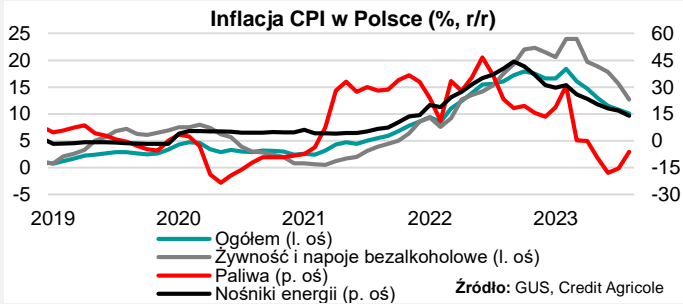
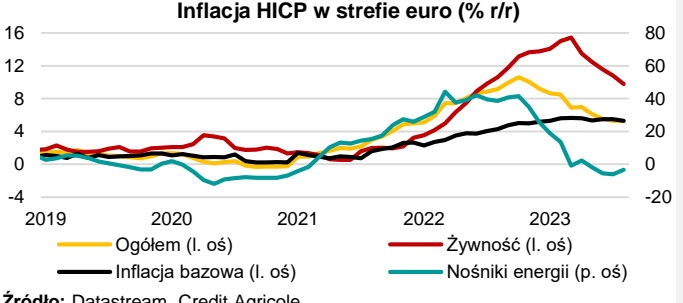


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o inflacji w Polsce.** Naszym zdaniem zmniejszyła się ona we wrześniu do 8,3% r/r wobec 10,1% w sierpniu. Uważamy, że niższa inflacja we wrześniu wynikać będzie ze zmniejszenia wkładów wszystkich jej głównych składowych (cen żywności, paliw i innych nośników energii oraz inflacji bazowej). Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (8,6%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- 
- W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się we wrześniu do 4,4% r/r wobec 5,2% w sierpniu, co wynikało ze spadku wkładów wszystkich jej składowych, w tym inflacji bazowej (4,5% we wrześniu wobec 5,3% w sierpniu). W czwartek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zmniejszyła się ona do 4,3% r/r we wrześniu wobec 6,4% w sierpniu. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się tylko nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (4,5%), a tym samym jej realizacja nie powinna mieć istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- 
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** W piątek opublikowane zostaną dane o inflacji PCE. Uważamy, że zwiększyła się ona do 3,6% r/r w sierpniu z 3,3% w lipcu, do czego przyczynił się wzrost dynamiki cen energii. Z kolei inflacja bazowa obniżyła się naszym zdaniem do 3,9% r/r wobec 4,2% w lipcu. W czwartek poznamy z kolei finalny szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Zakładamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego nie zostanie zrewidowane względem drugiego szacunku i wyniesie 2,1%. Prognozujemy, że zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w sierpniu o 1,8% m/m wobec spadku o 5,2% w lipcu. Uważamy, że spowolnienie spadku zamówień wynikało przede wszystkim ze wyższych zamówień na dobra konsumpcyjne. Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (693 tys. w sierpniu wobec 714 tys. w lipcu), podobnie jak sierpniowe dane dotyczące rozpoczętych budów domów (patrz poniżej), wskażą na spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Prognozujemy, że zarówno indeks Conference Board (105,0 pkt. we wrześniu wobec 106,1 pkt. w sierpniu) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (67,5 pkt. we wrześniu wobec 69,5 pkt. w sierpniu) wskażą na pogorszenie nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
- Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 85,2 pkt. we wrześniu z 85,7 pkt. w sierpniu. Ryzyko w górę dla tej prognozy stanowią opublikowane w ubiegłym tygodniu indeksy PMI dla

Niemiec (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w Niemczech będzie neutralna dla rynków finansowych.

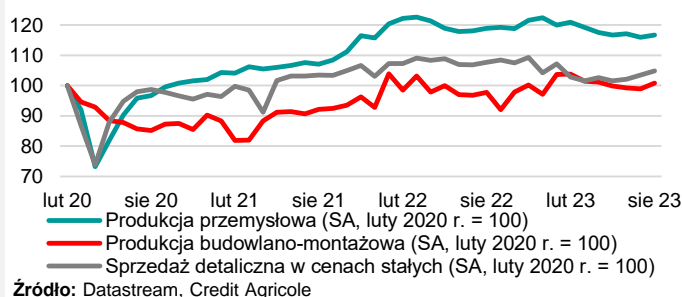
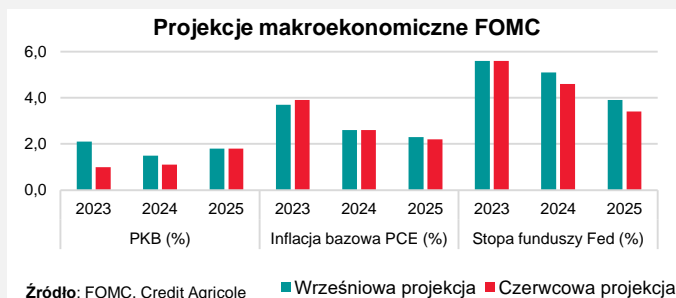
W zeszłym tygodniu

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed pozostawił docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [5,25%; 5,50%], co było zgodne z naszą prognozą i konsensusem. Komunikat nie uległ istotnym zmianom w porównaniu z lipcowym posiedzeniem. Fed podtrzymał deklarację, zgodnie z

którą będzie monitorował napływające informacje z amerykańskiej gospodarki i ich implikacje dla perspektyw polityki pieniężnej. Podczas konferencji prasowej szef Rezerwy Federalnej J. Powell ocenił obecne nastawienie Fed w polityce pieniężnej jako restrykcyjne. Zauważył jednocześnie, że ryzyko zbyt silnego lub niewystarczającego zaostrzenia polityki pieniężnej stało się ostatnio bardziej symetryczne. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również najnowsze projekcje makroekonomiczne członków FOMC. Mediana oczekiwań dla stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2023 r. nie zmieniła się w porównaniu do czerwcowej projekcji wskazując na jeszcze jedną podwyżkę o 25pb w tym roku. O 50pb zwiększyła się natomiast mediana na koniec 2024 r. i 2025 r., kształtując się powyżej oczekiwań rynku. Sugeruje to, że stopy procentowe w USA pozostaną na podwyższonym poziomie jeszcze przez dłuższy czas i nie należy spodziewać się ich szybkich, znaczących obniżek. Zostało to odebrane przez inwestorów jako jastrzębi sygnał i doprowadziło do umocnienia dolara względem euro. Jednocześnie prognozy dynamiki PKB latach 2023-2024 zostały istotnie zrewidowane w górę (odpowiednio do 2,1% i 1,5% wobec 1,0% i 1,1% w czerwcowej projekcji) przy niższej prognozowanej stopie bezrobocia i nieznacznie wyższej ścieżce inflacji PCE. Mimo wyników wrześnieowej projekcji sugerującej jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych w 2024 r. podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w lipcu br. Fed zakończył cykl zacieśniania polityki pieniężnej.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Dane o nowych pozwoleniach na budowę (1543 tys. wobec 1443 tys. w lipcu – znacząco powyżej konsensusu rynkowego na poziomie 1440 tys.), liczbie rozpoczętych budów (1283 tys. wobec 1447 tys. w lipcu - wyraźnie poniżej konsensusu na poziomie 1440 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,04 mln wobec 4,07 mln) dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego rynku nieruchomości. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w III kw. do 2,8% wobec 2,1% w II kw.

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce wyniosła -2,0% r/r w sierpniu wobec -2,3% r/r w lipcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (-1,7% r/r). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w sierpniu o 0,6% m/m. Wzrost rocznej dynamiki produkcji przemysłowej ogółem pomiędzy lipcem i sierpniem to głównie zasługa „górnictwa i kopalnictwa” oraz „wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę”.



Wkład tych dwóch kategorii zwiększył łącznie dynamikę produkcji przemysłowej pomiędzy lipcem i sierpniem o ok. 0,5 pkt. proc. (por. MAKROpuls z 20.09.2023). Podobnie jak w lipcu, głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku pogłębienia spadku produkcji przemysłowej w ujęciu rok do roku w sierpniu było spowolnienie w branżach, w których dominująca część sprzedaży skierowana jest za granicę. Natomiast dynamika produkcji w branżach nieeksportowych ukształtowała się w sierpniu na najwyższym poziomie od stycznia br. Tym samym materializuje się nasz scenariusz, w którym spadek inflacji, oddziałujący w kierunku zwiększenia realnej dynamiki płac i konsumpcji oraz wzrost inwestycji mieszkaniowych i współfinansowanych ze środków unijnych wspiera aktywność w branżach przemysłu z produkcją ukierunkowaną głównie na rynek krajowy. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w sierpniu do 3,5% r/r wobec 1,1% w lipcu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (1,1%) i naszej prognozy (0,2%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa ogółem zwiększyła się w sierpniu o 2,0% m/m, a tym samym wzrosła po raz pierwszy od lutego 2023 r. W kierunku wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy lipcem a sierpniem oddziaływało jej zwiększenie w kategoriach „roboty budowlane specjalistyczne” oraz „wnoszenie budynków”, podczas gdy dynamika produkcji w kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej” nie zmieniła się. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego wzrostu aktywności w budownictwie. Wsparciem dla produkcji budowlano-montażowej będzie kończenie inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków unijnych, a także stopniowe ożywienie w budownictwie mieszkaniowym (por. MAKROpuls z 21.09.2023). Dane o sierpniowej produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej są zgodne z naszym scenariuszem, w którym roczna dynamika PKB w III kw. wyraźnie wzrośnie do 0,5% r/r wobec -0,6% w II kw.

✔ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wzrosła w sierpniu do 3,1% r/r wobec 2,1% w lipcu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (1,8%) i naszej prognozy (2,1%).** Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w sierpniu o 1,3% m/m, a tym samym zwiększyła się trzeci miesiąc z rzędu. Z kolei roczna dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zwiększyła się w sierpniu do -2,7% r/r (najwyżej od stycznia 2023 r.) wobec -4,0% w lipcu. Do zwiększenia realnej dynamiki sprzedaży detalicznej pomiędzy lipcem a sierpniem przyczynił się odnotowany w sierpniu wyraźny wzrost dynamiki realnego funduszu płac do poziomu najwyższego od lipca 2022 r. (patrz poniżej). Czynnikiem dynamizującym sierpniową sprzedaż detaliczną były również poprawiające się nastroje konsumenckie (por. MAKROpuls z 22.09.2023). Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą wyrównana sezonowo sprzedaż detaliczna osiągnęła w II kw. lokalne minimum i począwszy od III kw. jej poziom będzie się zwiększał, wspierany przez dalszą poprawę nastrojów konsumenckich, ustąpienie efektów wysokiej bazy sprzed roku związanych z napływem uchodźców z Ukrainy, a także oczekiwaną przez nas kontynuację wzrostu realnej dynamiki funduszu płac.

✔ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 11,9% r/r w sierpniu wobec 10,4% r/r w lipcu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (11,8%) i poniżej naszej prognozy (12,4%).** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w sierpniu o 1,7% r/r wobec spadku o 0,3% r/r w lipcu, co było ich najsilniejszym realnym wzrostem od lutego. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu rocznej nominalnej dynamiki wynagrodzeń pomiędzy lipcem i sierpniem było ustąpienie efektów wysokiej bazy sprzed roku. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach nominalna roczna dynamika płac będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym, który będzie również obserwowany w przypadku przeciętnego wynagrodzenia w całej gospodarce. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia nominalnego tempa wzrostu płac w kolejnych kwartałach będzie oczekiwany przez nas silny spadek inflacji i związane z nim zmniejszenie presji płacowej w przedsiębiorstwach. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w sierpniu do 0,0% r/r wobec 0,1% w lipcu. Tym samym

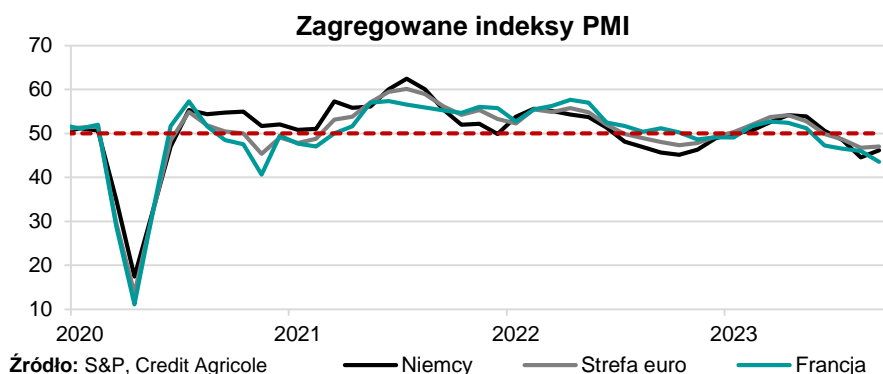
ukszałtowała się ona poniżej konsensusu zgodnego z naszą prognozą (+0,1%). Warto jednocześnie zauważyć, że choć po zaokrągleniu roczna dynamika zatrudnienia wyniosła w sierpniu 0,0%, to samo zatrudnienie zmniejszyło się o 500 osób w ujęciu rocznym, co jest jego pierwszym spadkiem od marca 2021 r. W porównaniu z lipcem zatrudnienie obniżyło się w sierpniu o 11,6 tys. osób. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, głównym czynnikiem ograniczającym wzrost zatrudnienia pozostaje redukcja etatów w przetwórstwie przemysłowym, potwierdzając kontynuację procesów restrukturyzacyjnych obserwowanych w tym sektorze. Wzrost dynamiki realnych płac i stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oddziaływały w kierunku zwiększenia realnej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do 1,7% r/r w sierpniu wobec -0,3% w lipcu. Tym samym realna dynamika funduszu płac ukształtowała się w okresie lipiec-sierpień powyżej poziomu odnotowanego w II kw. (+0,7% wobec -0,5%). Dane o funduszu płac są spójne z naszą prognozą dynamiki konsumpcji (+0,2% r/r w III kw. wobec -2,7% w II kw.).

- ✓ **W zeszłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB podjął decyzję o pozostawieniu głównej stopy procentowej na poziomie 1,75%, podczas gdy rynek oczekiwał podwyżki o 25pb do 2,0%. Decyzja została uzasadniona stwierdzeniem, że dotychczasowa znacząca skala podwyżek stóp procentowych dokonanych w poprzednich kwartałach skutecznie tłumi presję inflacyjną. Niemniej w komunikacie podkreślone zostało, że z dzisiejszej perspektywy nie można wykluczyć dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej, które może być konieczne aby zapewnić stabilność cen w średnim okresie. Powtórzona została również zapowiedź, zgodnie z którą SNB w kolejnych miesiącach będzie uważnie monitorował kształtowanie się inflacji. SNB ponownie zakomunikował również swoją gotowość do interwencji walutowych w razie potrzeby. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także najnowsze projekcje makroekonomiczne SNB. Prognoza dynamiki PKB na 2023 r. została utrzymana na niezmiennym poziomie (ok. 1% r/r). Bez zmian pozostała również prognoza inflacji w latach 2023-2024 (2,2%), podczas gdy jej wartość dla 2025 r. została obniżona o 0,2 pkt. proc. do 1,9%. Ubiegłotygodniowa decyzja SNB jest spójna z naszą prognozą kursów EURCHF (0,98 na koniec 2023 r. i 0,95 na koniec 2024 r.) oraz CHFPLN (4,81 na koniec 2023 r. i 4,76 na koniec 2024 r.).
- ✓ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się we wrześniu do 47,1 pkt. wobec 46,7 pkt. w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (46,3 pkt.).** Przeciętna wartość zagregowanego indeksu PMI w strefie euro obniżyła się w III kw. do 47,5 pkt. wobec 52,3 pkt. w II kw., wskazując na istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększy się w III kw. do 0,3% wobec 0,1% w II kw. (patrz poniżej).
- ✓ **W ubiegłym tygodniu A. Glapiński udzielił wywiadu dla Polskiej Agencji Prasowej.** Prezes NBP stwierdził w nim, że od momentu publikacji lipcowej projekcji pojawiły się dane, które wskazują, że zarówno dynamika PKB jak i inflacja mogą w najbliższym okresie kształtować się znacząco poniżej wartości przedstawionych w projekcji. Zaznaczył on, że z tych względów Rada we wrześniu dokonała zdecydowanego dostosowania stóp procentowych do zmienionych uwarunkowań przyszłej inflacji. Prezes NBP dodał, że po tym dostosowaniu przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych znacząco zawężyła się, choć nadal będzie się pojawiać wraz z napływającymi danymi. W wywiadzie A. Glapiński nadal jednak podkreślał, że biorąc pod uwagę spadek prognoz inflacji, realne stopy procentowe są wyższe niż były jeszcze kilka miesięcy temu. Był to ważny argument dla RPP na rzecz obniżki przeprowadzonej we wrześniu (por. MAKROPuls z 6.09.2023). Ubiegłotygodniowe wypowiedzi Prezesa NBP sygnalizują ryzyko, że stopy procentowe mogą zostać obniżone w mniejszej skali niż obecnie zakładamy (po 50pb w październiku i listopadzie br.).
- ✓ **Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu EURUSD.** Napływające w ostatnim czasie dane makroekonomiczne i wyniki badań koniunktury wskazują na utrzymujące się istotne rozbieżności

w tempie wzrostu gospodarczego w USA i strefie euro. Zdecydowanie lepsza sytuacja gospodarcza w USA będzie stanowiła naszym zdaniem wsparcie dla dolara w horyzoncie kilku miesięcy. W rezultacie prognozujemy, że kurs EURUSD wyniesie 1,08 na koniec br. i 1,09 na koniec I kw. 2024 r. (przed rewizją odpowiednio 1,10 i 1,11). Podtrzymaliśmy jednocześnie naszą prognozę spadku kursu EURUSD do 1,05 na koniec 2024 r. Uwzględniając kształtowanie się kursu EURPLN oczekujemy, że kurs USDPLN wyniesie 4,36 na koniec br. i 4,30 na koniec 2024 r. (por. tabela kwartalna).

Agencja Moody's nie opublikowała w ubiegłym tygodniu nowego raportu w sprawie ratingu Polski, utrzymując tym samym długookresowy rating na poziomie A2 z perspektywą stabilną. Stabilizacja ratingu jest neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Obraz koniunktury w strefie euro nieco mniej pesymistyczny

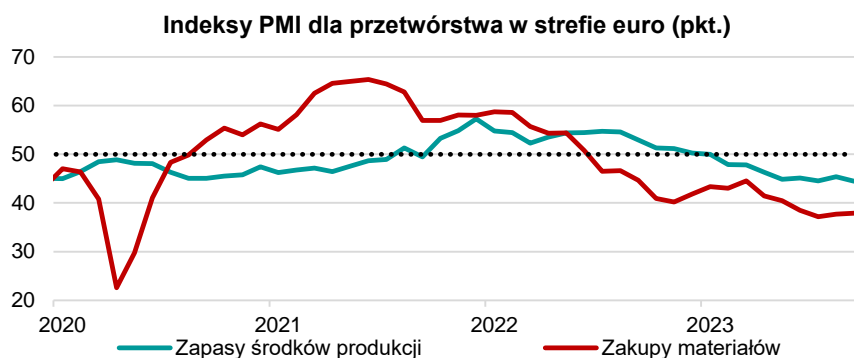


Źródło: S&P, Credit Agricole

— Niemcy — Strefa euro — Francja

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się we wrześniu do 47,1 pkt. wobec 46,7 pkt. w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (46,3 pkt.). Wzrost zagregowanego indeksu PMI wynikał ze zwiększenia jego składowej dla aktywności biznesowej w usługach przy

niezmienionej wartości składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym poprawę koniunktury odnotowano w Niemczech, podczas gdy we Francji nastąpił największy od listopada 2020 r. spadek aktywności gospodarczej. W pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem PMI drugi miesiąc z rzędu odnotowano nieznaczny spadek aktywności (zagregowany indeks PMI wyniósł 49,9 pkt. wobec 49,1 pkt. w sierpniu). Głównym czynnikiem ograniczającym aktywność gospodarczą w strefie euro pozostaje słaby popyt znajdujący odzwierciedlenie w spadku nowych zamówień ogółem oraz zamówień eksportowych. Składowa dotycząca nowych zamówień ogółem kształtuje się w trendzie spadkowym już od pięciu miesięcy i we wrześniu osiągnęła ona najniższy poziom od listopada 2020 r. Czynnikiem stabilizującym aktywność gospodarczą była realizacja zaległości produkcyjnych. Obniżają się one nieprzerwanie od czerwca 2022 r., a we wrześniu tempo ich spadku przyspieszyło w porównaniu z sierpniem.

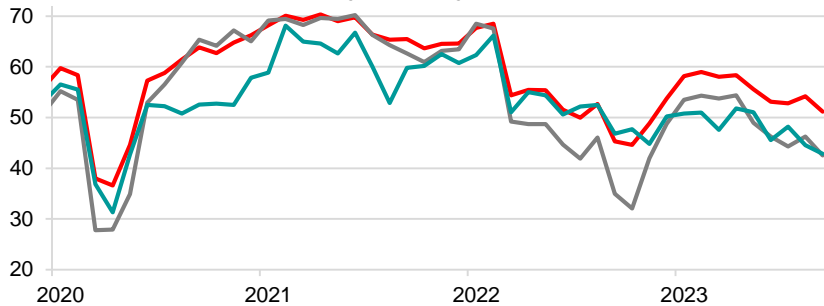


Źródło: S&P, Credit Agricole

towarzyszącego publikacji PMI, może być to pierwszy sygnał stabilizacji w zakresie dostosowywania poziomu zapasów w przetwórstwie i przejścia do fazy ożywienia aktywności w przetwórstwie. Redukcja

W warunkach słabego popytu i ustępujących barier podażowych firmy przetwórcze strefy euro nieznacznie przyspieszyły tempo redukcji poziomu zapasów środków produkcji, ale jednocześnie obserwowana w ostatnich miesiącach tendencja do wstrzymywania się z nowymi zakupami nieznacznie wyhamowała. Według komentarza

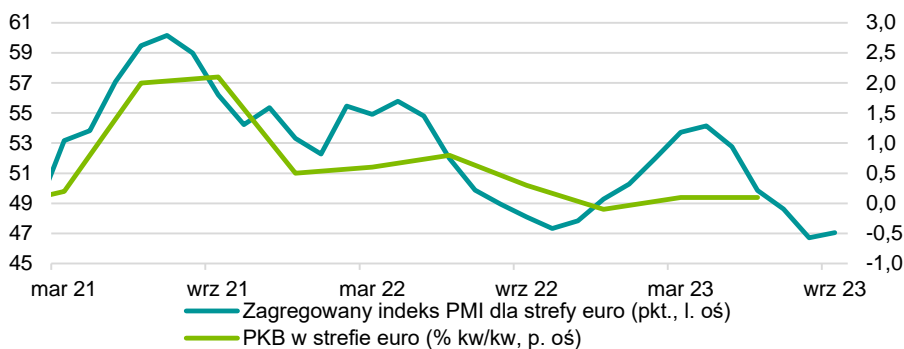
poziomu zapasów nie jest zjawiskiem ograniczonym do obszaru wspólnej waluty, tylko występuje ono globalnie. Zgodnie z badaniem PMI odsetek firm na świecie dokonujących zakupów środków produkcji w celu zapewnienia sobie bufora bezpieczeństwa w postaci wyższych zapasów obniżał się gwałtownie w ostatnich kwartałach i obecnie znajduje się na jednym z najniższych poziomów w historii.

Wskaźnik oczekiwanej produkcji - dla przetwórstwa (pkt.)


Źródło: S&P, Credit Agricole — Strefa euro — Niemcy — Francja

dla bieżącej produkcji, zatrudnienia i zapasów. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje zwiększenie składowej dla nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych. Niemniej jednak wskaźnik dla oczekiwanej produkcji w przetwórstwie w horyzoncie 12 miesięcy spadł we wrześniu do najniższego poziomu od listopada 2022 r., co świadczy o tym, że ankietowane firmy są dosyć pesymistyczne i nie widzą obecnie istotnej przestrzeni do poprawy sytuacji.

Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie wstępny indeks PMI dla przetwórstwa wzrósł we wrześniu do 39,8 pkt. wobec 39,1 pkt. w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (39,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższego wkładu jego składowych dla nowych zamówień i czasu dostaw, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych

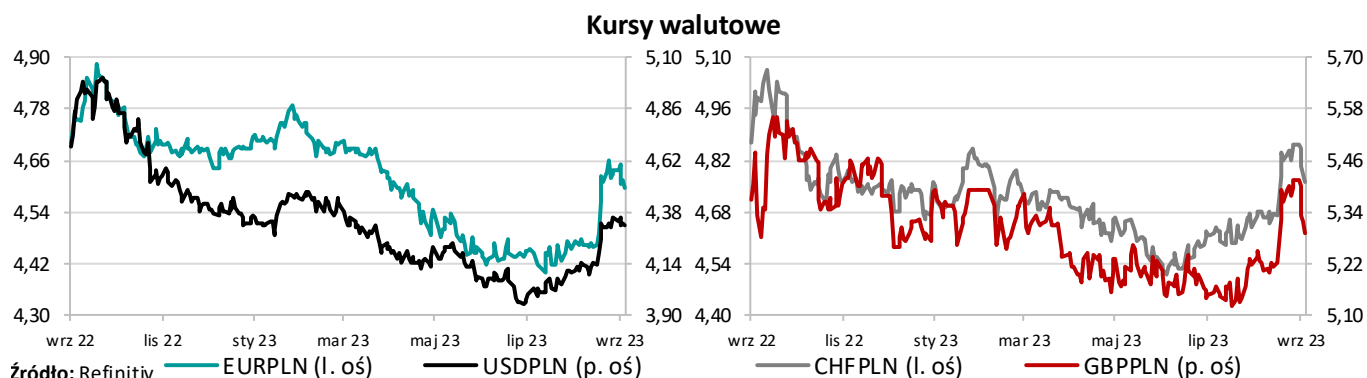


Źródło: Datastream, S&P, Credit Agricole

dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w strefie euro wyniesie przeciętnie +0,3% kw/kw w III kw. wobec 0,1% kw/kw w II kw. Niski wzrost gospodarczy w otoczeniu zewnętrznym Polski został już przez nas wcześniej uwzględniony i jest spójny z naszym scenariuszem „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki, zgodnie z którym dynamika PKB w Polsce w 2023 r. wyraźnie się obniży, jednak pozostanie ona dodatnia (0,5% r/r wobec 5,1% w 2022 r.), a silnemu spowolnieniu wzrostu gospodarczego nie będzie towarzyszyć znaczący wzrost bezrobocia.

Przeciętna wartość zagregowanego indeksu PMI w strefie euro ukształtowała się w III kw. niżej niż w II kw. (47,5 pkt. wobec 52,3 pkt.). Według komentarza S&P opublikowanego razem z danymi, spadek aktywności gospodarczej odzwierciedlony we wskaźnikach PMI odpowiada dynamice PKB w strefie euro równej ok. -0,4% kw/kw. Stanowi to istotne ryzyko w

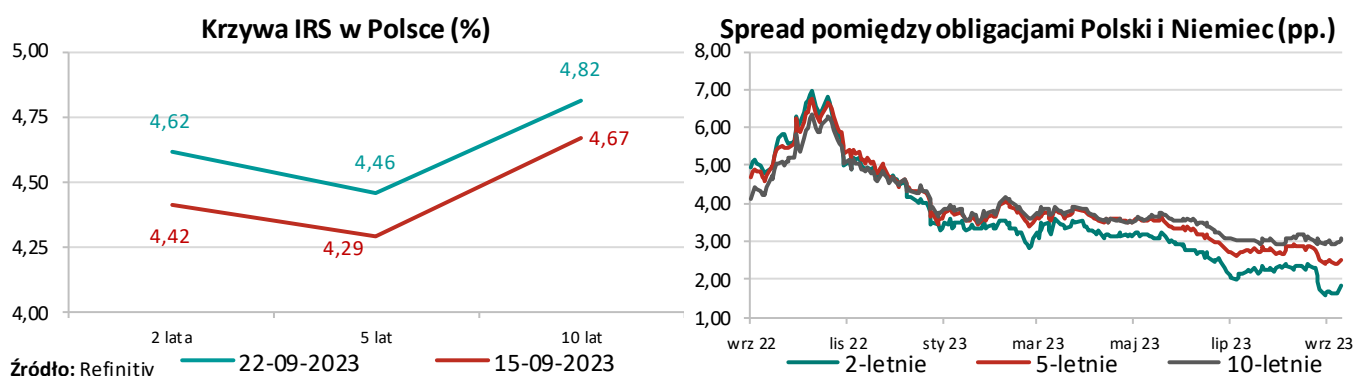
Wypowiedź prezesa NBP umocniła złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5983 (umocnienie złotego o 0,9%). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z wzrostem kursu EURPLN w oczekiwaniu na posiedzenie FOMC. Środowa wypowiedź prezesa NBP A. Głapińskiego, który zasugerował, że przestrzeń do obniżek stóp procentowych w Polsce zawęża się, doprowadziła do korekty i umocnienia złotego. W kolejnych dniach kurs EURPLN pozostał na relatywnie niskich poziomach, nawet mimo jastrzębiego wydzźwięku wrześniowej projekcji FOMC, która doprowadziła do wyraźnego umocnienia dolara względem euro.

Piątkowa decyzja agencji Moody's w sprawie ratingu Polski jest neutralna dla złotego. W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce, która może przyczynić się do osłabienia złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu polskiej waluty.

Publikacja projekcji FOMC doprowadziła do wzrostu stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,62 (wzrost o 20pb), 5-letnie do 4,46 (wzrost o 17pb), a 10-letnie do 4,82 (wzrost o 15pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Główną przyczyną wzrostu rentowności na rynkach bazowych był jastrzębi wydzźwięk wrześniowej projekcji FOMC, która zasugerowała, że stopy procentowe w USA pozostaną na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas (patrz powyżej). Lokalnie, czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu stawek IRS była również wypowiedź prezesa NBP, A. Głapińskiego, który stwierdził, że przestrzeń do obniżek stóp procentowych w Polsce zawęża się.

Piątkowa decyzja agencji Moody's w sprawie ratingu Polski jest neutralna dla krzywej. W tym tygodniu do nieznacznego spadku stawek IRS może przyczynić się publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce.

Uważamy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

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	4,65
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	4,35
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	4,79
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	10,0	
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	-2,0	
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	-2,8	
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	3,1	
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	11,9	
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	0,0	
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	5,0	
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	4,35	4,36	4,38	4,36	4,30	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA	PROGNOZA*	
				WARTOŚĆ	CA	RYNEK**
Poniedziałek 25.09.2023 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Sierpień	5,0	5,0	5,0
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Wrzesień	85,7		85,2
Wtorek 26.09.2023 r.						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Lipiec	0,9		0,6
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	-7,0		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Sierpień	714	693	700
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	106,1	105,0	105,6
Środa 27.09.2023 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	-0,4		-1,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	-5,2	-1,8	-0,4
Czwartek 28.09.2023 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Wrzesień	-0,33		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	6,4	4,3	4,7
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	2,1	2,1	2,3
Piątek 29.09.2023 r.						
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	10,1	8,3	8,6
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	5,2	4,4	4,5
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Sierpień	3,3	3,6	3,5
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Sierpień	4,2	3,9	3,9
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Sierpień	0,6		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Wrzesień	48,7		47,6
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	67,7	67,5	67,7

* 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