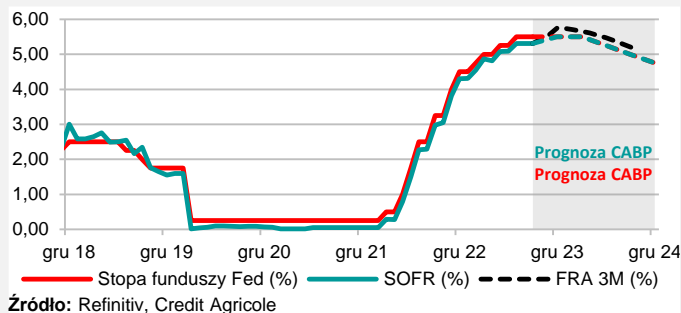


W tym tygodniu

W najbliższą niedzielę odbędą się wybory parlamentarne w Polsce. Dopuszczamy materializację czterech scenariuszy: (1) PiS utrzyma większość absolutną w sejmie, (2) PiS nie będzie w stanie zapewnić sobie absolutnej większości w sejmie i będzie zmuszony podjąć współpracę z Konfederacją, (3) partie opozycyjne (Koalicja Obywatelska, Nowa Lewica i Trzecia Droga) utworzą rząd, (4) brak wyraźnego zwycięzcy wyborów, prowadzący do przedterminowych wyborów w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Obecnie za najbardziej prawdopodobne uważamy scenariusze drugi (współpraca PiS i Konfederacji) oraz trzeci (opozycja uzyskuje większość). W naszym obecnym scenariuszu makroekonomicznym zakładamy, że PiS nie uzyska większości absolutnej w sejmie i będzie zmuszony współpracować z Konfederacją, a tym samym jego materializacja byłaby neutralna dla naszych średniookresowych prognoz. Z kolei w przypadku zwycięstwa opozycji oczekujemy, że nowy rząd będzie dążył do jak najszybszego odblokowania środków w ramach KPO. Komisja Europejska zapewne byłaby przychylna takiej inicjatywie, prawdopodobnie przyspieszając ten proces. Taki rozwój sytuacji byłby korzystny dla tempa wzrostu gospodarczego i kursu złotego. Premia za ryzyko w przypadku polskich aktywów również obniżyłaby się w związku z powołaniem prounijnego rządu, co byłoby korzystne dla cen polskiego długu. W scenariuszu zwycięstwa opozycji RPP (z większością członków wybraną przez PiS) zapewne przyjmie bardziej jastrzębie nastawienie, wskazując na konieczność skupienia się na ograniczaniu inflacji, a tym samym skala obniżek stóp procentowych będzie mniejsza niż obecnie zakładamy.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Naszym zdaniem inflacja ogółem CPI obniżyła się we wrześniu do 3,6% r/r wobec 3,7% w sierpniu przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 4,0% r/r we wrześniu wobec 4,3% w sierpniu. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan obniżył się do 67,5 pkt. w październiku wobec 68,1 pkt. we wrześniu z uwagi na obawy gospodarstw domowych o pogarszającą się sytuację gospodarczą. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

W środę opublikowane zostaną Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że publikacja Minutes w tym tygodniu nie dostarczy nowych informacji w kontekście perspektyw polityki pieniężnej w USA. Ostatnie wypowiedzi członków FOMC podtrzymywały przekaz z konferencji



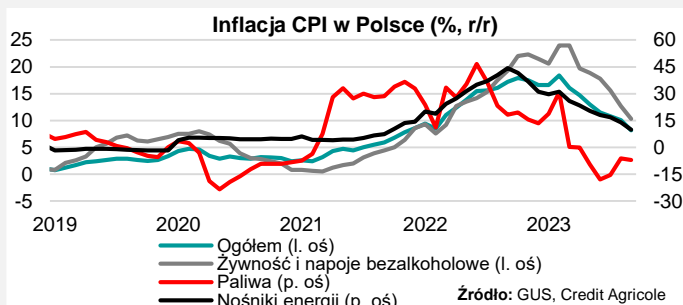
po wrześniowym posiedzeniu. Sygnalizowali oni, że stopy procentowe w USA pozostaną na podwyższonym poziomie jeszcze przez dłuższy czas i nie należy się spodziewać ich szybkich, znaczących obniżek. Taka ocena jest spójna z naszym scenariuszem, zgodnie z którym stopy procentowe w USA nie zostaną już podniesione w 2023 r. Naszym zdaniem publikacja Minutes FOMC będzie neutralna dla rynków finansowych.

W piątek opublikowane zostaną dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Prognozujemy, że saldo bilansu handlowego zwiększyło się do 74,5 mld USD we wrześniu z 68,4 mld USD w sierpniu. Naszym zdaniem dynamika chińskiego eksportu wzrosła we wrześniu do -7,0% r/r wobec -8,8% r/r w sierpniu, co było zasługą głównie efektu niższej bazy w warunkach wciąż słabego popytu zagranicznego. Z kolei dynamika importu zwiększyła się w naszej ocenie do -6,0% r/r we wrześniu wobec do -7,3% w sierpniu, co jest efektem odbicia światowych cen surowców i wyhamowania tempa redukcji zapasów przez chińskie firmy. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w sierpniu. Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do 106 mln EUR wobec 566 mln EUR w lipcu, będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu obniżyła się z 1,3% r/r w lipcu do -1,5% w sierpniu, a tempo spadku importu zwiększyło się z -8,9% r/r do -11,5%. Spadek dynamiki eksportu będzie spójny ze spowolnieniem w branżach eksportowych obserwowanym w sierpniowych danych o produkcji przemysłowej. Z kolei obniżenie dynamiki importu będzie efektem oddziaływania efektów wysokiej bazy sprzed roku. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (740 mln EUR), jednak naszym zdaniem publikacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W piątek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce.

Oczekujemy, że inflacja ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniesie 8,2% r/r we wrześniu wobec 10,1% w sierpniu. Zgodnie ze wstępnymi danymi spadek inflacji miał szeroki zakres i był powiązany z wolniejszym

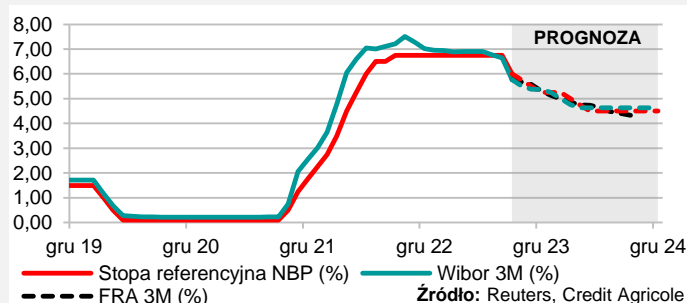


tempem wzrostu cen żywności, paliw i nośników energii oraz szacowanym nas spadkiem inflacji bazowej do 8,6% r/r wobec 10,0% w sierpniu. Uważamy, że publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj poznaliśmy dane o produkcji przemysłowej w Niemczech, której dynamika zwiększyła się w sierpniu do -0,2 m/m wobec -0,6% w lipcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-0,1%). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu produkcji przemysłowej oddziaływała jej wyższa dynamika w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miało jej obniżenie w energetyce i w budownictwie. W ujęciu sektorowym na uwagę zasługuje silny wzrost produkcji w branży motoryzacyjnej (produkcja w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” zwiększyła się w sierpniu o 7,6% m/m po odnotowanym w lipcu spadku o 9,4% powracając do trendu wzrostowego), który potwierdza obserwowane w ostatnich miesiącach ożywienie w tym sektorze. Z kolei w ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, których dynamika zwiększyła się w sierpniu do 3,9% m/m wobec -11,3% w lipcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (+1,8%). Zgodnie z komunikatem wzrost miesięcznej dynamiki zamówień wynikał zarówno z wygaśnięcia efektu wysokiej bazy z poprzedniego miesiąca w kategorii „pozostały sprzęt transportowy”, jak i silnego wzrostu zamówień w kategoriach „urządzenia komputerowe, elektroniczne i optyczne” oraz „urządzenia elektryczne”. Wzrost zamówień w sierpniu został odnotowany zarówno w przypadku zamówień zagranicznych (ze strefy euro oraz spoza obszaru wspólnej waluty), jak i zamówień krajowych. Uwzględniając opublikowane ostatnio indeksy PMI dla strefy euro i Niemiec oceniamy, że mimo odnotowanego w sierpniu wzrostu zamówień pozostaną one w najbliższych miesiącach na obniżonym poziomie (por. MAKROmapa z 25.09.2023). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. bilansu handlu zagranicznego w Niemczech, którego saldo zmniejszyło się w sierpniu do 16,6 mld EUR wobec 17,7 mld EUR w lipcu. Odnotowano zarówno spadek eksportu (-1,2% m/m w sierpniu wobec -1,9% w lipcu), jak i importu (-0,4% wobec -1,3%). Dane za sierpień wskazują, że niemiecki handel zagraniczny nadal pozostaje pod wpływem spowolnienia w światowej gospodarce. Czynnikiem oddziałującym w kierunku ograniczenia aktywności w światowym handlu, które dotyka niemiecki przemysł, jest dostosowanie poziomu zapasów do słabszej koniunktury. Dane z niemieckiej gospodarki są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech obniży się w III kw. do -0,2% wobec 0,0% w II kw. Jednocześnie uważamy, że są one neutralne dla rynków finansowych.

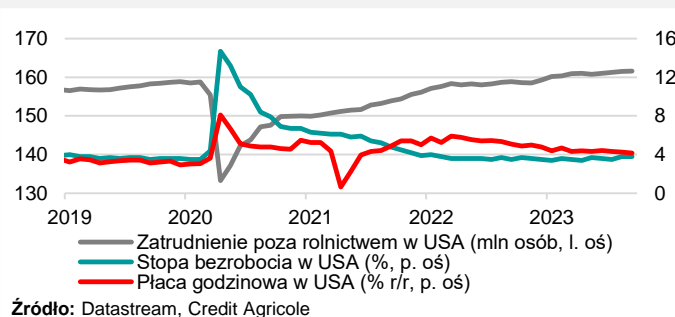
W zeszłym tygodniu

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 25pb (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%). Taka skala łagodzenia polityki pieniężnej była zgodna z konsensusem rynkowym i była jednocześnie mniejsza od naszej prognozy (50pb). Treść komunikatu



po posiedzeniu nie uległa znaczącym zmianom w stosunku do dokumentu opublikowanego we wrześniu. Rada, podobnie jak przed miesiącem, odnotowała osłabienie koniunktury światowej. Ponadto zwróciła uwagę na wygasanie większości zewnętrznych szoków podaźowych oraz ograniczenie presji kosztowej, co wraz z niską dynamiką aktywności gospodarczej będzie oddziaływać w kierunku dalszego spadku inflacji w kolejnych kwartałach. W komunikacie odnotowane zostało również (podobnie jak przed miesiącem) obniżenie oczekiwań inflacyjnych oddziałujące, w ocenie Rady, w kierunku zwiększenia restrykcyjności polityki pieniężnej. Październikowa obniżka stóp procentowych została, podobnie jak we wrześniu, nazwana przez Radę „dostosowaniem” stóp procentowych. W ubiegłym tygodniu miała miejsce również zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego, który stwierdził, że „inflacja gwałtownie spada” i bardzo szybko zmierza w kierunku „inflacji pełzającej”. Zapytany o perspektywy dalszych obniżek stóp procentowych stwierdził, że jest on zwolennikiem dokonywania płynnych, stopniowych zmian i preferuje serię mniejszych działań niż skokowych. Z uwagi na mniejszą od naszych oczekiwań skalę łagodzenia polityki pieniężnej w październiku oraz uwzględniając wypowiedzi A. Glapińskiego zrewidowaliśmy naszą prognozę stóp procentowych. Uważamy, że dalszy spadek inflacji skłoni RPP do obniżenia stóp procentowych o 25pb w listopadzie i grudniu. Następnie w styczniu i lutym oczekujemy pauzy w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, który zostanie wznowiony w marcu. Uważamy, że stopy procentowe zostaną obniżone łącznie o 25pb w marcu, kwietniu i maju. Tym samym stopa referencyjna osiągnie poziom 4,50%. Prognozowany przez nas wzrost inflacji w II poł. 2024 r. skłoni Radę do wstrzymania się z kolejnymi obniżkami i przejścia w tryb *wait-and-see*. Wynik wyborów parlamentarnych w Polsce (patrz wyżej) stanowi istotny czynnik niepewności dla perspektyw stóp procentowych.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się we wrześniu o 336 tys. wobec wzrostu o 227 tys. w sierpniu (rewizja w górę z 187 tys.) i ukształtowało się powyżej oczekiwań rynku (170 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia



odnotowano w turystyce i rekreacji (+96,0 tys.), sektorze rządowym (+73,0 tys.) oraz w oświacie i służbie zdrowia (+70,0 tys.). Z kolei jedyną kategorią, w której doszło do spadku zatrudnienia była branża informacyjna (-5,0 tys.). Stopa bezrobocia we wrześniu nie zmieniła się w porównaniu do sierpnia i wyniosła 3,8%, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (3,7%). Na niezmiennym poziomie pozostał również współczynnik aktywności zawodowej (62,8%). Jednocześnie dynamika wynagrodzenia godzinowego we wrześniu obniżyła się do 4,2% r/r wobec 4,3% w sierpniu, co wskazuje na stopniowy spadek presji płacowej w amerykańskiej

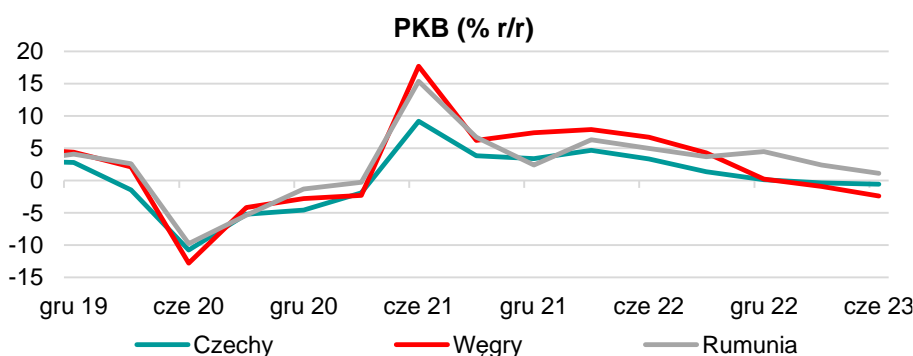
gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na poprawę nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zwiększył się we wrześniu do 49,0 pkt. wobec 47,6 pkt. w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (47,7 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji, nowych zamówień i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla czasu dostaw. Warto zauważyć, że we wrześniu odnotowano pierwszy od maja br. wzrost bieżącej produkcji (wartość indeksu powyżej 50 pkt.). Jest on wspierany przede wszystkim przez realizację zaległości produkcyjnych, podczas gdy nowe zamówienia obniżyły się już 13 miesiąc z rzędu. W danych na uwagę zasługuje również dalszy silny spadek cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w procesie produkcji, co jest kolejnym sygnałem słabnącej presji kosztowej w amerykańskim przetwórstwie. Z kolei nieznaczny spadek odnotował indeks ISM dla sektora usług, który zmniejszył się we wrześniu do 53,6 pkt. wobec 54,5 pkt. w sierpniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku (53,6 pkt.). Wynikało to ze zmniejszenia wkładów 2 z 4 jego składowych (dla nowych zamówień i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla aktywności biznesowej i czasu dostaw. W przeciwieństwie do indeksu ISM dla przetwórstwa składowa dla cen dóbr pośrednich nadal kształtuje się znacząco powyżej granicy 50 pkt. Jest to spójne z danymi o inflacji w USA, które wskazują na utrzymujące się podwyższone tempo wzrostu cen usług (por. MAKROMAPA z 18.09.2023). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA zwiększy się w III kw. 2023 r. do 3,5% wobec wzrostu o 2,1% w II kw.

Prognozy makroekonomiczne dla krajów EŚW-3

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Czechy	2,4	0,2	2,1	15,0	11,0	2,7
Węgry	4,6	0,5	2,3	14,6	17,8	4,5
Rumunia	4,8	2,0	3,5	13,8	10,5	5,1

Źródło: Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2023-2024 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).



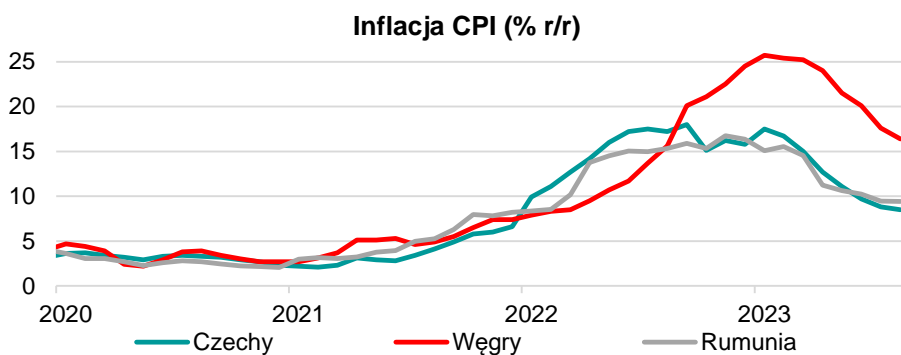
Źródło: Datastream, Credit Agricole

Średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego w krajach EŚW-3 kształtują się podobnie. W I poł. br. obserwowaliśmy spadek rocznych dynamik PKB ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy sprzed roku, pogorszenie koniunktury w Niemczech i strefie euro, wygasanie odłożonego popytu oraz transmisję podwyżek stóp procentowych realizowanych w ostatnich kwartałach na realną sferę gospodarki. W Czechach i na Węgrzech (podobnie jak w Polsce) roczna dynamika PKB ukształtowała się w tym okresie na ujemnym poziomie (odpowiednio -0,4% i -1,7%). Na tym tle pozytywnie wyróżnia się Rumunia, która odnotowała przeciętny wzrost +1,7% r/r w I poł. br. Wsparciem dla tempa wzrostu aktywności gospodarczej w tym kraju była silna podwyżka płacy minimalnej oraz utrzymujący się solidny wzrost inwestycji.

Oczekujemy, że wzrost gospodarczy we wszystkich krajach regionu umiarkowane przyspieszy w II poł. br. Głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy będzie spadająca inflacja (patrz poniżej)

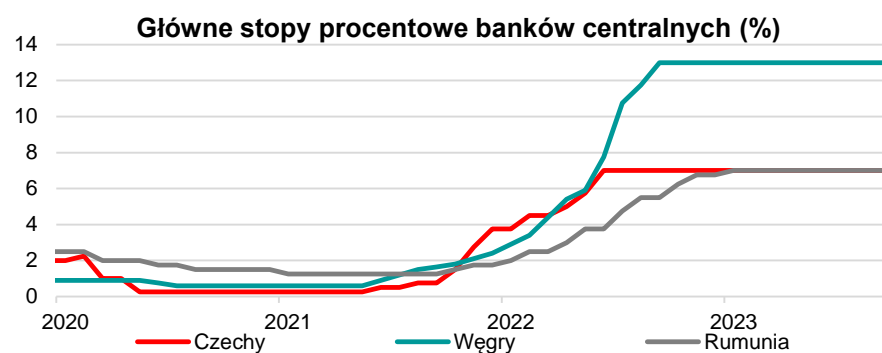
zwiększająca realną siłę nabywczą gospodarstw domowych i ich konsumpcję. Niemniej jednak z uwagi na niekorzystne uwarunkowania w otoczeniu zewnętrznym krajów EŚW-3 – w szczególności tendencje recesyjne w przetwórstwie Niemiec i strefy euro – skala ożywienia aktywności gospodarczej będzie nieznaczną. W rezultacie oczekiwane przez nas średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego będzie tylko nieznacznie wyższe od zera w przypadku Czech i Węgier. Rumunia, z uwagi na lepszą pierwszą połowę roku, odnotuje naszym zdaniem średnioroczne tempo wzrostu PKB równe 2,0%.

W 2024 r., wraz z oczekiwanym przez nas (opóźnionym) ożywieniem strefie euro i światowym handlu, prognozujemy, że tempo wzrostu PKB umiarkowanie przyspieszy w krajach EŚW-3. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w 2024 r. będą efekty niskiej bazy z 2023 r. Prognozowany przez nas spadek inflacji będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia konsumpcji. Czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia w 2024 r. będą oczekiwane przez nas tendencje w inwestycjach publicznych. Biorąc pod uwagę cykl absorpcji środków unijnych wzrost publicznych nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie wyhamuje w 2024 r. W rezultacie prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w 2024 r. wyniesie 2,1% w Czechach, 2,3% na Węgrzech i 3,5% w Rumunii.



Nasz scenariusz inflacyjny dla krajów EŚW-3 nie uległ istotnym zmianom. Perspektywy inflacyjne wyglądają podobnie we wszystkich krajach regionu. Szczyty inflacji zostały osiągnięte w nich na przełomie lat 2022 i 2023 a następnie dynamika cen stopniowo się obniżała. Oczekujemy kontynuowania tendencji dezinflacyjnych w kolejnych

kwartałach w związku z oddziaływaniem efektów wysokiej bazy, wygasaniem zakłóceń w łańcuchach dostaw i presji kosztowej. Niemniej jednak istotnym czynnikiem ryzyka pozostaje kształtowanie się taryf na nośniki energii z początkiem przyszłego roku. W 2024 r. wraz z wygasaniem wspomnianych wyżej efektów oraz antyinflacyjnym wpływem dotychczasowego zacieśnienia polityki pieniężnej, inflacja obniży się w 2024 r. naszym zdaniem do 2,7% r/r w Czechach, 4,5% na Węgrzech i 5,1% w Rumunii.



Biorąc pod uwagę, że inflacja w każdym z krajów EŚW-3 znajdzie się w 2024 r. w dopuszczalnym przedziale odchyień od celu inflacyjnego oczekujemy łagodzenia polityki pieniężnej w każdej z tych gospodarek. Narodowy Bank Węgier (MNB) już w ostatnich kilku miesiącach obniżał stopę jednodniowego depozytu (tj. kluczową stopę procentową z

punktu widzenia polityki pieniężnej) w tempie 100pb miesięcznie. We wrześniu zrównała się ona z bazową stopą procentową na poziomie 13,0%. Jednocześnie MNB zaznaczył, że od tej pory główną stopą procentową banku centralnego będzie bazowa stopa procentowa. Tym samym MNB zakończył normalizację struktury stóp procentowych i uprościł zestaw narzędzi polityki pieniężnej. We wrześniu MNB pottrzymał swój pogląd, że w nadchodzących miesiącach inflacja krajowa i inflacja bazowa będą nadal spadać, a inflacja ogółem osiągnie 7-8% na koniec roku. Niemniej jednak MNB ponownie zasygnalizował, że uzasadnione jest ostrożne podejście do decyzji w polityce pieniężnej. Oczekujemy, że w październiku

MNB obniży stopę bazową o 50 pb i w takiej samej skali obniży górną i dolną granicę korytarza krótkoterminowych stóp procentowych. Scenariusz ten jest zbieżny z wypowiedziami wiceprezesa MNB B. Viraga, który na wrześniowej konferencji podkreślił, że nadal potrzebne są rygorystyczne warunki monetarne, a decyzje dotyczące polityki pieniężnej będą podejmowane na podstawie napływających danych i łagodzenie polityki monetarnej będzie miało charakter stopniowy. W dalszym ciągu spodziewamy się łącznej obniżki stopy bazowej o 150 pb w IV kw. br. W 2024 r. polityka pieniężna będzie dalej łagodzona (por. tabela). Spowolnienie tempa łagodzenia polityki pieniężnej powinno stanowić wsparcie dla kursu forinta w krótkim okresie. Oczekujemy stopniowego umocnienia forinta z zasięgiem 395 za euro na koniec 2023r. i 379 na koniec 2024 r.

Cykl łagodzenia polityki pieniężnej jeszcze nie rozpoczął się w Czechach, jednak większość przedstawicieli banku centralnego (CNB) dopuszcza materializację pierwszej obniżki już w najbliższych miesiącach. Głównym argumentem na rzecz łagodzenia polityki pieniężnej jest prognozowane przez CNB osiągnięcie celu inflacyjnego w I poł. 2024 r. Mimo tego prezes CNB zwracał uwagę, że najprawdopodobniej inflacja bazowa nadal będzie kształtowała się powyżej tego celu (2% r/r) i należy wykazać ostrożność przy podejmowaniu decyzji. Uważamy, że silny spadek inflacji w kolejnych miesiącach i jej oczekiwana dalsza spadkowa trajektoria skłoni większość zarządu CNB do obniżenia stóp procentowych o 25 pb na posiedzeniu w listopadzie bądź grudniu br. Oczekujemy, że stopy procentowe zostaną obniżone o kolejne 200 pb w 2024 r. Ważnym argumentem na rzecz łagodzenia polityki pieniężnej będzie pobudzenie aktywności gospodarczej. W horyzoncie prognozy oczekujemy umiarkowanej aprecjacji korony czeskiej względem euro. Prognozujemy, że kurs EURCZK wyniesie 24,3 na koniec 2023 r. i 23,9 na koniec 2024 r.

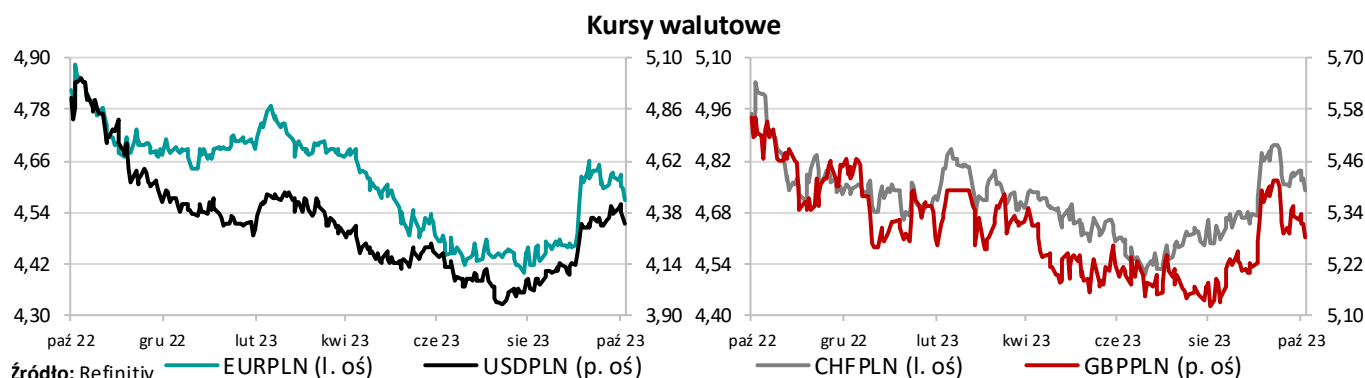
Z kolei Narodowy Bank Rumunii (NBR) w ostatnich miesiącach wielokrotnie podkreślał utrzymującą się niepewność dotyczącą perspektyw makroekonomicznych i utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie (7,00%). Bank centralny zaznaczał tylko, że podczas podejmowania swoich decyzji kieruje się zamiarem trwałego doprowadzenia rocznej stopy inflacji do celu między innymi poprzez zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w średnim okresie, w sposób prowadzący do osiągnięcia trwałego wzrostu gospodarczego. NBR podkreślał również wielokrotnie, że dla jego decyzji istotne są także perspektywy polityki pieniężnej EBC i Fed, a także stanowisko innych banków centralnych w regionie. Biorąc pod uwagę fakt, że prognozowana przez NBR inflacja najwolniej zbiega do celu inflacyjnego ze wszystkich krajów EŚW-3 uważamy, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej zostanie rozpoczęty dopiero w I kw. 2024 r. i stopy zostaną obniżone łącznie o 125 pb w przyszłym roku. Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie relatywnie stabilny w przedziale 4,92-4,95 do końca 2024 r.

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)							
	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24
Czechy	7,00	7,00	7,00	6,75	6,25	5,75	5,25	4,75
Węgry	13,00	13,00	13,00	11,50	9,50	8,00	7,00	6,00
Rumunia	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50	6,25	5,75

	Kursy walutowe							
	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24
EURCZK	23,5	23,8	24,4	24,3	24,2	24,1	24,0	23,9
EURHUF	379	371	388	395	391	387	383	379
EURRON	4,95	4,95	4,97	4,95	4,92	4,92	4,92	4,92

Źródło: Credit Agricole

Wysoka zmienność kursu EURUSD po danych z amerykańskiego rynku pracy

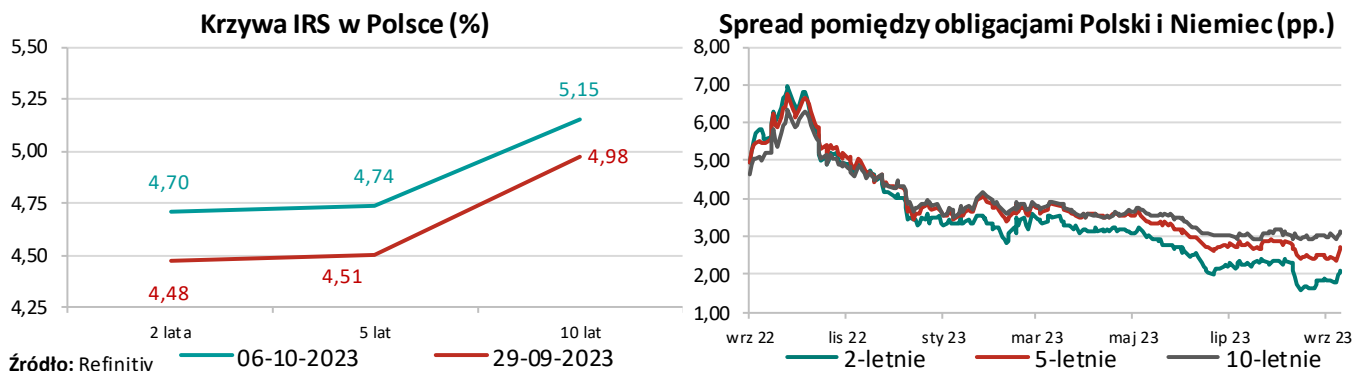


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5666 (umocnienie złotego o 1,3%). W pierwszej części tygodnia złoty tracił na wartości w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. Decyzja o obniżeniu stóp procentowych o 25pb doprowadziła do umocnienia złotego, ponieważ część inwestorów oczekiwała większej skali łagodzenia polityki pieniężnej. W piątek doszło do dalszego spadku kursu EURPLN w ślad za umocnieniem euro względem dolara po publikacji danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Warto wyjaśnić, że bezpośrednio po publikacji danych doszło do silnego spadku kursu EURUSD, ponieważ zwiększyły się oczekiwania inwestorów na dalsze podwyżki stóp procentowych w USA. Niemniej po chwili doszło do osłabienia dolara, po tym jak inwestorzy zaczęli realizować zyski, a na rynku zaczęły dominować obawy o to, że piątkowe wyraźnie wyższe od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy ostatecznie nie wpłyną na nastawienie Fed w polityce pieniężnej. Argumentem podnoszonym na rzecz takiego scenariusza jest obserwowany w ostatnich miesiącach silny wzrost kosztów obsługi amerykańskiego długu. Dalsze podwyżki stóp procentowych doprowadziłyby do kontynuacji tego trendu, co miałyby negatywny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w USA.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą zaplanowane na niedzielę wybory parlamentarne w Polsce. Z uwagi na wysoką niepewność dotyczącą ich wyników możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego. Jednocześnie wpływ wyników wyborów na kurs polskiej waluty zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu. W naszej ocenie zaplanowane na ten tydzień publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.



Wybory parlamentarne w Polsce w centrum uwagi inwestorów



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,70 (wzrost o 22pb), 5-letnie do 4,74 (wzrost o 23pb), a 10-letnie do 5,15 (wzrost o 17pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w reakcji na decyzję RPP o obniżeniu stóp procentowych o 25pb. Część inwestorów oczekiwała większej skali łagodzenia polityki pieniężnej, stąd dostosowanie ich oczekiwań znalazło odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście kontraktów FRA. Publikacja znacząco wyższych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy sprzyjała wzrostowi stawek IRS na rynkach bazowych oraz w Polsce.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będą zaplanowane na niedzielę wybory parlamentarne w Polsce, które będą oddziaływać w kierunku wzrostu zmienności stawek IRS. Ostateczny wpływ wyborów na krzywą zrealizuje się jednak dopiero w przyszłym tygodniu, po ogłoszeniu wstępnych wyników. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75
Kurs EURPLN*	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,65
Kurs USDPLN*	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,39
Kurs CHFPLN*	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,79
Inflacja CPI (r/r, %)	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	9,8	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-2,0	-3,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,8	-2,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	4,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-2208	-439	283	-2635	2381	1738	1355	529	1479	2431	566	106		
Eksport (r/r, % EUR)	26,5	23,2	24,2	10,6	15,7	14,7	18,1	2,6	3,3	1,7	1,3	-1,5		
Import (r/r, % EUR)	31,4	24,1	18,3	11,3	7,4	3,9	-1,4	-8,9	-6,3	-5,8	-8,9	-11,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,8	6,1	3,9	2,3	-0,3	-0,6	0,5	1,9	5,3	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	6,8	6,7	1,1	-1,1	-2,0	-2,7	0,2	2,3	5,2	-0,5	3,0	
Inwestycje (% r/r)	5,4	7,1	2,5	5,4	5,5	7,9	6,6	6,1	4,9	6,5	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,6	6,4	9,0	3,9	3,2	-2,7	1,1	3,7	6,7	1,3	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	8,2	7,7	0,7	-4,6	-8,1	-3,0	4,3	6,8	-2,6	4,3	
Wkład do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,8	0,6	-0,5	-1,0	-1,5	0,1	1,1	2,9	-0,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,7	1,1	0,4	1,2	0,6	1,2	1,0	1,3	0,8	1,1	0,4
	Eksport netto (pp.)	-1,4	-0,7	0,8	1,7	4,3	3,1	2,5	-0,3	0,2	2,4	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,5	-3,3	-3,4	-3,0	-1,2	0,1	0,6	0,8	-3,0	0,8	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,2	5,4	5,0	5,0	5,3	5,2	5,3	5,2	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	-0,9	0,3	1,5	1,1	0,5	0,0	0,6	0,8	-1,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	14,3	13,8	11,4	9,9	12,1	12,3	7,5	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	17,3	17,0	13,1	9,7	6,6	14,3	11,6	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,02	6,89	6,90	5,77	5,38	7,02	5,38	4,63	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,25	6,75	5,25	4,50	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,69	4,68	4,43	4,63	4,71	4,69	4,71	4,52	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,06	4,37	4,36	4,38	4,36	4,30	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 09.10.2023 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-0,8		-0,1
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	-21,5		-22,8
Wtorek 10.10.2023 r.						
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	-0,1		-0,1
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	0,8		
Środa 11.10.2023 r.						
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Wrzesień			
Czwartek 12.10.2023 r.						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Wrzesień	0,6	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Wrzesień	0,3	0,2	0,3
Piątek 13.10.2023 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Wrzesień	68,4	74,5	70,0
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-3,0		-2,4
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	0,1		0,2
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	10,1	8,2	8,2
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-1,1		0,1
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Sierpień	566	106	740
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	68,1	67,5	67,4

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

** Konsensus Refinitiv