

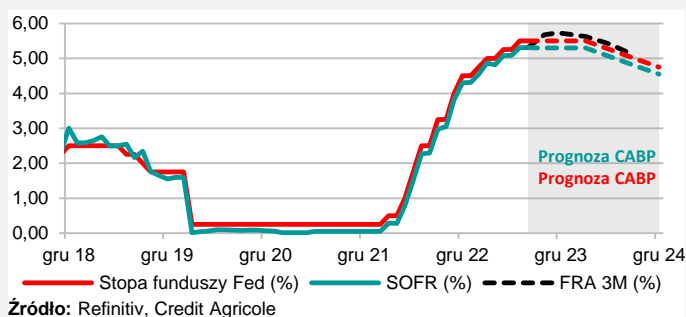
## W tym tygodniu

### W piątek poznamy wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.

Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się we wrześniu do 46,3 pkt. wobec 46,7 pkt. w sierpniu. Tym samym byłby to już czwarty miesiąc z rzędu, w którym indeks PMI ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Uważamy, że obniżenie indeksu PMI wynikało z pogorszenia sytuacji w sektorze usług, przy jej nieznacznej poprawie w przetwórstwie. Inwestorzy oczekują lekkiego wzrostu indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 39,5 pkt. we wrześniu z 39,1 pkt. w sierpniu). Mimo nieznacznego wzrostu potwierdzi on utrzymywanie się tendencji recesyjnych w niemieckim przetwórstwie. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.

### Istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.

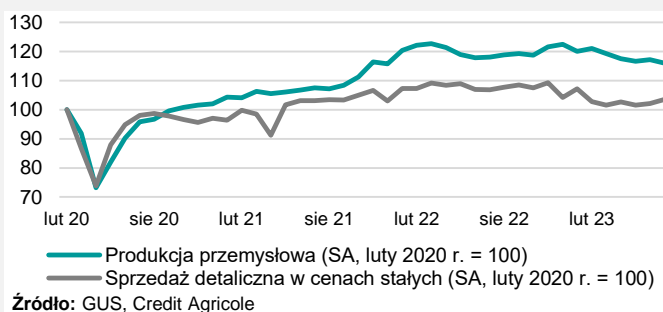
Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie (docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wynosi obecnie [5,25%, 5,50%]). Wielu



członków FOMC ostatnio lekko złagodziło swoją retorykę zwracając uwagę, że czynniki ryzyka dla perspektyw powrotu inflacji do celu stały się bardziej symetryczne, co ich zdaniem daje komfort podejmowania ostrożniejszych decyzji. Z tego powodu oceniamy, że obserwowany w ostatnich miesiącach spadek inflacji bazowej (patrz poniżej), jak również pierwsze oznaki spowolnienia aktywności na rynku pracy będą dla FOMC wystarczającymi argumentami do utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W środę opublikowane zostaną także wyniki wrześniowej projekcji FOMC. Uważamy, że mediana oczekiwań dla stóp procentowych nie zmieni się istotnie w porównaniu do czerwcowej projekcji i najprawdopodobniej zasugeruje jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych w 2023 r. Mimo to podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Fed zakończył już cykl podwyżek stóp procentowych. Uważamy jednak, że w najbliższych miesiącach Fed utrzyma swoją jastrzębią retorykę deklarując gotowość do dalszych podwyżek stóp procentowych, aby nie doprowadzić do przedwczesnego rozluźnienia warunków na rynkach finansowych. Stabilizacja stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu FOMC byłaby zgodna z oczekiwaniami rynku, stąd uważamy, że nie będzie miała ona istotnego wpływu na ceny aktywów.

### W tym tygodniu poznamy dane z USA. Oczekujemy, że dane o nowych pozwoleniach na budowę (1430 tys. w sierpniu wobec 1443 tys. w lipcu), rozpoczętych budowach domów (1430 tys. wobec 1452 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,09 mln wobec 4,07 mln) wskażą na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

### W środę poznamy dane o sierpniowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że roczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do -1,7% w sierpniu wobec -2,7% w lipcu. Do spowolnienia tempa spadku produkcji przyczyniły się lekka poprawa koniunktury wśród



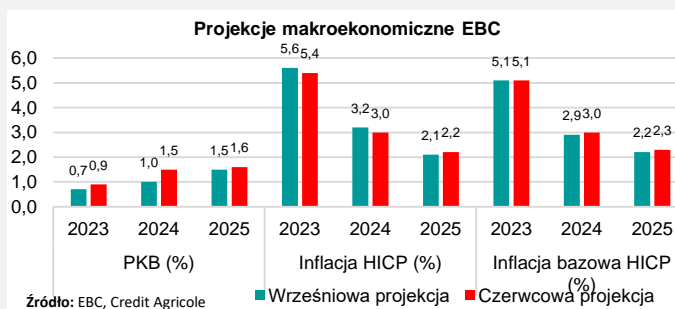
- głównych parterów handlowych Polski. Nasza prognoza kształtuje się zgodnie z konsensusem rynkowym, stąd jej realizacja nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o krajowej sprzedaży detalicznej.** Oczekujemy, że nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 2,1% r/r. Uważamy, że czynnikiem stabilizującym dynamikę sprzedaży detalicznej w sierpniu była dalsza poprawa koniunktury konsumenckiej. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się powyżej konsensusu (1,8%), a tym samym jej materializacja może być lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
  - **W środę opublikowane zostaną sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Uważamy, że w sierpniu doszło do nieznacznego spadku zatrudnienia w ujęciu miesięcznym, przede wszystkim ze względu na kontynuację procesów restrukturyzacyjnych w przetwórstwie. Spójnie z tymi oczekiwaniami prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 0,1%. Jednocześnie oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrosła do 12,4% r/r w sierpniu wobec 10,4% w lipcu, głównie z uwagi na wygaśnięcie efektów wysokiej bazy sprzed roku oraz wypłatę premii w górnictwie. Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
  - **Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's.** W marcu br. agencja utrzymała rating Polski na poziomie A2 z perspektywą stabilną, niemniej nie opublikowała nowego raportu w sprawie ratingu. W poprzednim opublikowanym uzasadnieniu do decyzji z maja 2022 r. agencja zwróciła uwagę, że bieżący rating jest wypadkową trzech czynników. Pierwszym z nich są starania kraju o zwiększenie bezpieczeństwa energetycznego oraz posiadane gwarancje bezpieczeństwa NATO i obecność wojsk, co ogranicza zagrożenie geopolityczne wynikające z inwazji Rosji na Ukrainę. Drugim czynnikiem są silne fundamenty polskiej gospodarki i wciąż silne ramy instytucjonalne, pomimo wyzwań związanych ze stopniowym pogarszaniem się sytuacji w zakresie praworządności. Trzecim czynnikiem jest korzystna struktura zadłużenia Polski i relatywnie niski koszt jego obsługi. Agencja zwróciła wówczas uwagę, że znaczące pogorszenie sytuacji w zakresie praworządności, które miałyby negatywny wpływ na klimat biznesowy w Polsce i prowadziłyby do dalszej eskalacji sporu z UE, oddziaływałyby w kierunku pogorszenia wiarygodności kredytowej Polski. We wrześniu ukazał się komentarz agencji w sprawie opublikowanego pod koniec sierpnia projektu ustawy budżetowej dla Polski na 2024 r. Stwierdzono w nim, że założony w ustawie deficyt na poziomie 4,5% PKB oraz wzrost długu sektora publicznego do 54% PKB jest negatywny dla ratingu Polski. Zwrócono jednak uwagę, że w 2025 r. dojdzie najprawdopodobniej do spadku deficytu budżetowego poniżej poziomu 3% PKB, co będzie oddziaływać w kierunku obniżenia relacji długu publicznego do PKB. Oczekujemy, że agencja Moody's nie zmieni ratingu Polski ani jego perspektywy w tym tygodniu, jednak w komunikacie, o ile zostanie opublikowany, znajdą się fragmenty akcentujące wspomniany wyżej komentarz agencji dotyczący wzrostu deficytu budżetowego i długu publicznego, a także utrzymujący się spór na linii Polska-UE, prowadzący do zablokowania wypłaty środków w ramach unijnej perspektywy finansowej 2021-2027 i Krajowego Planu Odbudowy. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na tę decyzję nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.

## W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który zdecydował się na podwyżkę swoich stóp procentowych o 25pb. Decyzja EBC była zgodna z naszymi oczekiwaniami, podczas gdy konsensus zakładał stabilizację stóp procentowych. W konsekwencji

główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 4,50%, a depozytowa 4,00%. W komunikacie utrzymany został zapis, zgodnie z którym kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. W komunikacie dodana została jednak ocena Rady Prezesów, zgodnie z którą „podstawowe stopy procentowe EBC znalazły się na poziomach, które – przy utrzymaniu ich przez wystarczająco długi okres – istotnie się przyczynią do szybkiego powrotu inflacji do docelowego poziomu”. Zdanie to może sugerować, że EBC najprawdopodobniej osiągnął już docelowy poziom stóp procentowych w bieżącym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Na czwartkowej konferencji prasowej prezes EBC Ch. Lagarde podkreśliła jednak, iż obecnie nie można powiedzieć, że stopy procentowe osiągnęły poziom maksymalny. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały najnowsze projekcje ekonomiczne EBC. Nieznacznie w górę (o 0,2 pkt. proc.) zrewidowana w górę została ścieżka inflacji w latach 2023-2024, choć nadal zakłada ona powrót w okolice celu inflacyjnego w 2025 r. Jednocześnie lekko obniżona została ścieżka inflacji bazowej. Z kolei ścieżka PKB została istotnie zrewidowana w dół (o 0,2 pp. w 2023 r. i o 0,5 pp. w 2024 r. - por. wykres). Treść komunikatu po posiedzeniu jak i wyniki wrześniowej projekcji stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC zakończył we wrześniu cykl podwyżek stóp procentowych. Pierwszej obniżki stóp procentowych w strefie euro oczekujemy dopiero w IV kw. 2024 r.

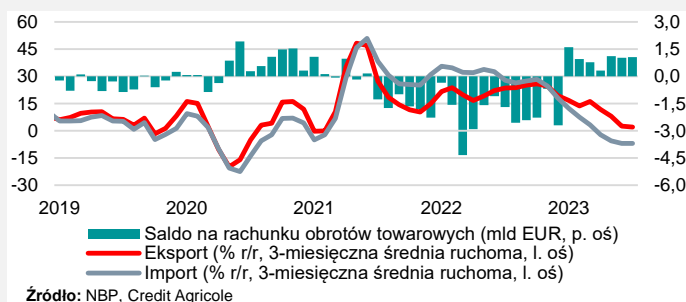
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI zwiększyła się w sierpniu do 3,7% r/r wobec 3,2% w lipcu, kształtując się lekko powyżej konsensusu rynkowego (3,6%). Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek dynamiki cen żywności oraz niższa inflacja bazowa, która zmniejszyła się w sierpniu do 4,3% r/r wobec 4,7% w lipcu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. W przypadku inflacji bazowej na uwagę zasługuje wzrost rocznej dynamiki cen usług (po wyłączeniu zakwaterowania), co wskazuje na utrzymującą się nadal relatywnie silną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się w sierpniu do 0,4% m/m wobec 0,7% w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,1%). W kierunku obniżenia tempa wzrostu produkcji przemysłowej oddziaływała niższa dynamika produkcji w przetwórstwie oraz w dostarczaniu mediów, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika w górnictwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w sierpniu do 79,7% wobec 79,5% w lipcu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zwiększyła się w sierpniu do 0,6% m/m wobec 0,2% w lipcu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,2%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży spadła w sierpniu do 0,6% wobec 0,7% w lipcu, również kształtując się powyżej konsensusu (0,4%). Wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej miał szeroki zakres i został odnotowany w większości kategorii, przy czym najsilniej zwiększyła się dynamika sprzedaży w kategoriach „paliwa” oraz „sprzęt elektroniczny”. Dane o sprzedaży detalicznej za ostatnie miesiące wskazują zatem, że popyt konsumpcyjny w USA pozostaje silny. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny



indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się we wrześniu do 67,7 pkt. wobec 69,5 pkt. w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (69,2 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny wpływ miał nieznaczny wzrost składowej dla oczekiwań. Zmniejszyła się również podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku (3,1% r/r we wrześniu wobec 3,5% w sierpniu), co jest jej najniższą wartością od marca 2021 r. Wskazuje, to że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych stopniowo słabną. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w III kw. do 0,8% wobec 2,1% w II kw.

**Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w sierpniu do 10,1% r/r wobec 10,8% w lipcu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i powyżej konsensusu rynkowego (10,0%) oraz naszej prognozy (9,8%).** W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen w kategoriach: „żywność i napoje bezalkoholowe” (12,7% r/r w sierpniu wobec 15,6% w lipcu), „nośniki energii” (13,9% wobec 16,8%), a także obniżenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się w sierpniu do 10,1% r/r wobec 10,6% w lipcu, wskazując na stopniowe zmniejszanie się presji inflacyjnej (por. MAKROpuls z 15.09.2023). Przeciwny wpływ na inflację miał natomiast wzrost dynamiki cen w kategorii „paliwa” (-6,1% r/r w sierpniu wobec -15,5% w lipcu). Ubiegłotygodniowe dane są zgodne z naszą prognozą zakładającą, że inflacja obniży się we wrześniu do jednocyfrowego poziomu i w kolejnych miesiącach pozostanie w trendzie spadkowym osiągając 6,3% r/r w grudniu 2023 r. Uważamy, że stopniowy spadek inflacji wspierany będzie przez niższą dynamikę cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz nośników energii, a także obniżenie inflacji bazowej. W konsekwencji prognozujemy, że inflacja w 2023 r. spadnie do 11,6% r/r wobec 14,3% w 2022 r. Czynnikiem ryzyka dla naszej krótkookresowej prognozy inflacji jest odnotowane w ostatnim tygodniu wyraźne osłabienie kursu złotego, jednak jego wpływ na inflację w horyzoncie kilku najbliższych kwartałów nie będzie znaczący. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą szybki spadek inflacji w najbliższych miesiącach skłoni RPP do kolejnych obniżek stóp procentowych. Oczekujemy, że RPP w 2023 r. dokona jeszcze dwóch obniżek stóp po 50pb (w październiku i listopadzie – por. MAKROmapa z 11.09.2023), sprowadzając stopę referencyjną NBP do 5,00%.

**Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w lipcu do 566 mln EUR wobec 2431 mln EUR w czerwcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (1200 mln EUR) i powyżej naszej prognozy (-120 mln EUR).** Lipiec był tym samym siódmym miesiącem z rzędu, w którym Polska odnotowała nadwyżkę



na rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald usług, dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 709 mln EUR, 1049 mln EUR i 146 mln EUR niższe niż w czerwcu), podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe saldo obrotów towarowych (o 39 mln EUR). Jednocześnie w lipcu odnotowano spadek dynamiki eksportu (1,3% r/r w lipcu wobec 1,7% w czerwcu) i dynamiki importu (-6,9% wobec -5,8%). Zgodnie z komunikatem NBP, istotnym źródłem wzrostu eksportu pozostaje branża motoryzacyjna. W kierunku spadku importu oddziaływał natomiast spadek cen paliw oraz towarów zaopatrzeniowych. Ubiegłotygodniowe dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się w III kw. do 0,6% wobec 0,1% w II kw.

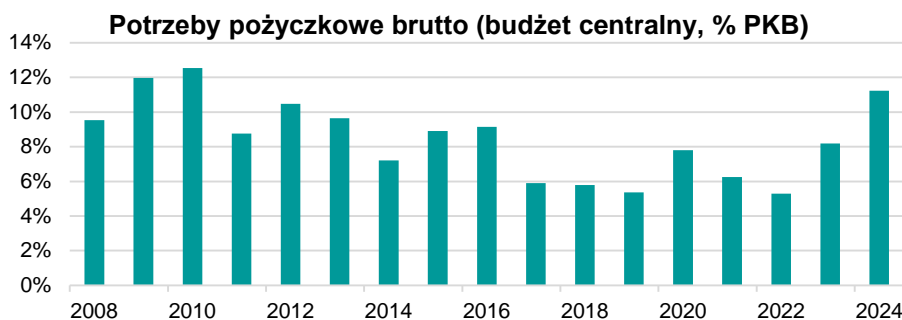
**W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin.** Lepsze od oczekiwań rynku okazały się dane o produkcji przemysłowej (4,5% r/r w sierpniu wobec 3,7% w lipcu, przy



oczekiwaniach równych 3,9%) oraz sprzedaży detalicznej (4,6% wobec 2,5%, przy oczekiwaniach równych 3,0%), podczas gdy dane o inwestycjach w aglomeracjach miejskich ukształtowały się na poziomie zbliżonym do konsensusu rynkowego (3,2% wobec 3,4%, przy oczekiwaniach równych 3,3%). Dane wskazują zatem na pierwsze oznaki ożywienia wzrostu gospodarczego w Chinach. Uważamy, że kolejne miesiące przyniosą jego przyspieszenie ze względu na efekty uruchomionych w ostatnim czasie przez rząd narzędzi stymulacyjnych (por. MAKROmapa z 04.09.2023). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w 2023 r. tempo wzrostu PKB w Chinach zwiększy się do 5,1% wobec 3,0% w 2022 r. Takie tempo wzrostu będzie spójne z ustalonym przez chiński rząd celem dla tempa wzrostu PKB na poziomie „ok. 5%”.

## Jakie będą konsekwencje luźnej polityki fiskalnej w 2024 r.?

Cztery tygodnie temu zaprezentowany został projekt ustawy budżetowej na 2024 r. Założona kwota dochodów budżetu państwa wynosi 683,6 mld zł, a wydatki zostały ustalone na poziomie 848,3 mld zł. Tym samym planowany deficyt budżetu państwa na 2024 r. wyniósł 164,8 mld zł. Poniżej analizujemy czynniki wpływające na koszt finansowania potrzeb pożyczkowych w 2024 r.



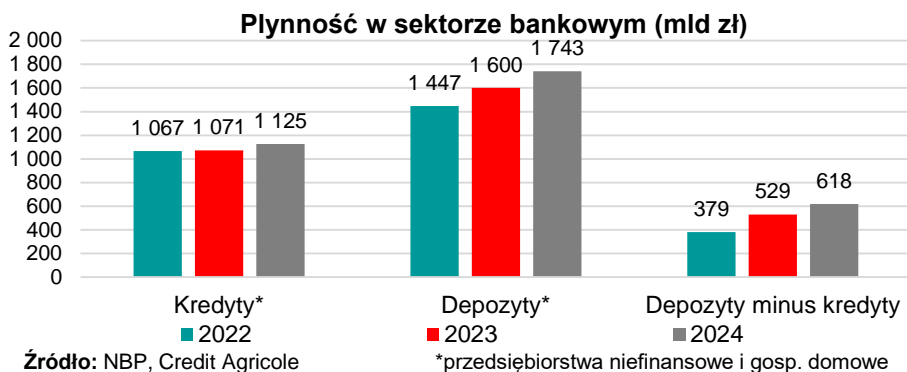
Źródło: MinFin, Credit Agricole

potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa wyniosą 420,6 mld zł w 2024 r. W relacji do PKB wyniosą one 11,2% i będą najwyższe od 2010 r.

Potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa to kwota, która jest niezbędna do sfinansowania deficytu budżetu państwa i budżetu środków europejskich, rozchodów budżetu państwa (m.in. spłata pożyczek i kredytów) oraz wykupu obligacji wyemitowanych w poprzednich latach, które zapadają w danym roku. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej potrzeby

Jednocześnie należy pamiętać, że potrzeby pożyczkowe sektora instytucji rządowych i samorządowych (sektor *general government*) nie ograniczają się do omawianych wyżej potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (tzw. budżetu centralnego). Oprócz tego konieczne jest również zapewnienie finansowania dla jednostek samorządu terytorialnego oraz zobowiązań zaciąganych przez fundusze w Banku Gospodarstwa Krajowego zaliczane do tego sektora. Wśród nich można wymienić m.in. Krajowy Fundusz Drogowy, Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, Funduszu Pomocy i Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych. Konkretnie potrzeby pożyczkowe tych jednostek nie zostały jeszcze upublicznione. Można je jednak oszacować na podstawie zmiany różnicy pomiędzy długiem instytucji rządowych i samorządowych a państwowym długiem publicznym. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej przekazanej do sejmu zadłużenie pozostałych instytucji zaliczanych do sektora *general government* zwiększy się o 71,3 mld zł pomiędzy 2023 r. i 2024 r. Ta kwota to przybliżona wartość tzw. potrzeb pożyczkowych netto, czyli potrzeb pożyczkowych brutto po wyłączeniu wykupu obligacji zapadających w 2024 r. Zgodnie z informacjami opublikowanymi przez BGK, w przyszłym roku zapadają obligacje wyemitowane przez tę instytucję w wysokości 1,3 mld zł. Z kolei na podstawie Wieloletniej Prognozy Finansowej jednostek samorządu terytorialnego (z marca br.) można założyć, że wykup obligacji w tym sektorze wyniesie 10,0 mld zł. A więc potrzeby pożyczkowe brutto jednostek poza budżetem centralnym wyniosą 82,6 mld zł w 2024 r. Tym samym szacujemy, że łączne potrzeby pożyczkowe netto sektora *general government* (łącznie budżet

centralny, JST i fundusze BGK) wyniosą 296,7 mld zł (7,9% PKB) w 2024 r., a potrzeby pożyczkowe brutto będą równe 491,9 mld zł (13,1% PKB). Skala potrzeb pożyczkowych w 2024 r. będzie zatem znacząca, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji.



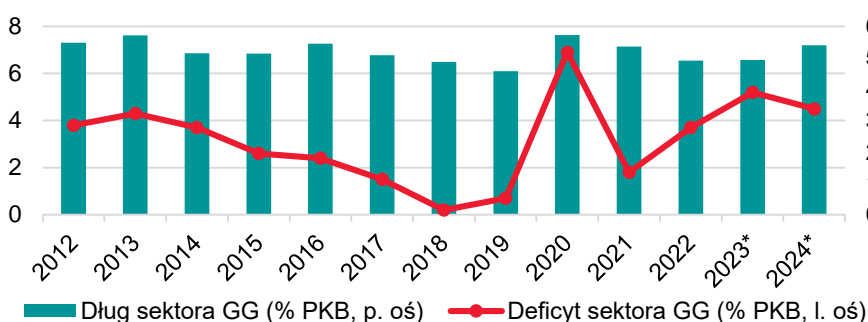
Oprócz analizy wpływu zwiększonej podaży długu na kształtowanie się rentowności obligacji kluczowa jest również kwestia kształtowania się popytu na instrumenty dłużne emitowane przez jednostki sektora publicznego. W ocenie możliwości sfinansowania potrzeb pożyczkowych sektora instytucji rządowych i samorządowych ważne jest spojrzenie na potrzeby

pożyczkowe netto. Zakładamy, że dług zapadający w przyszłym roku zostanie po prostu zrolowany. Uważamy, że ważnym nabywcą obligacji emitowanych przez rząd będą krajowe banki. Nadpłynność sektora bankowego, w uproszczeniu rozumiana jako nadwyżka depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych nad udzielonymi im kredytami, zwiększy się naszym zdaniem w 2024 r. o ok. 89 mld zł w porównaniu do 2023 r. Z uwagi na konstrukcję podatku bankowego (brak opodatkowania obligacji) duża część z tych środków zostanie naszym zdaniem przeznaczona na zakup długu publicznego. Należy jednak pamiętać, że w warunkach oczekiwanego przez nas ożywienia wzrostu gospodarczego (i wzrostu akcji kredytowej) oraz wolniejszego wzrostu depozytów (hamowanego przez spadek stóp procentowych) płynność w sektorze bankowym zwiększy się w 2024 r. w dużo mniejszej skali niż w 2023 r. (150 mld zł), co będzie czynnikiem ograniczającym popyt na obligacje rządowe. Drugim źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych mogą być wolne (tj. dotychczas nieprzeznaczone na ich sfinansowanie) środki zgromadzone na rachunkach budżetowych. Szacujemy, że taka poduszka płynnościowa rządu wynosi ok. 15 mld zł. Uwzględniając powyższe dwa źródła finansowania, konieczna będzie emisja nominowanych w złotych lub walutach obcych obligacji w wysokości 193 mld zł (5,1% PKB) w celu sfinansowania pozostałych potrzeb pożyczkowych netto sektora *general government*. Emisja obligacji przez rząd mogłaby zostać sfinansowana przez środki ulokowane dotychczas przez banki w bonach pieniężnych NBP (ok. 200 mld zł). Uważamy jednak, że potencjał do takiego transferu środków jest ograniczony z uwagi na znaczące ryzyko stopy procentowej (bony pieniężne NBP to lokata kapitału na 7 dni, podczas gdy obligacje mają zwykle kilkuletnie okresy zapadalności). W rezultacie rząd mógłby zdecydować się na emisję bonów skarbowych o krótkim terminie zapadalności (poniżej roku), aby zwiększyć atrakcyjność takich papierów wartościowych względem bonów pieniężnych NBP. Część koniecznego finansowania potrzeb pożyczkowych rządu mogłaby alternatywnie zostać zapewniona poprzez zaciągnięcie kredytów za granicą, co zmniejszyłoby konieczną skalę emisji obligacji. Taki kredyt w wysokości kilkudziesięciu mld zł został przykładowo zaciągnięty w Korei w br. w celu sfinansowania zakupów zbrojeniowych od tego kraju. Niemniej jednak trudno *ex ante* prognozować możliwe działania rządu w 2024 r. w celu zapewnienia alternatywnych do emisji długu źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych.

Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że projekt budżetu i przytoczone powyżej szacunki nie uwzględniają realizacji niektórych wydatków, których prawdopodobieństwo materializacji w 2024 r. jest naszym zdaniem niezaniebnywalne. Tym samym rzeczywiste potrzeby pożyczkowe budżetu państwa mogą być znacząco wyższe od kwoty założonej w projekcie ustawy. Obecny projekt nie zakłada bowiem wydłużenia obowiązywania obniżonej stawki VAT na żywność czy też utrzymania działań osłonowych w zakresie cen energii. Obecnie trudno ocenić czy i w jakiej skali te działania się zmaterializują, a tym samym w jakim stopniu przyczynią się do wzrostu potrzeb pożyczkowych względem wartości przedstawionych w budżecie. W tym zakresie dużo będzie również zależało od wyniku wyborów parlamentarnych i kierunku

polityki gospodarczej w najbliższych kwartałach. Ze względu na trwający spór na linii UE-Polska, kolejnym czynnikiem ryzyka w kontekście sfinansowania potrzeb pożyczkowych Polski są również dalsze opóźnienia w uruchomieniu Krajowego Planu Odbudowy. W skrajnym przypadku konieczne będzie znalezienie alternatywnego finansowania względem grantów z tego programu lub zrezygnowanie z realizacji programów inwestycyjnych, które miały być w ramach niego sfinansowane.

Zarysowane powyżej czynniki sygnalizują, że w 2024 r. mogą pojawić się problemy ze sfinansowaniem potrzeb pożyczkowych rządu, które będą rodziły konieczność ograniczenia niektórych wydatków publicznych. Część finansowania może być pozyskana od inwestorów zagranicznych, choć trudno przewidzieć jego poziom. Należy również pamiętać, że projekt ustawy budżetowej na 2024 r. zakłada już zakłada dodatnie saldo emisji i wykupu obligacji skarbowych wyemitowanych na międzynarodowych rynkach finansowych w wysokości 37 mld zł – prawie trzykrotnie więcej niż szacowana wartość na 2023 r.

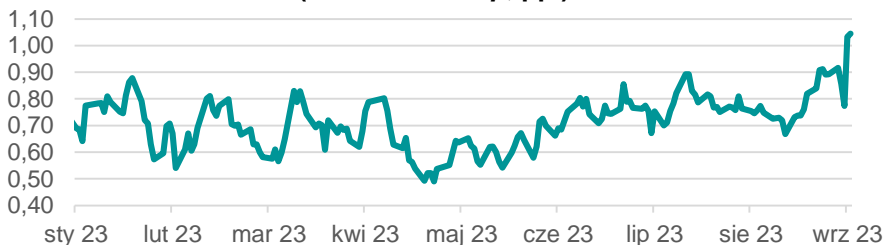


Źródło: MinFin, Credit Agricole \*prognoza MinFin

Projekt ustawy budżetowej zakłada, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie 4,5% PKB w 2024 r. Do 2023 r. obowiązywała tzw. ogólna klauzula wyjścia, czyli reguły fiskalne UE były w rzeczywistości zawieszane i przekroczenie granicy 3% PKB dla deficytu sektora *general government* nie generowało niekorzystnych konsekwencji. W 2024 r. reguły fiskalne zostaną

najprawdopodobniej przywrócone, co rodzi ryzyko objęcia Polski tzw. procedurą nadmiernego deficytu. Materializacja takiego ryzyka oddziaływałaby w kierunku pogorszenia wiarygodności kredytowej Polski. Przykładowo, na początku września agencja Moody's zwróciła uwagę, że znaczący deficyt zakładany w projekcie budżetu na 2024 r. przyczyni się do wzrostu długu publicznego i wpłynie negatywnie na profil kredytowy Polski. Objęcie Polski perspektywą nadmiernego deficytu lub zmiana perspektywy ratingu Polski na negatywną byłyby kolejnymi czynnikami (po istotnym wzroście podaży długu i zwiększeniu zaangażowania inwestorów zagranicznych) oddziałującymi w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego w 2024 r.

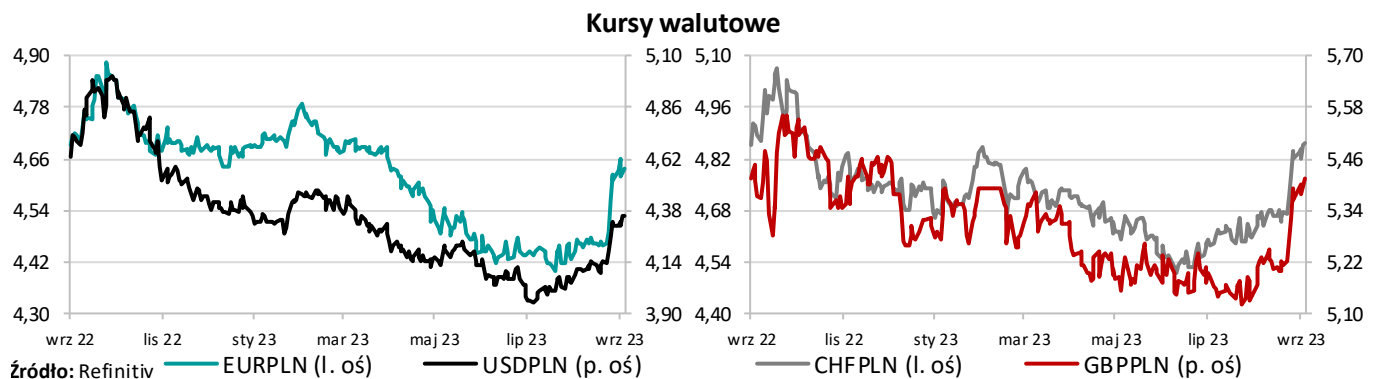
### Spread pomiędzy 10-letnimi obligacjami i 10-letnimi stawkami IRS (tzw. *asset swap*, pp.)



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

W 2024 r. będą oddziaływały w kierunku dalszego wzrostu jej nachylenia poprzez zwiększenie rentowności obligacji o długich terminach zapadalności. Jednocześnie będziemy obserwowali dalszy wzrost spreadu pomiędzy obligacjami i stawkami IRS na długim końcu krzywej, czyli zwiększy się tzw. *asset swap* (por. wykres).

W ostatnim czasie obserwujemy normalizację krzywej dochodowości w Polsce (tzn. odzyskuje ona dodatnie nachylenie). Innymi słowy, oprocentowanie obligacji o krótkim terminie zapadalności zmniejsza się relatywnie względem rentowności obligacji na długim końcu krzywej w reakcji na oczekiwane łagodzenie polityki pieniężnej. Znaczące potrzeby pożyczkowe i wzrost emisji długu w


**Kurs EURPLN pozostaje w trendzie wzrostowym**


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6382 (osłabienie złotego o 0,6%).** Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym, co było kontynuacją tendencji zapoczątkowanych przez zaskakującą skalę obniżki stóp procentowych dokonanej przez RPP dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 11.09.2023). W środę miała miejsce wypowiedź prezesa PFR, P. Borysa, który zasugerował, że rząd ma instrumenty do skutecznej stabilizacji kursu walutowego. Wypowiedź ta została odebrana przez rynek jako wzrost ryzyka sprzedaży przez rząd walut obcych na rynku, co doprowadziło do umocnienia złotego.

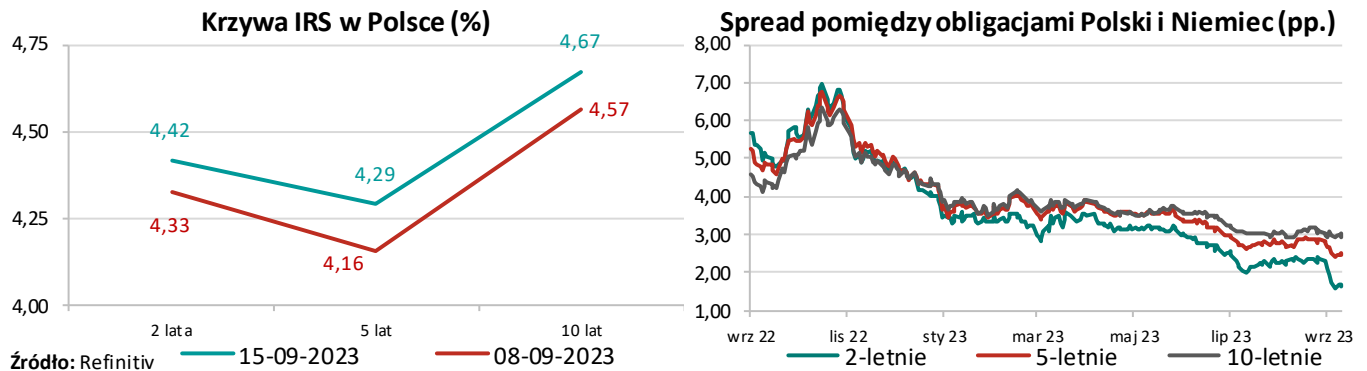
Z punktu widzenia kursu EURUSD kluczowa była zaskakująca dla części inwestorów decyzja EBC o podwyżce stóp procentowych w strefie euro, która zbiegła się w czasie z lepszymi od oczekiwań danymi o sprzedaży detalicznej w USA. Sumarycznym efektem tych dwóch wydarzeń było osłabienie euro względem dolara.

W tym tygodniu kluczowa dla kursu złotego będzie zaplanowana na środę publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej, która może okazać się lekko pozytywna dla złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu polskiej waluty. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie najprawdopodobniej ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.





## Krajowe dane o sprzedaży detalicznej lekko pozytywne dla stawek IRS



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,42 (wzrost o 9pb), 5-letnie do 4,29 (wzrost o 13pb), a 10-letnie do 4,67 (wzrost o 10pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do nieznacznego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej, co w znacznym stopniu było korektą po ich silnym spadku dwa tygodnie temu w reakcji na zaskakującą skalę obniżek stóp procentowych przez RPP (por. MAKROmapa z 11.09.2023). W kierunku lekkiego wzrostu stawek IRS oddziaływało również zwiększenie rentowności obligacji na rynkach bazowych (Niemcy, USA).

W tym tygodniu do nieznacznego wzrostu stawek IRS może się przyczynić zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie najprawdopodobniej ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 22	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
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,50	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
Kurs EURPLN*	4,72	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	<b>4,65</b>
Kurs USDPLN*	4,70	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	<b>4,27</b>
Kurs CHFPLN*	4,80	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	<b>4,79</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	<b>10,1</b>	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	10,9	9,8	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,7	<b>-1,7</b>	
Inflacja PPI (r/r, %)	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-1,7	<b>-3,2</b>	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	21,5	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	<b>2,1</b>	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	<b>12,4</b>	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	<b>0,1</b>	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0	<b>5,0</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	-2847	-2208	-439	283	-2635	2381	1738	1355	529	1479	2431	566		
Eksport (r/r, % EUR)	28,1	26,5	23,2	24,2	10,6	15,7	14,7	18,1	2,6	3,3	1,7	1,3		
Import (r/r, % EUR)	29,6	31,4	24,1	18,3	11,3	7,4	3,9	-1,4	-8,9	-6,3	-5,8	-8,9		

\* 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	5,1	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	6,8	6,7	1,1	-1,1	-2,0	-2,7	0,2	2,3	3,3	-0,5	3,0	
Inwestycje (% r/r)	5,4	7,1	2,5	5,4	5,5	7,9	6,6	6,1	5,0	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	6,2	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	6,2	-2,6	4,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,8	0,6	-0,5	-1,0	-1,5	0,1	1,1	1,8	-0,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,7	1,1	0,4	1,2	0,6	1,2	1,0	1,3	0,9	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	5,1	5,5	5,2	5,5	5,4	
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	9,8	6,3	14,3	11,6	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,02	6,89	6,90	5,38	5,13	7,02	5,13	4,13	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,00	6,75	5,00	4,00	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,69	4,68	4,43	4,65	4,71	4,69	4,71	4,52	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,06	4,27	4,28	4,38	4,28	4,30	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 18.09.2023 r.</b>						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Sierpień	10,6	10,1	10,0
<b>Wtorek 19.09.2023 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Lipiec	35,8		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	5,3	5,3	5,3
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Sierpień	1443	1430	1440
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Sierpień	1452	1430	1440
<b>Środa 20.09.2023 r.</b>						
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	10,4	12,4	11,8
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	0,1	0,1	0,1
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	-2,7	-1,7	-1,7
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-1,7	-3,2	-2,6
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Wrzesień	5,50	5,50	5,50
<b>Czwartek 21.09.2023 r.</b>						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	III kw.	1,75		
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Sierpień	2,1	2,1	1,8
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Sierpień	-4,0	-4,2	-3,9
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Wrzesień	5,25		5,50
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	12,0		-1,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mIn m/m)	Sierpień	4,07	4,09	4,10
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumentckiej (pkt.)	Wrzesień	-16,0		-16,5
<b>Piątek 22.09.2023 r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	39,1		39,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	47,9		47,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	43,5		44,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Wrzesień	46,7		46,3
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	8,0	7,3	7,4
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	47,9		47,9

\* 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