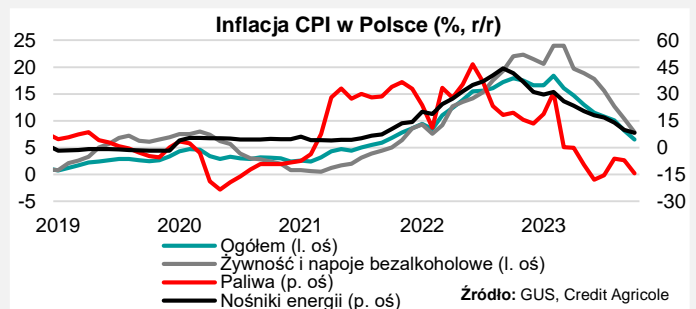
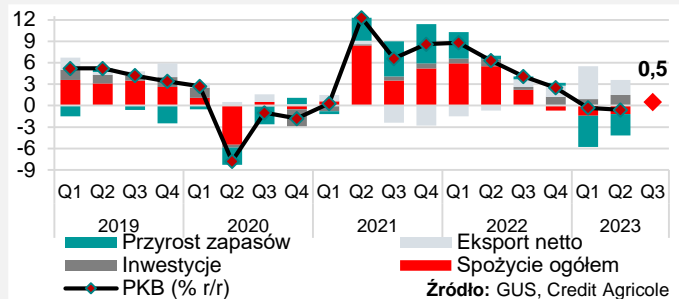


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce w III kw.** Prognozujemy, że dynamika PKB wzrosła do 0,5% r/r wobec -0,6% w II kw. Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego były wyższy (tj. mniej ujemny) wkład zmiany zapasów oraz wyższa dynamika konsumpcji powiązana ze spadkiem inflacji i wzrostem realnych wynagrodzeń gospodarstw domowych. W kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływało natomiast zmniejszenie kontrybucji eksportu netto. Nasza prognoza kształtuje się nieznacznie powyżej konsensusu (0,3%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Naszym zdaniem inflacja ogółem zmniejszyła się w październiku do 3,3% r/r wobec 3,7% we wrześniu, do czego przyczynił się spadek dynamiki cen nośników energii. Z kolei inflacja bazowa nie zmieniła się naszym zdaniem w październiku w porównaniu do września, kształtując się na poziomie 4,1% r/r. Uważamy, że materializacja naszej prognozy będzie oddziaływała w kierunku spadku ryzyka podjęcia przez Fed decyzji o dodatkowej podwyżce stóp procentowych na posiedzeniu w grudniu. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna spadła w październiku o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,7% we wrześniu, do czego przyczyniła się niższa dynamika sprzedaży w branży motoryzacyjnej oraz paliw. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do -0,4% m/m w październiku z 0,3% we wrześniu, co będzie częściowo efektem strajków w przemyśle motoryzacyjnym. Oczekujemy, że dane o nowych pozwoleniach na budowę (1430 tys. w październiku wobec 1471 tys. we wrześniu) oraz rozpoczętych budowach (1335 tys. wobec 1358 tys.) zasygnalizują lekki spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
- W środę poznamy ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że dane miesięczne dostarczą pozytywnych sygnałów nt. aktywności gospodarczej w Chinach. Prognozujemy, że z uwagi na efekty niskiej bazy dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w październiku do 4,8% r/r wobec 4,5% we wrześniu, a dynamika sprzedaży wzrosła do 7,5% r/r wobec 5,5%. Z kolei tempo wzrostu inwestycji nie zmieniło się naszym zdaniem w październiku w porównaniu do września i wyniosło 3,1% r/r. Nasze prognozy dotyczące dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej kształtują się powyżej konsensusu, stąd ich realizacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego
- W środę opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce.** Dostrzegamy ryzyko, że finalna inflacja zostanie zrewidowana nieznacznie w dół względem wstępnego odczytu (6,5%) i wyniesie 6,4% r/r w październiku wobec 8,2% we wrześniu. Zgodnie ze wstępnymi danymi spadek inflacji w październiku miał szeroki zakres i był powiązany z wolniejszym tempem wzrostu cen żywności, paliw i nośników energii, jak również szacowanym przez nas spadkiem inflacji bazowej.



Uważamy, że publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

- **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego we wrześniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 940 mln EUR wobec -202 mln EUR w sierpniu, będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z -1,2% r/r w sierpniu do 0,1% we wrześniu, a tempo spadku importu pogłębiło się z -11,8% r/r w sierpniu do -13,7% we wrześniu. W kierunku spadku dynamik obu wskaźników oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe, jednak tempo wzrostu eksportu było jednocześnie wspierane przez efekty niskiej bazy sprzed roku. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się znacząco powyżej konsensusu rynkowego (-100 mln EUR), jednak naszym zdaniem publikacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

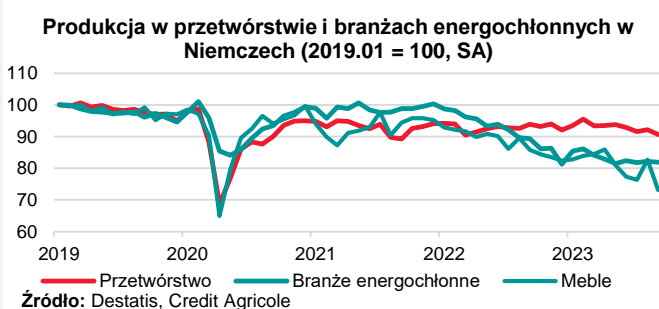
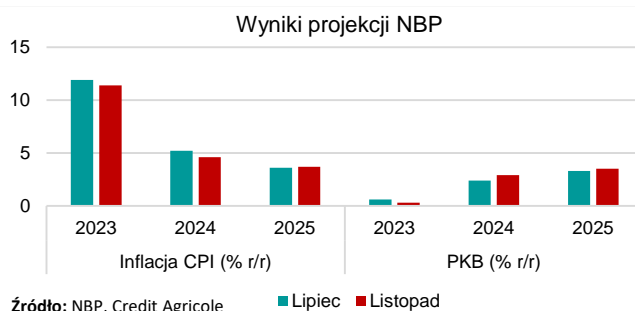
- **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%).** Konsensus rynkowy i nasza prognoza zakładały obniżkę stóp procentowych o 25pb. Zaskoczenie ze strony RPP potwierdza naszą ocenę wyrażoną kilka miesięcy temu, iż w funkcji reakcji banku centralnego nastąpiły zmiany, które czynią politykę pieniężną mniej przejrzystą i mniej zrozumiałą dla otoczenia, a w konsekwencji mniej przewidywalną. Decyzja Rady jest również potwierdzeniem naszej oceny, że łagodzenie polityki pieniężnej zrealizowane we wrześniu i październiku miało na celu głównie wspieranie polityki gospodarczej rządu pomimo podwyższonej inflacji i jej bardzo odległego powrotu do celu (por. MAKROPuls z 10.11.2023). W komunikacie po posiedzeniu RPP wskazała niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację, a także dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP jako główne argumenty na rzecz stabilizacji stóp procentowych. Rada zaznaczyła również, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. W ubiegłym tygodniu odbyła się również konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego. Prezes NBP stwierdził, że argumentami za utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie była duża skala łagodzenia polityki pieniężnej w poprzednich miesiącach, która istotnie obniżyła przestrzeń do dalszych obniżek, a także wzrost niepewności dotyczącej tempa spadku inflacji w kolejnych miesiącach z uwagi na wynik wyborów parlamentarnych. Stwierdził, że gdyby nie było wyborów oraz eskalacji wojny na Bliskim Wschodzie to być może Rada zdecydowałaby się jeszcze na jedną/dwie obniżki stóp procentowych. Jednocześnie nie chciał zadeklarować na jak długo Rada robi przerwę w cyklu obniżek. W kontekście wpływu wyników wyborów na ścieżkę inflacji podkreślił on kwestię przyszłości tarcz antyinflacyjnych, a także proinflacyjny charakter obietnic wyborczych. Stwierdził jednocześnie, że kolejne miesiące przyniosą nowe informacje dotyczące wpływu wyników wyborów na ścieżkę inflacji i wtedy będzie można powiedzieć więcej o perspektywach stóp procentowych. Jednocześnie wykluczył on możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej na posiedzeniu w grudniu. Biorąc pod uwagę wydźwięk komunikatu po listopadowym posiedzeniu RPP, wypowiedzi A. Glapińskiego na ubiegłotygodniowej konferencji prasowej, a także wyniki listopadowej projekcji inflacji (patrz niżej), zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki pieniężnej. Obecnie prognozujemy stabilizację stopy referencyjnej na poziomie 5,75% do końca 2024 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowana została również najnowsza projekcja ekonomiczna NBP.** Zgodnie z wynikami listopadowej projekcji inflacja w 2023 r. wyniesie 11,4%, w 2024 r. obniży się do 4,6%, a w 2025 r. spadnie do 3,7%. Tym samym w całym horyzoncie projekcji inflacja kształtuje się znacząco powyżej celu inflacyjnego RPP (2,5%) i dopiero w IV kw. 2025 r. osiąga górną granicę odchylenia od celu (3,5%). Na szczególną uwagę zasługuje również zakładane przez NBP stopniowe domykanie się ujemnej luki popytowej przy założeniu obecnego poziomu stóp procentowych w

całym horyzoncie projekcji. W połączeniu z oczekiwanym przez NBP kształtowaniem się stopy bezrobocia poniżej poziomu stopy NAWRU, odzwierciedlającej poziom stopy bezrobocia, który nie generuje presji płacowej, wskazuje to, że w średnim horyzoncie będziemy mieć do czynienia z przegrzaniem polskiej gospodarki. W naszej ocenie oznacza to, że nie ma obecnie przestrzeni do obniżek stóp procentowych. Przy opisie wyników listopadowej projekcji dodano nowy dopisek (niepojawiący się w poprzednich edycjach prognozy) mówiący, że kształtowanie się inflacji, zarówno w krótkim jak i średnim okresie, jest obciążone niepewnością, w tym związaną z przyszłą polityką fiskalną i regulacyjną. Na podstawie raportu o inflacji opublikowanego przez NBP wnioskujemy, że projekcja inflacji została przygotowana przy założeniu utrzymania zerowej stawki VAT na artykuły żywnościowe oraz stopniowego wygaszenia tarczy dotyczącej cen nośników energii. Jednocześnie w przypadku cen gazu założono, że obniżone taryfy będą obowiązywać jedynie do końca br. Wyniki listopadowej projekcji NBP stanowią zatem silne wsparcie dla naszego zrewidowanego scenariusza, w którym zakładamy stabilizację stopy referencyjnej na poziomie 5,75% do końca 2024 r. (patrz powyżej).

Saldo bilansu handlowego w Chinach zmniejszyło się w październiku do 56,5 mld USD wobec 77,7 mld USD we wrześniu, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (82,0 mld USD). Dynamika eksportu spadła w październiku do -6,4% r/r wobec -6,2% we wrześniu, a dynamika importu wzrosła do +3,0% wobec -6,2%, kształtując się odpowiednio poniżej i powyżej oczekiwań rynku (-3,3% i -4,8%). Silniejszy od oczekiwań wzrost importu wynikał z efektów niskiej bazy sprzed roku, a także z ożywienia popytu wewnętrznego, wspieranego przez uzupełnianie przez Chiny strategicznych zapasów żywności i nośników energii. Uważamy, że w kolejnych miesiącach będziemy obserwowali dalszy, stopniowy wzrost popytu wewnętrznego w Chinach czemu sprzyjać będzie aktywna polityka Ludowego Banku Chin skoncentrowana na pobudzeniu aktywności na rynku nieruchomości oraz rozwiązaniu problemu nadmiernego zadłużenia jednostek samorządowych. Z kolei w kierunku wzrostu dynamiki eksportu oddziaływać będą efekty niskiej bazy sprzed roku, podczas gdy przeciwny wpływ będzie miało spowolnienie aktywności wśród głównych partnerów handlowych Chin. W długim okresie obroty w chińskim handlu zagranicznym ograniczane będą przez proces przenoszenia produkcji z Chin na inne rynki ze względu na czynniki geopolityczne. Uważamy, że oczekiwany przez nas silniejszy wzrost dynamiki importu niż eksportu znajdzie odzwierciedlenie w spadku nadwyżki w chińskim handlu zagranicznym. Dostrzegamy lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach przyspieszy w 2023 r. do 5,1% wobec 3,0% w 2022 r., co byłoby spójne z ustalonym przez chiński rząd celem dla tempa wzrostu PKB na poziomie „ok. 5%”.

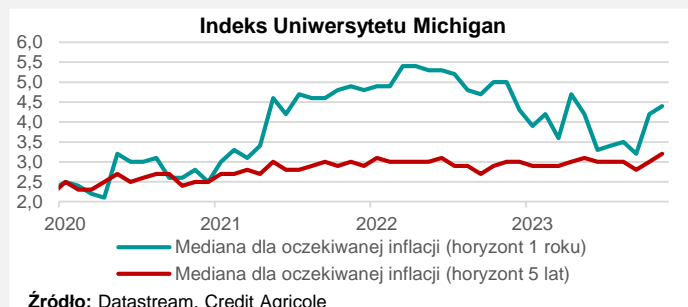
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki. Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się we wrześniu do -1,4% m/m wobec -0,1% w sierpniu, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (-0,1%). W kierunku przyspieszenia spadku produkcji przemysłowej

oddziaływała jej niższa dynamika w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w energetyce i w budownictwie. W ujęciu sektorowym na uwagę zasługuje znaczący spadek produkcji w kategorii „meble” (-11,6% m/m). Po uwzględnieniu efektów



sezonowych produkcja w tej kategorii osiągnęła we wrześniu najniższy poziom od kwietnia 2020 r. Jest to czynnik hamujący aktywność w polskiej branży meblarskiej, która jest ważnym dostawcą dóbr pośrednich do Niemiec (por. MAKROmapa z 6.11.2023 r.). Istotny spadek produkcji odnotowały również kategorie „produkcja podstawowych substancji farmaceutycznych i leków” (-9,2%), „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep” (-5,0%), „przetwórstwo tekstyliów” (-4,4%) oraz „produkcja urządzeń elektrycznych” (-4,4%). W połączeniu z opublikowanymi wcześniej danymi o nowych zamówieniach w przetwórstwie (por. MAKROmapa z 06.11.2023) dane wskazują na pogłębiający się spadek aktywności w niemieckim przemyśle. Jednocześnie dane sygnalizują ryzyko w dół dla wstępnego szacunku kwartalnej dynamiki PKB w Niemczech w III kw. (-0,1% wobec 0,0% w II kw.).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w listopadzie do 60,4 pkt. wobec 63,8 pkt. w październiku, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (63,7 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji,



jak i oczekiwań. Zwiększyła się natomiast podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku (4,4% r/r w listopadzie wobec 4,2% w październiku), co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych cały czas utrzymują się na podwyższonym poziomie. Uważamy, że w lipcu br. Fed zakończył cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Jednocześnie podtrzymujemy naszą prognozę, że Rezerwa Federalna rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych w II poł. 2024 r. i obniży stopy procentowe o 25pb w III kw. i o 25pb w IV kw.

Zgodnie z oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W ocenie agencji, obecny rating z jednej strony odzwierciedla zdywersyfikowaną gospodarkę, relatywnie niski poziom długu publicznego oraz silne fundamenty polskiej gospodarki wspierane przez członkostwo w UE. Z drugiej strony wskaźniki opracowane przez Bank Światowy dotyczące praworządności i PKB per capita kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating A, z kolei zmienność inflacji w Polsce jest relatywnie wyższa. Agencja odnotowała w komunikacie zwycięstwo opozycji w wyborach parlamentarnych. Zwróciła ona uwagę, że nowy rząd prawdopodobnie priorytetowo potraktuje kwestie dotyczące poprawy praworządności, które powinny poprawić relację z Komisją Europejską oraz zwiększyć prawdopodobieństwo wypłaty pierwszej transzy środków w ramach KPO w I kw. 2024 r. Fitch pottrzymał ocenę dotyczącą większości czynników, których materializacja mogłaby się przyczynić do decyzji pozytywnej dla ratingu Polski w przyszłości. Zdaniem Fitch podwyżka ratingu mogłaby nastąpić w przypadku szybszego zmniejszania luki dochodowej pomiędzy Polską i krajami rozwiniętymi lub trwałego spadku długu publicznego w relacji do PKB. Z listy pozytywnych dla ratingu czynników usunięty został punkt dotyczący poprawy statystyk dotyczących zadłużenia zagranicznego. Z kolei dodany do niej został zapis mówiący o ewentualnej poprawie sytuacji w zakresie praworządności. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

 **Czy będą cięcia wydatków na obronę narodową?**

W MAKROmapie z 18.09.2023 sygnalizowaliśmy, że projekt ustawy budżetowej na 2024 r. zakłada znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz kształtowanie się deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych na podwyższonym poziomie (4,5% PKB). Ponadto, wypowiedzi przedstawicieli opozycji sygnalizują wysoką determinację w zakresie szybkiej realizacji niektórych obietnic wyborczych, których koszt nie został uwzględniony w projekcie budżetu. Rodzi to pytanie o przestrzeń dla zmniejszenia wydatków na modernizację armii, które mogłoby, przynajmniej w części, ograniczyć wzrost deficytu sektora finansów publicznych w 2024 r.

W ramach dyskusji o zwiększeniu wydatków publicznych w 2024 r. podkreślana była głównie potrzeba zwiększenia skali podwyżek wynagrodzeń dla nauczycieli (wzrost wydatków z budżetu o ok. 12 mld zł, 0,3% PKB). Opozycja zapowiadała również znaczące podniesienie kwoty wolnej od podatku (spadek dochodów budżetowych o ok. 45 mld zł, 1,2% PKB), jednak w ostatnich tygodniach wzrosło prawdopodobieństwo opóźnienia realizacji tej obietnicy. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu deficytu sektora *general government* w 2024 r. byłoby również ewentualne przedłużenie okresu obowiązywania działań osłonowych w zakresie cen nośników energii. Zgodnie z ubiegłotygodniowymi wypowiedziami A. Domańskiego, doradcy ds. gospodarczych D. Tuska, opozycja rozważa obecnie zamrożenie cen gazu na cały 2024 r. i cen prądu do połowy przyszłego roku. Czynnikiem niepewności są również ostateczne działania rządu w zakresie przedłużenia obowiązywania obniżonej stawki VAT na produkty żywnościowe. Podsumowując, dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla wysokości deficytu założonego w obecnym projekcie budżetu na 2024 r.

Realizacji obietnic wyborczych oraz przedłużeniu działań osłonowych będą prawdopodobnie towarzyszyły jednocześnie działania polegające na dążeniu do zmniejszenia innych wydatków budżetowych, tak aby ograniczyć wzrost deficytu w 2024 r. Potencjalnym źródłem oszczędności może być ograniczenie wydatków na obronę narodową, niemniej jednak będzie to trudne do realizacji zadanie z uwagi na obecną sytuację geopolityczną (trwające wojna w Ukrainie oraz konflikt na Bliskim Wschodzie).

Zgodnie z projektem ustawy budżetowej wydatki na obronność w 2024 r. przewidziane są na poziomie 118,1 mld zł (3,1% PKB, w tym kwota rezerwy budżetowej na ten cel). Ponadto w celu modernizacji technicznej Sił Zbrojnych w 2024 r. planowane jest wykorzystanie środków z zarządzanego przez BGK Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (FWSZ) w wysokości 39,6 mld zł. Tym samym łączne środki przeznaczone na obronność mogą wynieść 157,7 mld zł (4,1% PKB), z czego 84,4 mld zł może zostać przeznaczony na modernizację i zakup nowego uzbrojenia. 44,8 mld zł z tej kwoty pochodzić będzie z budżetu państwa, podczas gdy źródłem pozostałych 39,6 mld zł będzie FWSZ, gdzie środki zostaną pozyskane w ramach emisji obligacji przez BGK lub przy pomocy innych instrumentów dłużnych. Analiza harmonogramu wydatków w 2024 r. (na tyle na ile jest możliwa, przy ograniczonym dostępie do informacji szczegółowych), a także niskie tempo realizacji potrzeb pożyczkowych przez BGK sugeruje, że ostateczne wydatki w 2024 r. mogą być nawet o ok. 15 mld zł (0,4% PKB) niższe niż założono w ustawie budżetowej i wydatkach z FWSZ. Naszą ocenę dotyczącą niskiego tempa realizacji potrzeb pożyczkowych przez BGK sformułowaliśmy w oparciu o dane, zgodnie z którymi do 30 czerwca 2023 r. skumulowana wartość wyemitowanego przez BGK długu na rzecz FWSZ wyniosła 18,3 mld zł, a od tego czasu FWSZ został zasilony jeszcze kwotą 3,0 mld USD, czyli ok. 12,4 mld zł, pochodzącą z emisji obligacji dolarowych przez BGK oraz kredytu od rządu USA w ramach programu *Foreign Military Financing*. Uwzględniając Strategię Zarządzania Długiem Sektora Finansów Publicznych w latach 2024-2027 na koniec 2023 r. aktywa FWSZ powinny wynosić już 47,0 mld zł, a na koniec 2024 r. 86,6 mld zł, co przy obecnym tempie emisji obligacji i zaciągania pożyczek oceniamy jako mało prawdopodobne.

Ponadto powstaje pytanie, czy poza wspomnianym wyżej wysokim prawdopodobieństwem niepełnej realizacji planów wydatkowych na modernizację i zakup nowego uzbrojenia nowy rząd będzie miał możliwość uelastycznienia i racjonalizacji wydatków w sferze obronności, które mogłyby przynieść w 2024 r. oszczędności budżetowe. Aby odpowiedzieć na to pytanie dokonaliśmy przeglądu wybranych umów ramowych na dostawy uzbrojenia. W przypadku tego rodzaju umów istnieje największa przestrzeń do ich renegeacji. Główne umowy ramowe na dostawy uzbrojenia obejmują:

- ✔ Umowę ramową z Hutą Stalowa Wola S.A. i PGZ S.A. na dostawę ponad 1000 nowych, bojowych wozów piechoty Borsuk oraz ponad 300 wozów specjalistycznych opartych na konstrukcji podwozia Borsuka. Maksymalną wartość tego kontraktu szacujemy na 65 mld zł.
- ✔ Umowę ramową z Lockheed Martin na dostawę modułu ogniowego, amunicji, pakietu logistycznego, szkoleniowego oraz wsparcia technicznego dla 27 dywizjonów artylerii raketowej Homar-A (dla których bazą jest amerykański HIMARS). Maksymalną wartość tego kontraktu szacujemy na 13 mld USD.
- ✔ Umowę ramową z Hyundai Rotem na pozyskanie łącznie 1000 czołgów K2/K2PL Black Panther, z czego zawarte umowy wykonawcze dotyczą 180 czołgów, podczas gdy jak dotąd nie udało się ustalić warunków dostawy 820 czołgów K2PL. Maksymalną wartość tego kontraktu szacujemy na 17,5 mld USD.
- ✔ Umowę ramową z Hanwha Defense na dostawę 672 armatohaubic samobieźnych (AHS) K9A1/K9PL Thunder, z czego zawarte umowy wykonawcze dotyczą 212 AHS K9A1, podczas gdy jak dotąd nie udało się ustalić warunków dostawy 460 AHS. Maksymalną wartość tego kontraktu szacujemy na 6 mld USD.

Poza wspomnianymi wyżej umowami należy również wspomnieć o umowach, które będą wkrótce negocjowane dzięki otrzymaniu zgody od Departamentu Stanu USA na sprzedaż sprzętu wojskowego w ramach procedury Zagranicznej Sprzedaży Wojskowej (Foreign Military Sales). Obejmują one:

- ✔ Umowę na zakup systemu kierowania i dowodzenia IBCS (producent Northrop Grumman) dla programów obrony powietrznej Wisła i Narew. Zgodnie z wydaną decyzją maksymalna wartość tego kontraktu to 4 mld USD.
- ✔ Umowę na zakup 96 śmigłowców uderzeniowych AH-64E Apache Guardian (producent Boeing). Zgodnie z wydaną decyzją maksymalna wartość tego kontraktu to 12 mld USD.

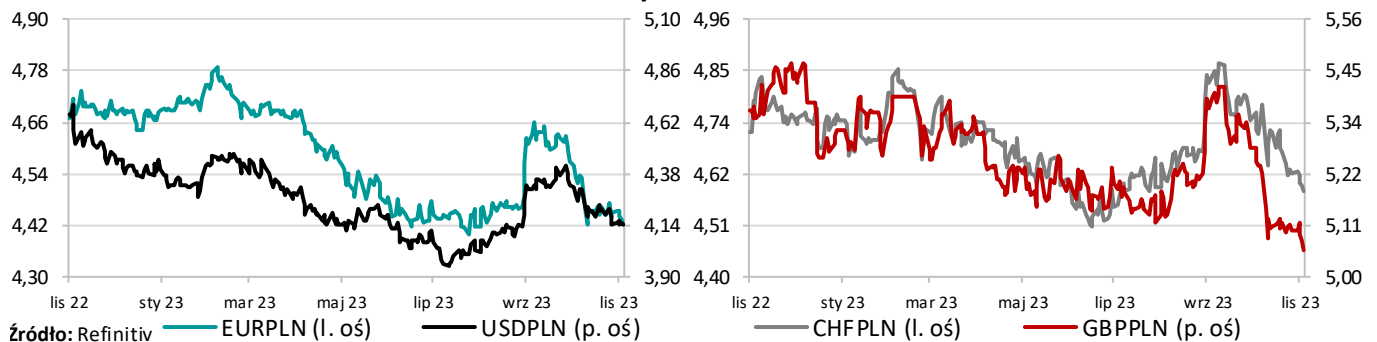
Uwzględniając ramowy charakter wymienionych wyżej umów lub przyszłe negocjacje co do ich treści, można odnieść wrażenie, że nowy rząd będzie miał relatywnie dużą swobodę w podejmowaniu decyzji dotyczących ostatecznej skali oraz terminu realizacji zamówień. W rzeczywistości swoboda ta w istotny sposób ograniczana będzie przez uwarunkowania geopolityczne. Publicznie dostępne informacje wskazują, iż na ogół każdy z elementów uzbrojenia objęty wspomnianymi wyżej umowami jest niezbędny do podniesienia potencjału obronnego Polski, a kontrowersje z nimi związane dotyczą przede wszystkim skali i terminu zamówień, czy też kwestii zagwarantowania polskiemu przemysłowi zbrojeniowemu jak największego udziału w realizacji kontraktów. Uważamy, że są to obszary, w których nowy rząd będzie miał pewną przestrzeń do negocjacji i racjonalizacji wydatków. Jednocześnie warto pamiętać, że zgodnie z ustawą o obronie Ojczyzny od 2023 r. wartość wydatków na obronność nie może być niższa niż 3% PKB, co będzie dolnym ograniczeniem dla ewentualnych decyzji o redukcji wydatków. Ponadto, ze względu na ramowy charakter wspomnianych wyżej umów ich wpływ na wydatki budżetowe w 2024 r. byłby nadal relatywnie niewielki, gdyż główne wydatki byłyby skoncentrowane dopiero w kolejnych latach (por. MAKROmapa z 14.11.2022). Tym samym ewentualne decyzje nowego rządu dotyczące wydatków na modernizację armii miałyby ograniczony wpływ na potrzeby pożyczkowe państwa w krótkim terminie.

Podsumowując dostrzegamy jedynie niewielką przestrzeń do redukcji wydatków na obronność w 2024 r. i wynikać będzie ona przede wszystkim z wolniejszego od przyjętych założeń realizowania wydatków a nie

ze zmniejszenia planów zakupowych. Stanowi to wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą w krótkiej perspektywie polityka fiskalna pozostanie luźna. W istotny sposób ogranicza to przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę wydzwięk komunikatu po listopadowym posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi A. Głapińskiego na ubiegłotygodniowej konferencji prasowej, zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki pieniężnej (patrz powyżej). Obecnie prognozujemy stabilizację stopy referencyjnej na poziomie 5,75% do końca 2024 r.

Nieoczekiwana decyzja RPP umocniła złotego

Kursy walutowe



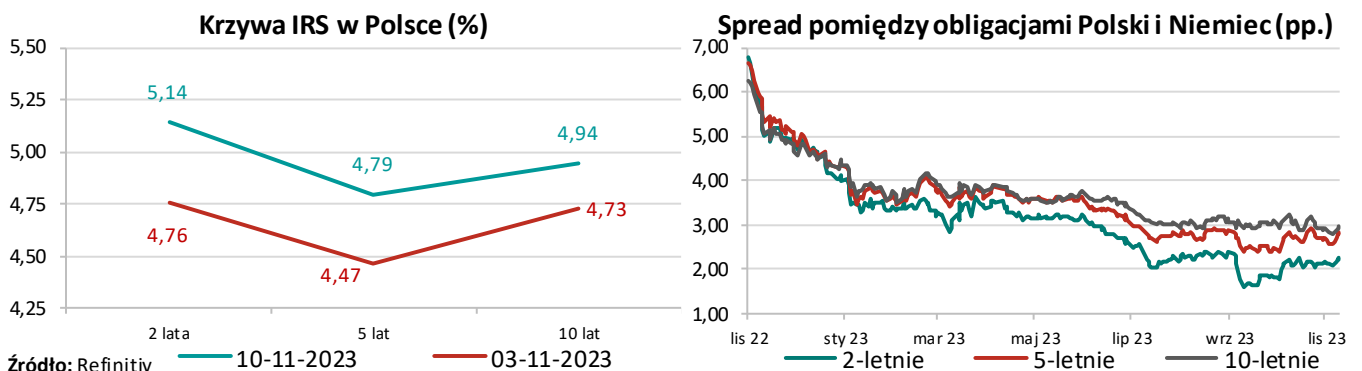
Źródło: Refinitiv — EURPLN (I. oś) — USDPLN (p. oś)

— CHFPLN (I. oś) — GBPPLN (p. oś)

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4221 (umocnienie złotego o 0,6%). W pierwszej części ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia z relatywną stabilizacją kursu złotego w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. Rada zdecydowała się na utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie, podczas gdy konsensus zakładał obniżkę stóp procentowych o 25pb, co doprowadziło w środę do umocnienia złotego. W czwartek doszło do dalszego spadku kursu EURPLN wspieranego przez jastrzębi wydzwięk konferencji prasowej prezesa NBP, A. Głapińskiego.

Piątkowa decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy jest neutralna dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowa dla kursu złotego będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych danych o PKB w Polsce w III kw. Nasza prognoza kształtuje się powyżej oczekiwań rynku, stąd jej realizacja mogłaby oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Do spadku kursu EURPLN może przyczynić się również przewidziana na środę publikacja danych z Chin. W naszej ocenie zaplanowane na ten tydzień publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Krajowe dane o PKB w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,14 (wzrost o 38pb), 5-letnie do 4,79 (wzrost o 32pb), a 10-letnie do 4,94 (wzrost o 21pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w reakcji na nieoczekiwaną decyzję RPP o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, podczas gdy konsensus zakładał obniżkę o 25pb. W kierunku dalszego zwiększenia stawek IRS oddziaływał również jastrzębi wydzźwięk konferencji prezesa NBP A. Głapińskiego. Rynek kontraktów FRA wycenia obecnie obniżki o łącznej skali ok. 100pb do końca 2024 r.

Piątkowa decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy jest neutralna dla stawek IRS. W tym tygodniu kluczowa dla inwestorów będzie publikacja wstępnych krajowych danych o PKB, która naszym zdaniem może przyczynić się do wzrostu stawek IRS. 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	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	lis 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	6,00	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,45
Kurs USDPLN*	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,20
Kurs CHFPLN*	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,60
Inflacja CPI (r/r, %)	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,1	-0,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,8	-3,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	3,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	11,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,1	5,2	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-439	283	-2635	2381	1738	1355	529	1479	2431	566	-202	940		
Eksport (r/r, %, EUR)	23,2	24,2	10,6	15,7	14,7	18,1	2,6	3,3	1,7	1,3	-1,2	0,1		
Import (r/r, %, EUR)	24,1	18,3	11,3	7,4	3,9	-1,4	-8,9	-6,3	-5,8	-8,9	-11,8	-13,7		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2023				2024				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,9	2,3	2,6	2,9	3,3	5,3	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	-2,0	-2,8	1,2	2,3	2,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-0,3	3,1	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	8,0	7,2	5,2	2,1	2,4	2,0	4,9	8,0	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	1,1	3,7	3,9	5,0	4,3	4,5	6,7	1,3	4,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	0,8	4,3	4,6	5,6	6,0	5,5	6,8	-1,0	5,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,7	1,2	1,5	1,7	1,9	1,8	2,9	-0,2	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,3	1,6	0,7	0,3	0,4	0,5	0,8	1,3	0,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	0,2	-0,3	-0,1	0,0	-1,0	-0,5	0,2	1,5	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,1	0,6	0,8	1,0	0,5	-0,3	-1,0	-2,4	0,8	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,1	5,0	5,3	5,4	4,5	5,0	5,2	5,2	5,3	5,2	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,5	1,1	0,5	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	0,6	0,8	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,3	13,8	11,4	9,9	9,5	8,6	8,8	9,0	12,1	12,3	9,0	
Inflacja CPI (%)*	17,0	13,1	9,7	6,4	5,5	4,6	5,2	5,3	14,3	11,6	5,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	6,89	6,90	5,77	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	7,02	5,88	5,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	6,75	5,75	5,75	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,44	4,50	4,48	4,46	4,44	4,69	4,44	4,44	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	4,11	4,13	4,11	4,17	4,23	4,38	4,11	4,23	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 13.11.2023 r.						
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Wrzesień	-202	940	-100
Wtorek 14.11.2023 r.						
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	-0,6	0,5	0,3
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	0,1		0,1
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	-0,1	0,0	-0,1
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Listopad	-1,1		5,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Październik	0,4	0,1	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Październik	0,3	0,3	0,3
Środa 15.11.2023 r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	5,5	7,5	7,0
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Październik	3,1	3,1	3,1
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	4,5	4,8	4,3
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	6,5	6,4	6,5
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	0,6		-0,7
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	-4,6		-2,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	0,7	-0,2	-0,1
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Wrzesień	0,4		0,3
Czwartek 16.11.2023 r.						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Październik	8,4	8,1	8,0
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Listopad	-9,0		-11,0
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Październik	79,7		79,4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	0,3	-0,3	-0,4
Piątek 17.11.2023 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Wrzesień	27,7		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Październik	2,9	2,9	2,9
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Październik	1471	1430	1450
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1358	1335	1345

* 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