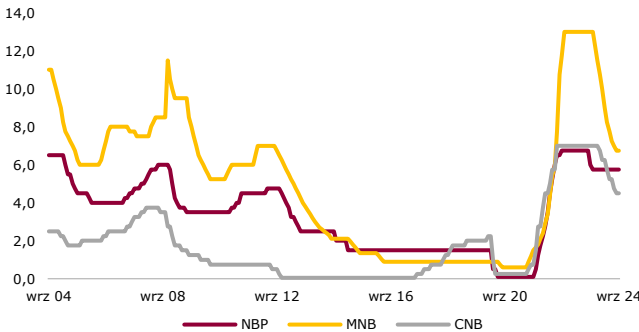
## Polska – sprzedaż detaliczna



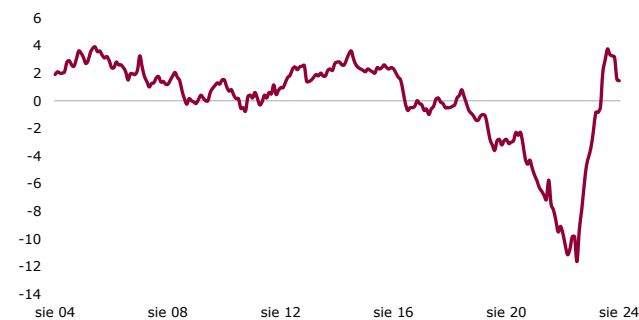
## Polska – inflacja CPI (% r/r) i jej kompozycja (p.p.)



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



## Różnica stopy NBP i inflacji CPI (p.p.)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

Ze strony sprzedaży detalicznej cały czas mamy do czynienia dodatnimi odczytami w ujęciu rocznym, jednakże w ostatnich miesiącach nie obserwujemy już takiego ożywienia jak na początku tego roku. Sprzedaż detaliczna w cenach stałych w lipcu wzrosła o 4,4% r/r, a po wyrównaniu sezonowym spadła w o 2,7% m/m. W dalszej części roku również spodziewamy się odczytów sprzedaży detalicznej na plusie, ze względu na dynamikę płać w gospodarce, która pozostaje wysoka. Jednocześnie niższe od oczekiwań odczyty w połączeniu z osłabieniem nastrojów konsumenckich postrzegamy jako czynnik ryzyka (w dół) dla prognozowanego przez nas tempa ożywienia konsumpcji w drugiej połowie roku. Ograniczać sprzedaż detaliczną mogą m.in. pozostające na wysokich poziomach stopy procentowe, które nie spadną do końca roku, a mają wpływ na zwiększoną skłonność do oszczędzania.

Dane dotyczące koniunktury w przemyśle, czyli odczyt PMI w sierpniu lekko wzrósł do 47,8 z 47,3 miesiąc wcześniej. Odczyt więc jest poniżej granicy 50, a ankietowani menadżerowie wskazują na to, że problemem dla polskiego przemysłu jest słabość gospodarki europejskiej, a w szczególności niemieckiej. PMI dla przemysłu w Polsce ciągle pozostaje na wyższym poziomie niż krajach zachodniej Europy.

Stopa bezrobocia rejestrowanego według szacunków MRPIPS w sierpniu ustabilizowała się na poziomie z lipca: 5%. Ponadto tempo wzrostu przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się do 10,6% r/r w lipcu, wobec 11,0% r/r w czerwcu. Mimo wszystko konsument pozostaje wzmocniony, ponieważ dynamiki wzrostu wynagrodzenia pozostają na poziomach wyższych niż w 2023 roku, ale z drugiej strony obserwujemy pogorszenie nastrojów konsumenckich oraz wzrost skłonności do oszczędzania.

Inflacja w sierpniu pozostaje na podwyższonym poziomie 4,3% r/r (o 0,1 p.p. powyżej oczekiwań rynkowych). Przyczyny takiego odczytu pozostają takie same od lipca: odmrożenie cen energii. Inflację bazową za sierpień szacujemy na ok. 3,8% r/r. W kolejnych miesiącach prognozujemy dalszy lekki wzrost inflacji konsumenckiej w Polsce, choć jako ryzyko w dół dla naszych oczekiwań widzimy między innymi niskie i ciągle spadające ceny ropy na światowych rynkach.

W ostatnim miesiącu obserwowaliśmy lekki zwrot w nastawieniu prezesa NBP A. Glapińskiego, który od dłuższego czasu komunikował, że jego zdaniem moment na obniżki stóp procentowych w Polsce nadejdzie dopiero w 2026 roku, a w sierpniu i we wrześniu po posiedzeniach wskazał, że może się okazać, że rozmowy o dostosowaniu polityki monetarnej mogą jednak rozpocząć się wcześniej – może nawet w połowie 2025 roku. Wydaje się, że takie nastawienie aktualnie przeważa u większości członków RPP. Przy takiej komunikacji banku centralnego, podtrzymujemy naszą prognozę głównej stopy NBP na koniec 2025 roku na poziomie 5,0%.

## 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	2,7	-0,8	-1,2	8,3
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,7	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	-0,5	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

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

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.

Podjęwając 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.



# Banki centralne w świetle reflektorów

---

MAKROWIZJER