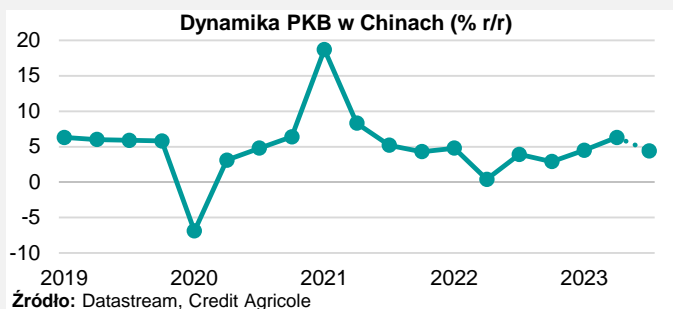


W tym tygodniu

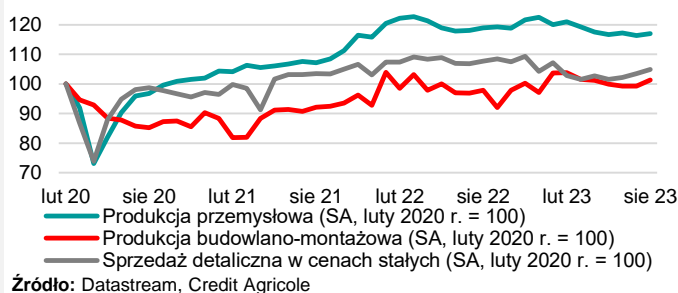
W niedzielę odbyły się wybory parlamentarne. Według badania *late poll* opracowanego przez Ipsos, w wyborach zwyciężyła partia PiS uzyskując 36,6% poparcia. Taki wynik daje jej 198 mandatów. Koalicja Obywatelska zdobyła 31,0% głosów (161 mandatów), Trzecia Droga 13,5% (57 mandatów), Lewica 8,6% (30 mandatów), a Konfederacja 6,4% (14 mandatów). Naszym zdaniem wyniki *late poll* sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo utworzenia przez Koalicję Obywatelską, Trzecią Drogę i Nową Lewicę koalicji parlamentarnej dysponującej absolutną większością w Sejmie. Zgodnie z Konstytucją RP powołanie nowego rządu może jednak zająć nawet dwa miesiące od daty wyborów i tempo zmiany rządu będzie w dużym stopniu zależec od decyzji Prezydenta. Oczekujemy, że wyniki wyborów parlamentarnych zostaną opublikowane najpóźniej we wtorek. W kolejnej MAKROmapie omówimy ich wpływ na perspektywy sytuacji gospodarczej w Polsce. Wyniki *late poll* są w naszej ocenie pozytywne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

W środę poznamy ważne dane z Chin. Oczekujemy, że PKB zwiększył się w III kw. o 4,4% r/r wobec wzrostu o 6,3% w II kw. Oczekujemy, że dane miesięczne dostarczą mieszanych sygnałów nt. aktywności gospodarczej w Chinach. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła



się we wrześniu do 4,0% r/r wobec 4,5% w sierpniu, dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich spadła do 3,1% wobec 3,2%, podczas gdy dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się do 6,5% wobec 4,6%. Dane potwierdzą zatem, że osiągnięcie celu dla tempa wzrostu gospodarczego w Chinach ustalonego przez chiński rząd na poziomie „ok. 5%” wymagać będzie dalszej stymulacji gospodarki. Nasza prognoza dotycząca tempa wzrostu PKB w Chinach kształtuje się zgodnie z konsensem, stąd jej realizacja będzie neutralna dla rynków finansowych.

W czwartek poznamy dane o wrześniowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że roczna dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się we wrześniu do -3,0% r/r wobec -2,0% w sierpniu. Uważamy, że do obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej przyczynił się efekt statystyczny w postaci



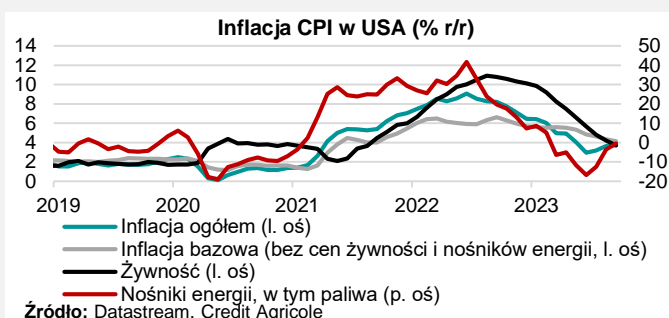
niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, podczas gdy przeciwny wpływ miała nieznaczna poprawa koniunktury. Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu rynkowego, stąd jej realizacja nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

W czwartek poznamy również dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Uważamy, że we wrześniu doszło do spadku zatrudnienia w ujęciu miesięcznym, przede wszystkim ze względu na kontynuację procesów restrukturyzacyjnych w przetwórstwie, a także efekty sezonowe. Spójnie z tymi oczekiwaniami prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 0,0%. Jednocześnie oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia spadła do 10,8% r/r we wrześniu wobec 11,9% w sierpniu, głównie z uwagi na efekty wysokiej bazy sprzed roku.

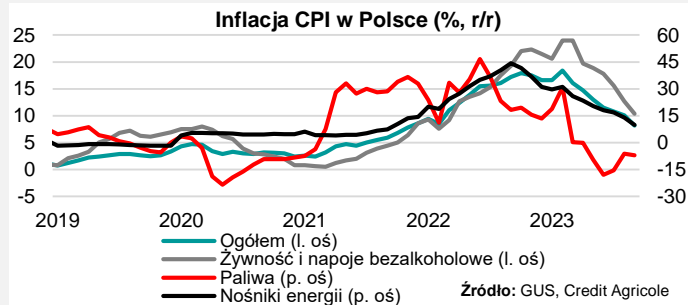
- Publikacja danych o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- ▄ **W piątek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że nominalna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się we wrześniu do 4,0% r/r wobec 3,1% w sierpniu, mimo odnotowanego we wrześniu pogorszenia koniunktury konsumenckiej. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się powyżej konsensusu (3,1%), a tym samym jej materializacja może być lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
 - ▄ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się we wrześniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,6% w sierpniu, a tym samym wskaże na utrzymujący się dość silny popyt konsumpcyjny w USA. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej wyniesie 0,3% m/m we wrześniu wobec 0,4% w sierpniu. Uważamy, że podobnie jak w ostatnich miesiącach czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia produkcji przemysłowej był wzrost aktywności w przetwórstwie. Oczekujemy, że dane o nowych pozwoleniach na budowę (1464 tys. we wrześniu wobec 1541 tys. w sierpniu), rozpoczętych budowach domów (1400 tys. wobec 1283 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,94 mln wobec 4,04 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 zeszłym tygodniu

- ▄ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Inflacja CPI we wrześniu nie zmieniła się w porównaniu do sierpnia i wyniosła 3,7% r/r, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (3,6%). W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen żywności oraz spadek inflacji bazowej, która zmniejszyła się we wrześniu do 4,1% r/r wobec 4,3% w sierpniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. W przypadku inflacji bazowej na uwagę zasługuje silne zwiększenie miesięcznej dynamiki cen usług do 0,6% m/m we wrześniu wobec 0,4% w sierpniu, co jest jej najwyższym tempem wzrostu od lutego br. Wskazuje to, że presja inflacyjna w amerykańskiej gospodarce pozostaje silna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w październiku do 63,0 pkt. wobec 68,1 pkt. we wrześniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (67,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak oczekiwań. Jednocześnie zwiększyła się podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku (3,8% r/r w październiku wobec 3,2% we wrześniu), co oznacza jej wzrost do najwyższego poziomu od maja 2023 r. Wskazuje to, że oczekiwania inflacyjne w USA pozostają na podwyższonym poziomie. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiego gospodarstwa są spójne z naszym zrewidowanym scenariuszem dla PKB i stóp procentowych w USA (patrz poniżej).



Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się we wrześniu do 8,2% r/r wobec 10,1% w sierpniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen w kategoriach: „żywność i napoje bezalkoholowe” (10,4% r/r we wrześniu wobec 12,7% w sierpniu), „nośniki energii” (9,9% wobec 13,9%), „paliwa” (-7,0% wobec -6,1%), a także obniżenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się w sierpniu do 8,5% r/r wobec 10,0% w sierpniu. Szacujemy, że ceny towarów i usług uwzględnianych w ramach inflacji bazowej nie zmieniły się we wrześniu w ujęciu miesięcznym, co oznacza, że miesięczny wskaźnik inflacji bazowej ukształtował się we wrześniu na poziomie zbliżonym do wzorca sezonowego. Wskazuje to naszym zdaniem na stopniowy spadek presji inflacyjnej w polskiej gospodarce (por. MAKROpuls z 13.10.2023). Ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą do II kw. 2024 r. inflacja pozostanie w trendzie spadkowym. W konsekwencji, grudniu br. osiągnie ona poziom 6,6% r/r., a lokalne minimum dla inflacji wyniesie 3,2% i zostanie odnotowane w kwietniu 2024 r. Stopniowy spadek inflacji będzie miał szeroki zakres i będzie wspierany przez dalsze obniżenie inflacji bazowej, zmniejszenie dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz spadek tempa wzrostu cen nośników energii. W przeciwnym kierunku będzie oddziaływał oczekiwany przez nas stopniowy wzrost rocznej dynamiki cen paliw począwszy od października br.



Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w sierpniu do -202 mln EUR wobec 566 mln EUR w lipcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (740 mln EUR) i naszej prognozy (106 mln EUR). Tym samym sierpień był pierwszym miesiącem od grudnia 2022 r., w którym Polska odnotowała deficyt na rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych, usług, dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 577 mln EUR, 30 mln EUR, 140 mln EUR i 21 mln EUR niższe niż w lipcu). Jednocześnie w sierpniu odnotowano spadek dynamiki eksportu (-1,2% r/r w sierpniu wobec 1,3% w lipcu) i dynamiki importu (-11,8% wobec -8,9%). Zgodnie z komunikatem NBP głównym źródłem obniżenia obrotów w handlu zagranicznym jest pogłębiający się spadek cen towarów. Jednocześnie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu eksportu pozostaje sprzedaż zagraniczna branży motoryzacyjnej, przy czym jej dynamika obniżyła się we wrześniu w porównaniu do lipca. Ubiegłotygodniowe dane stanowią lekkie ryzyko w dół 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.

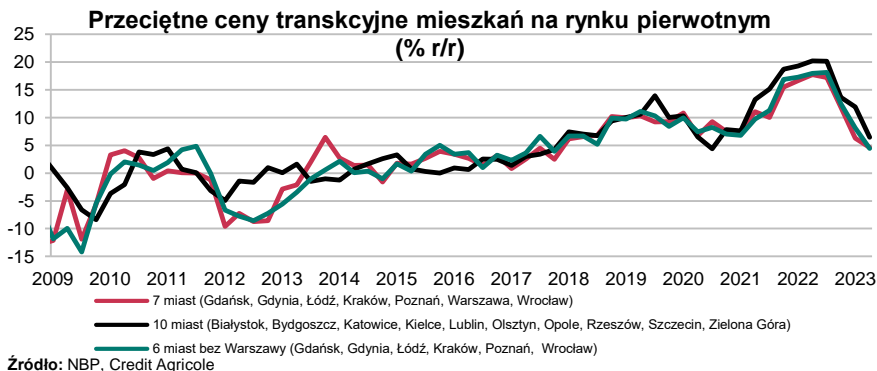
Saldo bilansu handlowego w Chinach zwiększyło się we wrześniu do 77,7 mld USD wobec 68,4 mld USD w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (70,0 mld USD). Dynamika eksportu zwiększyła się we wrześniu do -6,2% r/r wobec -8,8% w sierpniu, a dynamika importu wzrosła do -6,2% r/r wobec -7,3%, kształtując się odpowiednio powyżej i poniżej oczekiwań rynku (-7,6% i -6,0%). Wzrost dynamiki eksportu oraz importu w znacznym stopniu wynikał z efektów niskiej bazy sprzed roku, podczas gdy aktywność w chińskim handlu zagranicznym nadal pozostaje pod negatywnym wpływem zarówno słabszego popytu wewnętrznego, jak i spowolnienia w światowym handlu. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia obrotów w chińskim handlu zagranicznym jest również proces przenoszenia produkcji z Chin na inne rynki ze względu na czynniki geopolityczne, który może nasilić się w długim okresie. Uważamy, że w kolejnych miesiącach będziemy obserwowali stopniowe ożywienie popytu wewnętrznego w Chinach oddziałujące w kierunku wzrostu importu. Naszym zdaniem oczekiwane wyhamowywanie globalnego trendu redukcji zapasów przedsiębiorstw będzie stanowiło impuls dla wzrostu eksportu z Chin. Wynikową tych dwóch czynników będzie

spadek nadwyżki w chińskim handlu zagranicznym. Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w Chinach przyspieszy w 2023 r. 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%”. Jego osiągnięcie będzie jednak wymagać zwiększenia skali stymulacji fiskalnej.

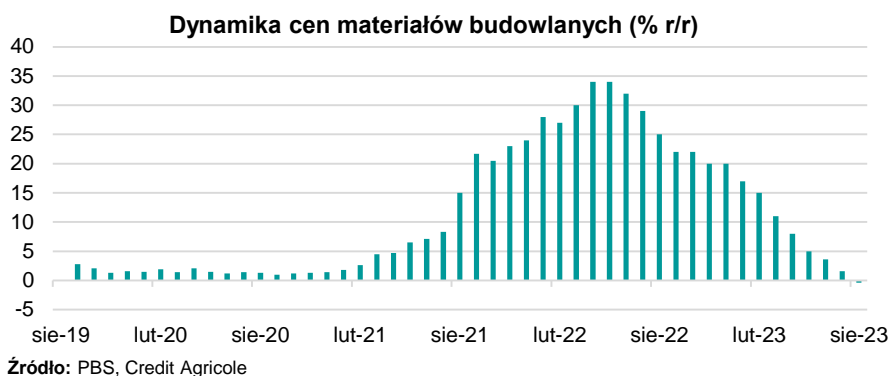
❗ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC stwierdzili, że czynniki ryzyka dla ścieżki inflacji w USA są obecnie symetryczne. Jednocześnie uważają oni, że kolejne decyzje w polityce pieniężnej powinny być podejmowane „ostrożnie”, a polityka pieniężna w USA powinna pozostać restrykcyjna jeszcze przez „pewien czas”. Większość członków FOMC zasugerowała, że kolejna podwyżka stóp procentowych może być odpowiednia, podczas gdy inni członkowie wyrazili pogląd, że dalsze podwyżki stóp byłyby nieuzasadnione. Opinie te znalazły odzwierciedlenie we wrześniowej projekcji FOMC, w której mediana oczekiwań dla stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2023 r. sugeruje jeszcze jedną podwyżkę o 25pb w tym roku (por. MAKROmapa z 25.09.2023). Warto jednak zauważyć, że od tego czasu doszło do silnego wzrostu rentowności amerykańskich obligacji, a w konsekwencji zwiększenia kosztów obsługi amerykańskiego długu, co może zostać uznane przez część członków FOMC jako substytut podwyżki stóp procentowych. Tym samym podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Rezerwa Federalna zakończyła w lipcu cykl podwyżek stóp procentowych.

❗ **Zrewidowaliśmy naszą prognozę tempa wzrostu gospodarczego w USA.** Pod koniec września opublikowane zostały znaczące rewizje rachunków narodowych w USA, obejmujące m.in. obniżenie stopy oszczędności gospodarstw domowych na przestrzeni ostatnich 40 lat. W efekcie tzw. nadmiarowe oszczędności (oszczędności zakumulowane przez gospodarstwa domowe w trakcie pandemii COVID-19) są najprawdopodobniej obecnie o 500 mld USD wyższe, niż pierwotnie szacowaliśmy. Z uwagi na wspomniany wyżej o wiele większy niż zakładaliśmy bufor oszczędności gospodarstw domowych, jak również utrzymującą się bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, pomimo zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed, zdecydowaliśmy się na rewizję naszej prognozy wzrostu PKB w USA z 2,1% r/r w 2023 r. i 0,7% r/r w 2024 r. odpowiednio do 2,2% i 1,1%. Jednocześnie podtrzymujemy naszą ocenę, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w najbliższych kwartałach wyraźnie spowolni, m.in. ze względu na wyższe ceny ropy naftowej, a także osłabienie popytu konsumpcyjnego z uwagi na wygaśnięcie moratorium na spłaty kredytów studenckich. Obecnie prognozujemy, że w IV kw. obniży się ono do 0,8% (-0,8% przed rewizją) wobec 3,5% w III kw. oraz odpowiednio 0,2% (-1,2%) i 0,7% (1,4%) w I kw. i II kw. 2024 r. Ze względu na mniejszą oczekiwaną przez nas skalę spowolnienia wzrostu gospodarczego w USA zrewidowaliśmy również nasz scenariusz stóp procentowych. Uważamy, że pierwsza obniżka stóp procentowych nastąpi dopiero w III kw. 2024 r. (wcześniej oczekiwaliśmy, że będzie miała ona miejsce w II kw.), a łączna skala obniżek stóp procentowych w 2024 r. wyniesie 50pb (75pb w poprzedniej prognozie).

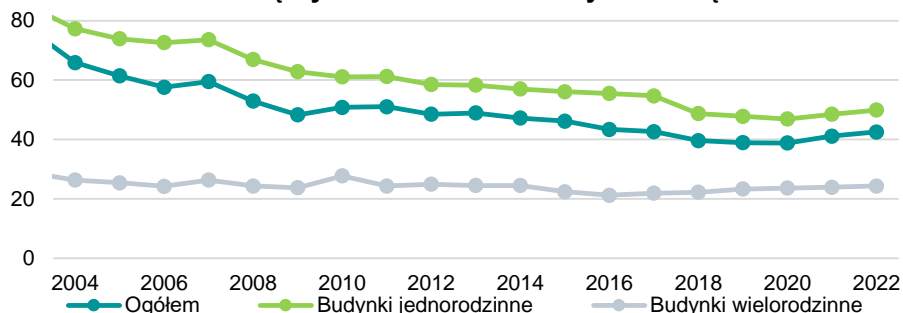
Wzrost cen mieszkań przyspieszy w 2024 r.



W MAKROmapie z 13.03.2023 przedstawiliśmy naszą prognozę kształtowania się cen mieszkań w perspektywie średniookresowej. Uwzględniając wyniki modelowania ekonometrycznego skorygowane ekspercko w dół prognozowaliśmy wówczas, że ceny mieszkań na rynku pierwotnym do końca 2023 r. pozostaną na niezmiennym poziomie obserwowanym w III kw. 2022 r., a tym samym ich roczna dynamika wyraźnie obniży się w porównaniu do 2022 r. Prognoza ta zmaterializowała się w I poł. br. (por. wykres). Zgodnie z danymi NBP, przeciętna cena transakcyjna na rynku pierwotnym dla 7 największych miast w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław) odnotowana w I poł. br. była zbliżona do tej odnotowanej w IV kw. 2022 r. (11 489 zł/m² wobec 11 418 zł/m²).

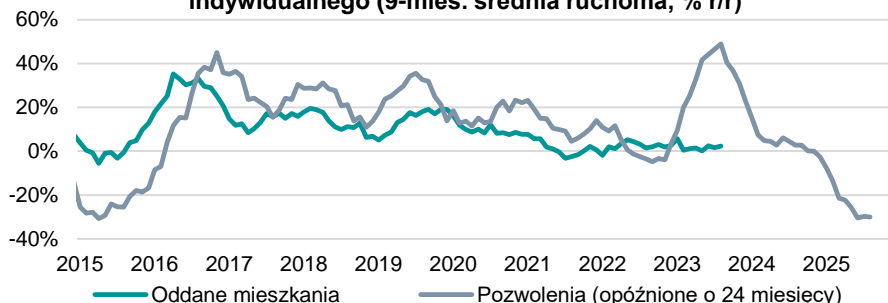


Nasz model ekonometryczny przy objaśnianiu rocznej dynamiki cen mieszkań uwzględnia głównie czynniki charakteru popytowego i cenowo-kosztowego. Wśród zmiennych objaśniających można wymienić opóźnioną dynamikę cen, która reprezentuje inercję rynku mieszkaniowego. Drugą zmienną jest stopa bezrobocia BAEL, która reprezentuje w modelu wpływ zmian popytu mieszkaniowego ze strony gospodarstw domowych na kształtowanie się cen mieszkań. Trzecią zmienną to ceny materiałów budowlanych, które obrazują koszty budowy mieszkań znajdujące odzwierciedlenie w finalnej cenie nieruchomości. Warto zwrócić uwagę, że roczna dynamika cen materiałów budowlanych od około roku kształtuje się w trendzie spadkowym i w sierpniu br. ukształtowała się poniżej zera. Wyhamowanie wzrostu cen materiałów będzie czynnikiem ograniczającym wzrost cen nieruchomości w najbliższych miesiącach. Skala tego oddziaływania jest jednak niewielka. Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego, spadek cen materiałów o 10% oddziałuje w kierunku obniżenia cen mieszkań o ok. 3%.

Przeciętny czas trwania budowy w miesiącach


Źródło: GUS, Credit Agricole

wspomnianych czynników o charakterze popytowym, chcielibyśmy również zwrócić uwagę na inny ważny czynnik cenotwórczy, czyli oczekiwane kształtowanie się podaży mieszkań na rynku pierwotnym. Wielkość podaży mieszkań, czyli liczby oddanych mieszkań, w średnim okresie można oszacować na podstawie liczby wydawanych pozwoleń. Zgodnie z danymi GUS, czas trwania budowy mieszkań w przypadku budynków wielorodzinnych, które zostały oddane w 2022 r. wyniósł 24,3 miesiące (por. wykres). W przypadku budownictwa jednorodzinnego czas ten był ok. dwukrotnie dłuższy (49,9 miesięcy). Znając przybliżony czas budowy mieszkań możemy oszacować z jakim opóźnieniem wydane pozwolenia znajdują odzwierciedlenie w liczbie ukończonych mieszkań, czyli podaży nowych mieszkań. W dalszej analizie skupiamy się na danych z wyłączeniem budownictwa indywidualnego (głównie budowy domów realizowane na użytek własny), gdyż w zanedbywalnym stopniu oddziałuje ono w kierunku zwiększenia podaży mieszkań ujętych w statystykach cenowych NBP.

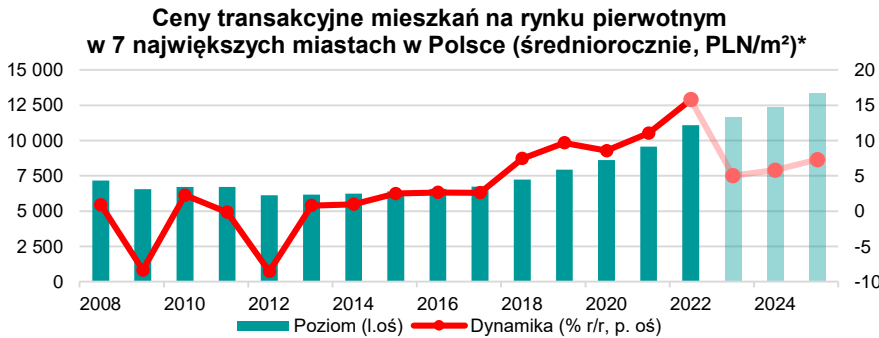
Pozwolenia na budowę i oddane mieszkania (z wył. bud. indywidualnego (9-mies. średnia ruchoma, % r/r)


Źródło: GUS, Credit Agricole

oscylował w okolicach 0,75 w ostatnich latach. Niemniej jednak w 2023 r. korelacja ta uległa znaczącemu osłabieniu. Korzystając z właściwości wyprzedzających wspomnianej zależności można byłoby oczekiwać, że podaż mieszkań (tj. liczba oddanych mieszkań) na rynku pierwotnym silnie wzrośnie w br. Niemniej jednak taki scenariusz nie zmaterializował się. Przeciętna miesięczna liczba oddanych mieszkań wyniosła 11,1 tys. w okresie styczeń-sierpień 2023 r. i była niższa niż średnia dla 2022 r. (12,3 tys. miesięcznie). Zgodnie z informacjami płynącymi z branży, w ostatnich kwartałach deweloperzy wstrzymywali się z rozpoczęciem nowych projektów oraz wolniej realizowali istniejące przedsięwzięcia z uwagi na obawy o popyt na lokale, rosnące i nieprzewidywalne koszty budowy, relatywnie wysokie stopy procentowe oraz wyhamowanie dotychczasowego wzrostu cen nieruchomości. Ograniczenie podaży miało również na celu utrzymanie wysokich marż deweloperów. Tym samym liczba rozpoczętych budów w okresie czerwiec 2022 r. – czerwiec 2023 r. była o kilkadziesiąt procent niższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Nasz model jest uproszczeniem rzeczywistości i nie pozwala na uchwycenie szerokiego zakresu czynników oddziałujących na ceny nieruchomości. Wśród nich można wymienić m.in. zmiany akcji kredytowej, popytu gotówkowego na mieszkania, łagodzenia polityki pieniężnej, jak również cenowych efektów rządowych programów wsparcia kredytobiorców. Oprócz

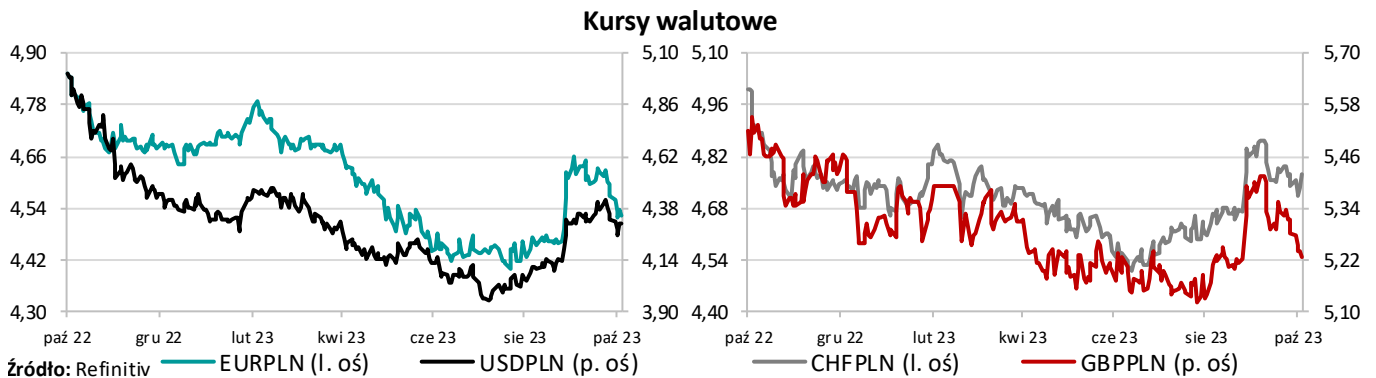
Do początku 2023 r. roczna dynamika wydanych pozwoleń na budowę (opóźniona o 24 miesiące) wykazywała silną dodatnią korelację z bieżącym tempem wzrostu oddanych mieszkań. W naszej analizie skorzystaliśmy ze średnich 9-miesięcznych, aby wyeliminować szum w danych. Współczynnik korelacji wyliczony na tak wygładzonych wskaźnikach



W horyzoncie około dwóch lat będziemy mieli do czynienia ze znaczącym niedopasowaniem popytu i podaży na rynku mieszkaniowym. Popyt będzie wspierany przez oczekiwane przez nas ożywienie gospodarcze (w tym dobrą sytuację na rynku pracy), obniżki stóp procentowych oraz program Bezpieczny Kredyt 2%. W warunkach osłabionego napływu

nowych lokali na rynek pierwotny będzie to czynnik sprzyjający ponownemu wzrostowi cen mieszkań. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje oczekujemy, że ceny mieszkań na rynku pierwotnym dla 7 największych miast w Polsce zaczną ponownie rosnąć w II poł. br. i wzrost ten przyspieszy w 2024 r. i I poł. 2025 r. Pewnego wyhamowania wzrostu cen można spodziewać się dopiero w połowie 2025 r. Wówczas na rynek trafią mieszkania, których budowa rozpoczęła się w II poł. 2023 r. Zgodnie z danymi GUS, liczba rozpoczętych budów – po wielu miesiącach spadku w ujęciu r/r – zwiększyła się o 9,6% r/r w lipcu br., a w sierpniu zwiększyła się o 108,8% r/r. Podsumowując, prognozujemy, że średnioroczna dynamika cen mieszkań wyniesie 5,0% r/r w br. 5,8% w 2024 r. i 7,3% w 2025 r. (por. wykres).

Wyniki wyborów pozytywne dla złotego



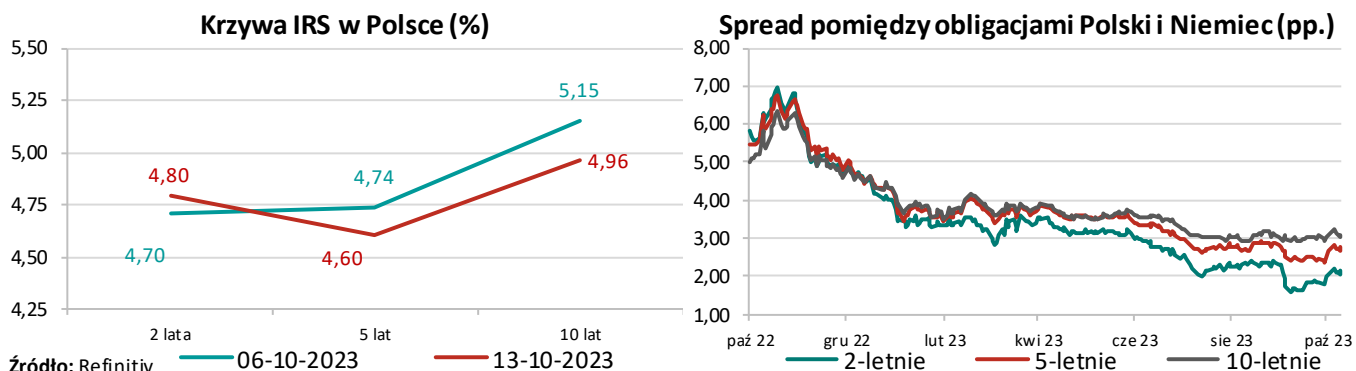
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,522 (umocnienie złotego o 1,0%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie spadkowym. W kierunku umocnienia kursu złotego oddziaływały oczekiwania części inwestorów na zwycięstwo opozycji w wyborach parlamentarnych (patrz powyżej). Czynnikiem, który naszym zdaniem sprzyjał również umocnieniu złotego i innych walut w regionie był odnotowany w pierwszej części tygodnia wzrost kursu EURUSD. W czwartek i w piątek doszło do nieznaczącej korekty i osłabienia złotego.

W pierwszej części tygodnia mieliśmy również do czynienia z deprecjacją dolara względem euro. W naszej ocenie głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu kursu EURUSD były słabnące oczekiwania inwestorów na dalsze podwyżki stóp procentowych w USA, które znalazły odzwierciedlenie w spadku stawek FRA w USA. Dopiero publikacja wyższych od oczekiwań danych o inflacji w USA doprowadziła do wyraźnego umocnienia dolara, który odrobił większość strat z pierwszej części tygodnia.

Uważamy, że wstępne wyniki wyborów są pozytywne dla złotego (patrz powyżej). W tym tygodniu istotna dla kursu złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o krajowej sprzedaży detalicznej. W

przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą sprzyjać lekkiemu umocnieniu złotego. W naszej ocenie zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Wyniki wyborów mogą sprzyjać wzrostowi stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,80 (wzrost o 10pb), 5-letnie zmniejszyły się do 4,60 (spadek o 14pb), a 10-letnie do 4,96 (spadek o 19pb). W pierwszej części tygodnia doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, gdzie obniżyły się oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne. Pod koniec tygodnia doszło do wzrostu stawek IRS na rynkach bazowych oraz w Polsce, widocznego szczególnie na krótkim końcu krzywej, ze względu na publikację wyższych od konsensusu danych o inflacji w USA, które zwiększyły oczekiwania części inwestorów na podwyżki stóp procentowych w tym kraju.

Oceniamy, że wstępne wyniki wyborów mogą sprzyjać wzrostowi stawek IRS (patrz powyżej). W tym tygodniu do zwiększenia stawek IRS może przyczynić się również zaplanowana na piątek publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75
Kurs EURPLN*	4,85	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,65
Kurs USDPLN*	4,95	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,39
Kurs CHFPLN*	5,01	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,79
Inflacja CPI (r/r, %)	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	9,8	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-2,0	-3,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,8	-2,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	21,9	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	4,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,3	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-2208	-439	283	-2635	2381	1738	1355	529	1479	2431	566	-202		
Eksport (r/r, %, EUR)	26,5	23,2	24,2	10,6	15,7	14,7	18,1	2,6	3,3	1,7	1,3	-1,2		
Import (r/r, %, EUR)	31,4	24,1	18,3	11,3	7,4	3,9	-1,4	-8,9	-6,3	-5,8	-8,9	-11,8		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

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

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 16.10.2023 r.						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Wrzesień	10,0	8,8	8,7
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	1,9		-5,0
Wtorek 17.10.2023 r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Październik	-11,4		-9,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	0,6	0,3	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Wrzesień	79,7		79,6
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	0,4	0,3	-0,1
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Sierpień	0,0		0,3
Środa 18.10.2023 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	III kw.	6,3	4,4	4,4
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	4,6	6,5	4,5
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Wrzesień	3,2	3,1	3,2
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	4,5	4,0	4,3
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	4,3		4,3
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Wrzesień	1541	1464	1450
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Wrzesień	1283	1400	1378
Czwartek 19.10.2023 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Sierpień	20,9		
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	11,9	10,8	10,9
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	0,0	0,0	0,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	-2,0	-3,0	-3,2
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-2,8	-2,6	-2,8
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Październik	-13,5		-5,9
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Wrzesień	4,04	3,94	3,89
Piątek 20.10.2023 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Wrzesień	3,1	4,0	3,1
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Wrzesień	-2,7	-0,9	-1,7

* 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