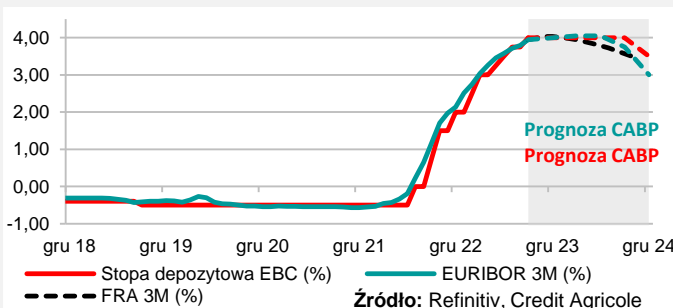


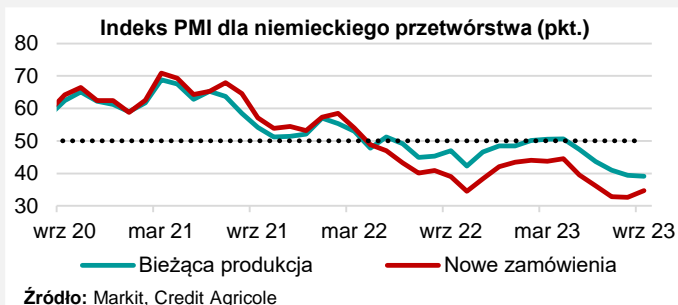
W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że EBC pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie (główna stopa procentowa wynosząca 4,50%, a stopa depozytowa równa 4,00%). Oczekujemy, że na



czwartkowym posiedzeniu poruszony zostanie również proces redukcji bilansu EBC (tzw. *Quantitative Tightening*). Zdaniem niektórych członków EBC jego obecne tempo redukcji jest niewystarczające dla skutecznej transmisji restrykcyjnej polityki pieniężnej. Uważamy, że ten proces ulegnie przyspieszeniu na początku 2024 r. Chociaż w naszym scenariuszu bazowym nie przewidujemy dalszych podwyżek stóp procentowych w strefie euro, to dostrzegamy ryzyko wznowienia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej EBC w przyszłości. Aktualne prognozy EBC dla inflacji ogółem oraz inflacji bazowej w IV kw. 2025 r. (odpowiednio 1,9% i 2,1%) nie przewidują powrotu inflacji do celu (2,0%) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, co stanowi ważny argument na rzecz utrzymywania jastrzębiego nastawienia w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem cykl obniżek stóp zostanie rozpoczęty dopiero w IV kw. 2024 r. Nasza prognoza zakładająca stabilizację stóp procentowych EBC w tym tygodniu jest spójna z oczekiwaniami rynkowymi, a tym samym jej materializacja byłaby neutralna dla rynków finansowych.

We wtorek poznamy wyniki badań koniunktury w strefie euro i najważniejszych europejskich gospodarkach. Rynek oczekuje, że wstępny zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w październiku do 47,4 pkt. wobec 47,2 pkt. we wrześniu. Tym samym byłby to już drugi miesiąc z rzędu, w którym indeks PMI wzrósł. Rynek oczekuje, że do wzrostu indeksu PMI w październiku przyczyniła się poprawa sytuacji zarówno w przetwórstwie, jak i w sektorze usług. Inwestorzy prognozują zwiększenie indeksu PMI również w niemieckim przetwórstwie (do 40,0 pkt. w październiku z 39,6 pkt. we wrześniu). Mimo nieznacznej poprawy koniunktury, wskaźnik potwierdzi utrzymywanie się tendencji recesyjnych w niemieckim przetwórstwie. Natomiast w



środe opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 85,5 pkt. w październiku z 85,7 pkt. we wrześniu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro oraz w Niemczech będzie neutralna dla rynków finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. W piątek opublikowane zostaną dane o inflacji PCE. Oczekujemy, że inflacja bazowa obniżyła się do 3,7% r/r we wrześniu wobec 3,9% w sierpniu. W czwartek poznamy z kolei wstępny szacunek amerykańskiego PKB w III kw. Zakładamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zwiększy się do 3,5% wobec 2,1% w II kw. Zgodnie z konsensusem rynkowym zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się we wrześniu o 0,6% m/m wobec wzrostu o 0,1% w sierpniu. Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, finalny indeksu Uniwersytetu Michigan wyniesie 63,2 pkt. w

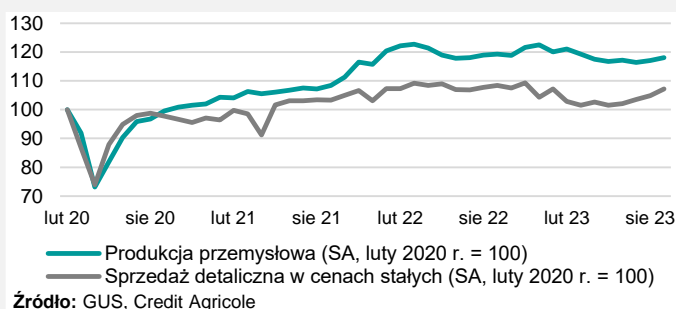
październiku wobec 68,1 pkt. we wrześniu wskazując na pogorszenie nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

- Dzisiaj poznamy dane o wrześniowej produkcji budowlano-montażowej w Polsce.** Prognozujemy, że roczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się we wrześniu do 8,5% r/r wobec 3,5% w sierpniu. Uważamy, że w kierunku znacznego wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej oddziaływały przede wszystkim efekty niskiej bazy sprzed roku, a także poprawa koniunktury w budownictwie. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Uważamy, że dane o produkcji budowlano-montażowej nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się we wrześniu o 3,1% r/r wobec spadku o 1,9% r/r w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (-3,2%) i poniżej naszej prognozy (-3,0%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy sierpniem a wrześniem był efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się we wrześniu o 0,9% m/m, co jest jej drugim miesiącem wzrostu z rzędu. Podobnie jak w sierpniu, głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku pogłębienia spadku produkcji przemysłowej w ujęciu rok do roku we wrześniu było obniżenie dynamiki produkcji w branżach, w których dominująca część sprzedaży skierowana jest na eksport. Głównym źródłem obserwowanego w ostatnich miesiącach spadku produkcji w branżach eksportowych jest utrzymująca się obniżona aktywność w przetwórstwie w strefie euro, w tym w Niemczech (por. MAKROpuls z 19.10.2023). Dane o produkcji przemysłowej w połączeniu z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu danymi o sprzedaży detalicznej i zatrudnieniu oraz przeciętnych wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw (patrz poniżej) wspierają nasz scenariusz „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki, zgodnie z którym dynamika PKB w Polsce w 2023 r. wyraźnie się obniży, jednak pozostanie ona dodatnia (średniorocznie 0,5% r/r), a silnemu spowolnieniu wzrostu gospodarczego nie będzie towarzyszyć znaczący wzrost bezrobocia.

- Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wzrosła we wrześniu do 3,6% r/r wobec 3,1% w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (3,1%) i poniżej naszej prognozy (4,0%).** Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła we wrześniu o 2,2% m/m, a tym samym zwiększyła się czwarty miesiąc z rzędu. Z kolei roczna dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zwiększyła się we wrześniu do -0,3% r/r wobec -2,7% w sierpniu, co jest jej najwyższym poziomem od stycznia 2023 r. Do zwiększenia realnej dynamiki sprzedaży detalicznej pomiędzy sierpniem a wrześniem w największym stopniu przyczyniło się wyższe tempo wzrostu sprzedaży paliw (por. MAKROpuls z 20.10.2023.). Niemniej nawet po wyłączeniu sprzedaży paliw, sprzedaż detaliczna w ostatnich miesiącach pozostaje w trendzie wzrostowym, czemu sprzyja rosnąca dynamika realnego funduszu płac oraz poprawiające się nastroje konsumenckie.



Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym

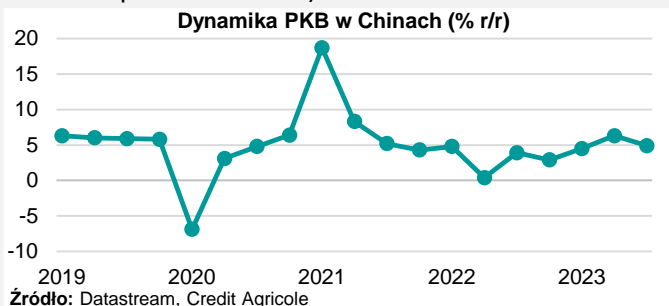
ustępujące stopniowo efekty wysokiej ubiegłorocznej bazy związanej z napływem uchodźców z Ukrainy, a także oczekiwany przez nas dalszy wzrost realnej dynamiki funduszu płac będą oddziaływać w kierunku kontynuacji wzrostu rocznej dynamiki sprzedaży w cenach stałych w kolejnych miesiącach. W rezultacie uważamy, że w październiku tempo realnej sprzedaży detalicznej ukształtuje się powyżej zera po raz pierwszy od stycznia 2023 r.

❗ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się we wrześniu do 10,3% r/r wobec 11,9% w sierpniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (10,9%) i naszej prognozy (10,8%).** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się we wrześniu o 2,0% r/r wobec wzrostu 1,7% w sierpniu. Tym samym był to ich najsilniejszy realny wzrost od lutego 2022 r. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia rocznej nominalnej dynamiki wynagrodzeń pomiędzy sierpniem a wrześniem były efekty 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 nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 0,0%, a tym samym ukształtowała się ona zgodnie z konsensem rynkowym równym naszej prognozie. W porównaniu z sierpniem zatrudnienie obniżyło się we wrześniu o 6,0 tys. osób, co wynikało przede wszystkim z relatywnie silnego spadku zatrudnienia w handlu (-4,3 tys. osób m/m). Pewnym zaskoczeniem, szczególnie w świetle wyników badań koniunktury, jest wyraźny wzrost zatrudnienia w przetwórstwie (+2,3 tys. osób), przy czym nie uważamy aby świadczył on o wyhamowaniu procesów restrukturyzacyjnych obserwowanych w ostatnich miesiącach w tym sektorze (por. MAKROpuls z 19.10.2023). Wzrost dynamiki realnych płac i stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw znalazły odzwierciedlenie w zwiększeniu realnej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do 2,0% r/r we wrześniu wobec 1,7% w sierpniu. W efekcie średnia realna dynamika funduszu płac w III kw. wyniosła 1,1% r/r wobec -0,5% w II kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy dynamiki konsumpcji (+0,2% r/r w III kw. wobec -2,7% w II kw.).

❗ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 0,3% wobec 0,0% w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,0%). Do jej wzrostu przyczyniło się zwiększenie dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz w górnictwie, podczas gdy w przeciwną stronę oddziaływała niższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych wzrosło we wrześniu do 79,7% wobec 79,5% w sierpniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się we wrześniu do 0,7% m/m wobec 0,8% w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,3%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży spadła we wrześniu do 0,6% wobec 0,9% w sierpniu. Spadek dynamiki sprzedaży miał szeroki zakres i został odnotowany w większości kategorii, przy czym wynikał on przede wszystkim z oddziaływania efektów wysokiej bazy z poprzedniego miesiąca. Dane o sprzedaży detalicznej za ostatnie miesiące wskazują, że popyt konsumpcyjny w USA pozostaje silny, co w znacznym stopniu wynika z utrzymującego się dużego bufora oszczędności gospodarstw domowych zgromadzonych podczas pandemii COVID-19 (por. MAKROmapa z 16.10.2023). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o nowych pozwoleniach na budowę (1473 tys. we wrześniu wobec 1541 tys. w sierpniu), rozpoczętych budowach domów (1358 tys. wobec 1269 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,96 mln wobec 4,04 mln), które na ogół wskazały na utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Warto przy tym podkreślić, że silny wzrost rozpoczętych budów nie wskazuje na poprawę perspektyw na tym rynku, lecz odzwierciedla realizację

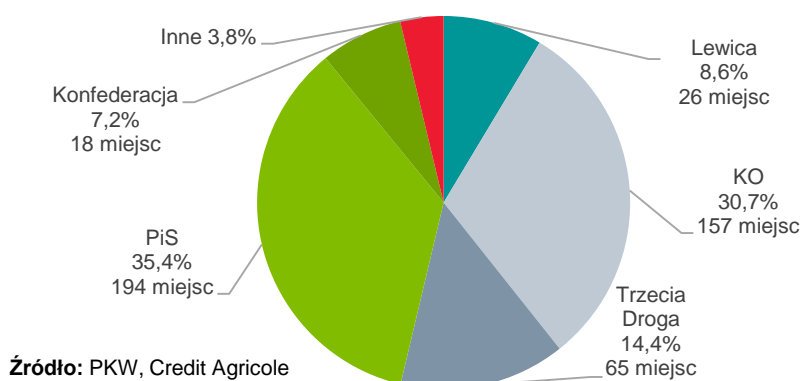
pozwoleń na budowę wydanych jeszcze przed silnym wzrostem oprocentowania kredytów hipotecznych. Mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa dostarczyły regionalne wyniki badań koniunktury NY Empire State (-4,6 pkt. w październiku wobec 1,9 pkt. we wrześniu), z kolei indeks Philadelphia Fed wzrósł do -9,0 pkt. w październiku wobec -13,5 pkt. we wrześniu. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA zwiększyło się w III kw. 2023 r. do 3,5% wobec wzrostu o 2,1% w II kw. Choć od IV kw. oczekujemy wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w USA, to uważamy, że w amerykańskiej gospodarce nie wystąpi recesja (por. MAKROmapa z 16.10.2023).

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin. PKB zwiększył się w III kw. o 4,9% r/r wobec wzrostu o 6,3% w II kw. (1,3% kw/kw w III kw. wobec 0,5% w II kw. – rewizja w dół z 0,8%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku oraz naszej prognozy (odpowiednio 4,4% r/r i 0,9%



kw/kw). W kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływały niższe wkłady inwestycji oraz eksportu netto, podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład konsumpcji. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również miesięczne dane z chińskiej gospodarki. Dynamika produkcji przemysłowej we wrześniu nie zmieniła się w porównaniu do sierpnia i wyniosła 4,5% r/r, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (4,3%), podczas gdy dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 5,5% wobec 4,6% (4,9%). Poniżej konsensusu rynkowego ukształtowała się jedynie dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich (3,1% wobec 3,2%, przy oczekiwaniach równych 3,2%). W przypadku produkcji przemysłowej jej wzrost ograniczany był przez spowolnienie aktywności w przetwórstwie i górnictwie. Zwiększenie dynamiki sprzedaży detalicznej wspierane było natomiast przez ożywienie popytu w kategoriach „żywność” i „napoje” oraz „samochody”. Z kolei źródłem utrzymującej się relatywnie niskiej dynamiki inwestycji w aglomeracjach miejskich jest kryzys na chińskim rynku nieruchomości. Choć nadal uważamy, że osiągnięcie celu dla wzrostu gospodarczego w Chinach wyznaczonego na poziomie „ok. 5%” wymagać będzie dodatkowej stymulacji ze strony rządu, to ze względu na opublikowane w ostatnim tygodniu lepsze od oczekiwań dane o PKB za III kw. jej skala może okazać się niższa niż oczekiwał rynek. Opublikowane w zeszłym tygodniu dane są spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą dynamika PKB w Chinach zwiększy się w 2023 r. do 5,1% r/r wobec 3,0% w 2022 r.

Proinflacyjny kalendarz powyborczy?



Zgodnie z ostatecznymi wynikami w wyborach parlamentarnych zwyciężyła partia Prawo i Sprawiedliwość uzyskując 35,4% poparcia. Taki wynik daje jej 194 mandatów. Koalicja Obywatelska zdobyła 30,7% głosów (157 mandatów), Trzecia Droga 13,5% (65 mandatów), Lewica 8,6% (26 mandatów), a Konfederacja 6,4% (18 mandatów). W naszym

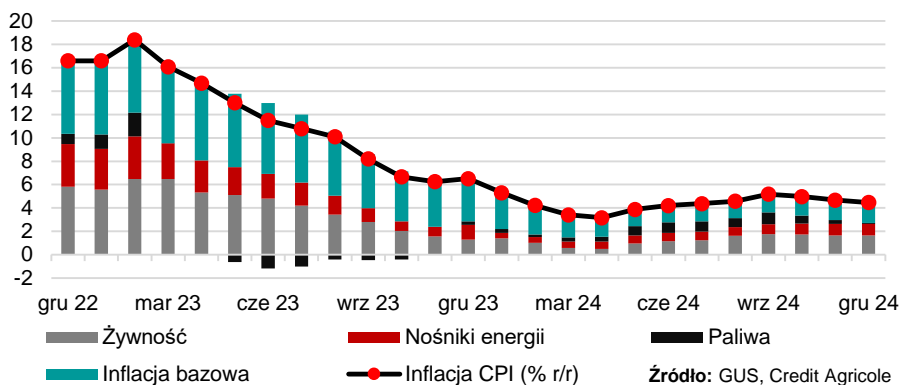
scenariuszu bazowym zakładamy, że Koalicja Obywatelska, Trzecia Droga i Nowa Lewica utworzą koalicję dysponującą absolutną większością w Sejmie (248 z 460 mandatów). Trudno jednak obecnie

ocenić jak szybko powołany zostanie nowy rząd. Ta kwestia ma natomiast kluczowe znaczenie z punktu widzenia krótkoterminowych perspektyw inflacyjnych.

Tempo zmiany rządu będzie w dużym stopniu zależeć od decyzji Prezydenta. Zgodnie z art. 109 Konstytucji RP pierwsze posiedzenia Sejmu i Senatu zwołuje Prezydent na dzień przypadający w ciągu 30 dni od dnia wyborów (tj. najpóźniej 14 listopada br.). Następnie w ciągu 14 dni od pierwszego posiedzenia Sejmu (tj. najpóźniej do 28 listopada) Prezydent powołuje Prezesa Rady Ministrów wraz z pozostałymi członkami Rady Ministrów. Uważamy, że zgodnie ze swoimi wcześniejszymi zapowiedziami prezydent zaproponuje kandydata na premiera ze zwycięskiej partii, czyli z Prawa i Sprawiedliwości. Premier, w ciągu 14 dni od dnia powołania przez Prezydenta (tj. najpóźniej do 12 grudnia) przedstawi Sejmowi program działania Rady Ministrów (tzw. Exposé) z wnioskiem o udzielenie jej wotum zaufania. Uważamy, że z uwagi na rozkład głosów w Sejmie, wotum zaufania dla rządu PiS nie zdobędzie wystarczającego poparcia (wymagana jest bezwzględna większość głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów). W takim przypadku w ciągu kolejnych 14 dni (tj. najpóźniej do 26 grudnia) Sejm wybiera Prezesa Rady Ministrów oraz proponowanych przez niego członków Rady Ministrów bezwzględną większością głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów. Prezydent Rzeczypospolitej powołuje tak wybraną Radę Ministrów i odbiera przysięgę od jej członków. Uważamy, że dopiero w tym kroku zostanie powołany nowy rząd zaproponowany przez koalicję trzech partii opozycyjnych. Tym samym przejmie on władzę dopiero kilka dni przed końcem br.

Zgodnie z obecnym stanem prawnym z początkiem 2024 r. przywrócona zostanie standardowa stawka VAT na żywność oraz wygaszone zostaną działania osłonowe w zakresie kształtowania się cen nośników energii (prądu, gazu, ciepła systemowego). W przypadku materializacji zarysowanego przez nas przebiegu wydarzeń w zakresie przebiegu procesu tworzenia nowego rządu, nowa Rada Ministrów będzie miała nikłą możliwość uchwalenia nowych aktów prawnych przez przed końcem br. Tym samym z początkiem nowego roku można oczekiwać silnego wzrostu inflacji w związku z wygaśnięciem dotychczasowych działań osłonowych.

We wrześniu br. minister klimatu i środowiska A. Moskwa stwierdziła, że decyzja w sprawie mrożenia cen energii w 2024 r. zapadnie w końcówce października. Zasygnalizowała ona jednocześnie, że gotowe są akty prawne obejmujące przedłużenie działań osłonowych w zakresie cen gazu, ciepła i prądu. W związku z wygraną opozycji w wyborach parlamentarnych trudno obecnie ocenić prawdopodobieństwo wprowadzenia wspomnianych działań jeszcze przez obecny rząd. Ich ewentualne uchwalenie oddziaływałoby w kierunku minimalizacji skoku inflacji z początkiem 2024 r.

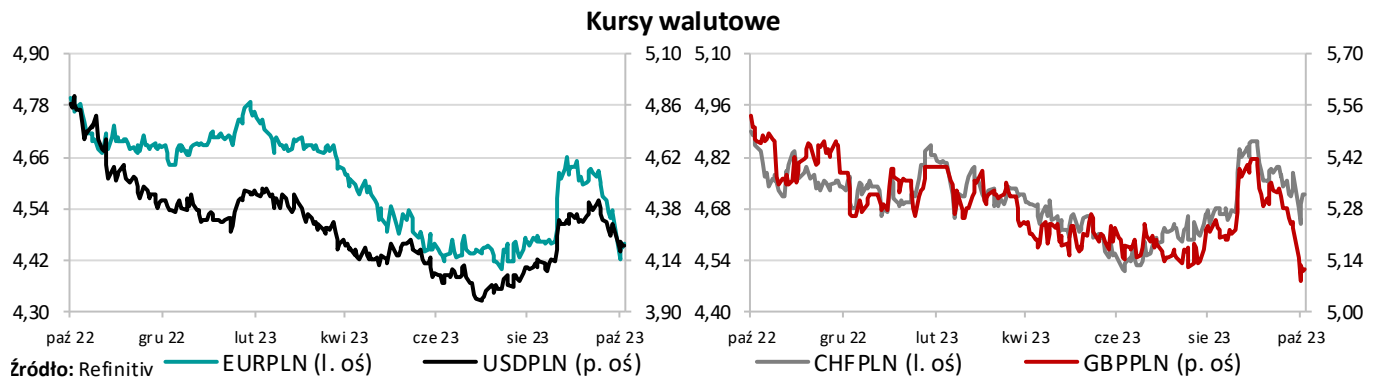


Obecnie zakładamy, że inflacja wyniesie 5,3% r/r w styczniu, a średniorocznie w 2024 r. będzie równa 4,4%. Ta prognoza zakłada utrzymanie działań osłonowych w zakresie cen energii elektrycznej, tylko ograniczony wzrost cen gazu i energii cieplnej oraz stopniowe (w trzech krokach) przywracanie standardowej stawki VAT na żywność. Z uwagi na zarysowany

przez nas powyżej prawdopodobny przebieg procesu tworzenia nowego rządu i trudności czasowe w uchwaleniu aktów prawnych pozwalających na przedłużenie dotychczasowych działań osłonowych dostrzegamy istotne ryzyko, że inflacja ukształtuje się w styczniu o ok. 2 punkty procentowe wyżej niż obecnie zakładamy. Wzrost inflacji w krótkim okresie oraz jej wolniejszy powrót do celu inflacyjnego oddziaływałoby w kierunku zmiany nastawienia RPP na bardziej jastrzębie. Tym samym dostrzegamy

istotne ryzyko w górę dla naszej ścieżki stóp procentowych. Oczekiwana przez nas skala łagodzenia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach może zmaterializować się w mniejszej skali niż dotychczas zakładaliśmy. Nasz zrewidowany scenariusz dla inflacji, stóp procentowych i kursu złotego przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

Wyraźne umocnienie złotego w reakcji na wynik wyborów

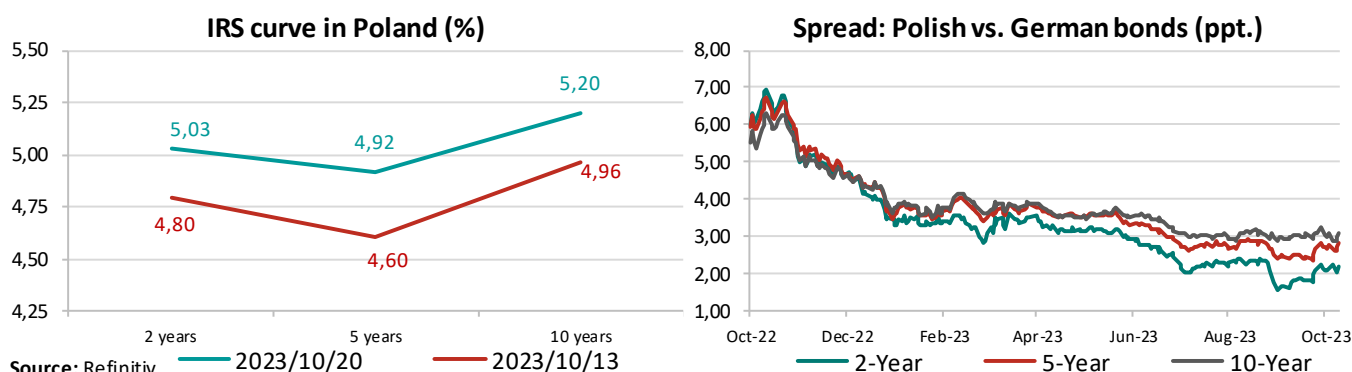


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4578 (umocnienie złotego o 1,6%). W poniedziałek już na samym otwarciu doszło do znaczącego umocnienia złotego w reakcji na wynik wyborów parlamentarnych. Wraz z napływem szacunkowych wyników PKW potwierdzających, że KO, Trzecia Droga oraz Lewica będą posiadać wystarczającą liczbę mandatów, obserwowany był dalszy spadek kursu EURPLN. W środę doszło do korekty i wzrostu kursu EURPLN do poziomu 4,45, na którym pozostał już do końca tygodnia.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy również do czynienia z dalszym wzrostem kursu EURUSD w ślad za rosnącymi rentownościami amerykańskich obligacji. Wynika to z tego, że zdaniem części inwestorów rosnące koszty obsługi amerykańskiego długu ograniczają przestrzeń do dalszych podwyżek stóp procentowych przez Fed. Jednocześnie czynnikiem sprzyjającym podwyższonej zmienności kursu EURUSD był również wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie.

W tym tygodniu istotne dla kursu złotego będą czwartkowe posiedzenie EBC, a także zaplanowane na piątek publikacje danych o inflacji PCE w USA. Uważamy jednak, że ich wpływ na kurs złotego będzie ograniczony. W naszej ocenie zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z krajowej i światowej gospodarki również będą neutralne dla kursu złotego.

Inwestorzy wyceniają zmianę nastawienia RRP na bardziej jastrzębie



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,03 (wzrost o 23pb), 5-letnie do 4,92 (wzrost o 32pb), a 10-letnie do 5,20 (wzrost o 24pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej dochodowości. Choć podobne tendencje obserwowane były na rynkach bazowych, to w Polsce głównym źródłem tych tendencji był wynik wyborów parlamentarnych. Część inwestorów zaczęła wyceniać bowiem zmianę nastawienia RPP w polityce pieniężnej na bardziej jastrzębie, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście stawek FRA. Obecnie wskazują one na niepełne 2 obniżki po 25pb do końca 2023 r. i dodatkowe 4 obniżki po 25pb do końca 2024 r.

W tym tygodniu do centrum uwagi inwestorów będą zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC oraz piątkowa publikacja danych o inflacji PCE w USA. W naszej ocenie nie będą miały one jednak istotnego wpływu na stawki IRS. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z krajowej i 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	8,4	
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	-3,1	
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	-2,8	
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	3,6	
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	10,3	
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 rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	-0,9	0,3	1,5	1,1	0,5	0,0	0,6	0,8	-0,5	
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	9,0	
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 23.10.2023 r.					
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	7,3	7,7 7,3
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	-17,8	-18,1
Wtorek 24.10.2023 r.					
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	39,6	40,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	48,7	48,9
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	43,4	43,6
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Październik	47,2	47,4
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Wrzesień	5,0	5,0 5,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	49,8	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	5,0	
Środa 25.10.2023 r.					
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	85,7	85,5
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	-1,3	-1,6
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	675	679
Czwartek 26.10.2023 r.					
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Październik	4,50	4,50 4,50
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.	2,1	3,5 4,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	0,1	0,6
Piątek 27.10.2023 r.					
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Wrzesień	3,5	3,4
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Wrzesień	3,9	3,7 3,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Wrzesień	0,1	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	63,0	63,2

* 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