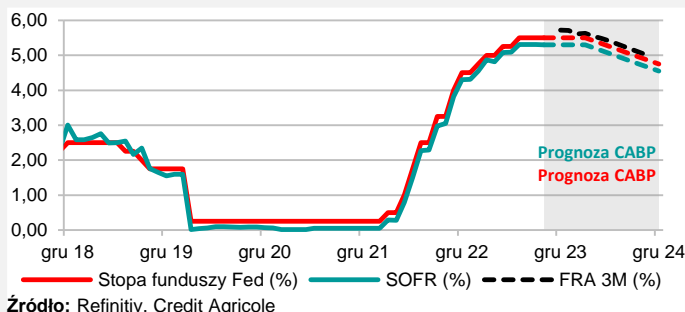
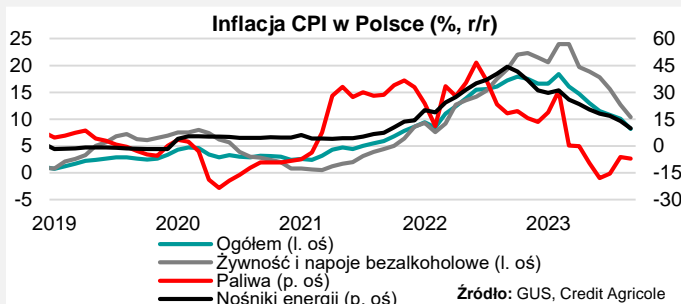


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie (docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wynosi obecnie [5,25%, 5,50%]). W wypowiedzi sprzed dwóch tygodni J. Powell wpisnął się w dotychczasową retorykę Fedu mówiącą o stopniowym ograniczaniu presji inflacyjnej przez obecną restrykcyjną politykę pieniężną i wygasaniu zaburzeń podaźowych związanych z pandemią COVID-19. Zaznaczył jednak, że wyhamowanie dezinflacji przy utrzymywaniu się dynamiki PKB na poziomie wyższym niż potencjalny oraz brak sygnałów wskazujących na pogorszenie sytuacji na rynku pracy mogą wymagać dodatkowego dostosowania stóp procentowych. Uważamy, że Fed utrzyma w tym tygodniu swoją jastrzębią retorykę deklarując gotowość do dalszych podwyżek stóp procentowych. Stabilizacja stóp procentowych na listopadowym posiedzeniu FOMC byłaby zgodna z oczekiwaniami rynku, stąd uważamy, że nie będzie miała ona istotnego wpływu na ceny aktywów.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Rynek prognozuje, że zwiększyło się ono o 172 tys. osób w październiku wobec wzrostu o 336 tys. we wrześniu, przy braku zmian w stopie bezrobocia względem września (3,8%). Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. w październiku wobec wzrostu o 89 tys. we wrześniu). W środę opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Rynek oczekuje stabilizacji indeksu na poziomie 49,0 pkt. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu pozostaną w cieniu decyzji Fed i będą neutralne dla rynków finansowych.
- W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** We wtorek opublikowany zostanie wskaźnik NBS PMI. Rynek oczekuje, że zwiększy się on w październiku nieznacznie do 50,4 pkt. wobec 50,2 pkt. we wrześniu. W środę poznamy natomiast indeks Caixin PMI, który według oczekiwań rynkowych wzrośnie z 50,6 pkt. we wrześniu do 50,8 pkt. w październiku. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.
- We wtorek opublikowane zostaną istotne dane ze strefy euro.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB zmniejszyła się do 0,0% w III kw. z 0,1% w II kw., co będzie spójne z pogorszeniem koniunktury obserwowanym w badaniach PMI w III kw. Ponadto oczekujemy, że inflacja HICP w strefie euro zmniejszy się do 3,1% r/r w październiku wobec 4,3% we wrześniu przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 4,2% r/r z 4,5% we wrześniu. Uważamy, że publikacja danych o inflacji niższej od oczekiwań rynkowych (3,4%) będzie oddziaływała w kierunku lekkiego umocnienia kursu złotego i wzrostu cen polskich obligacji. Z kolei publikacja danych o PKB nie będzie miała istotnego znaczenia dla rynków finansowych.
- W czwartek poznamy październikowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI zwiększył się nieznacznie w październiku do 44,0 pkt. wobec 43,9 pkt. we wrześniu, co będzie spójne z pogorszeniem koniunktury odnotowanym w strefie euro (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się zgodnie z konsensusem, stąd jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

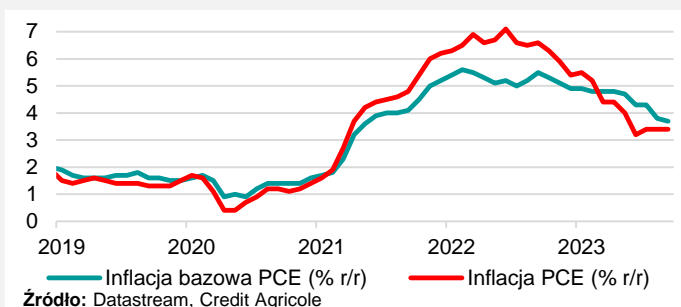


Na wtorek zaplanowana jest także publikacja danych o inflacji w Polsce. Naszym zdaniem zmniejszyła się ona w październiku do 6,2% r/r wobec 8,2% we wrześniu. Uważamy, że niższa inflacja w październiku wynikać będzie ze zmniejszenia dynamiki cen żywności, nośników energii oraz paliw, a także spadku inflacji bazowej. Nasza prognoza kształtuje się znacząco poniżej konsensusu (6,6%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

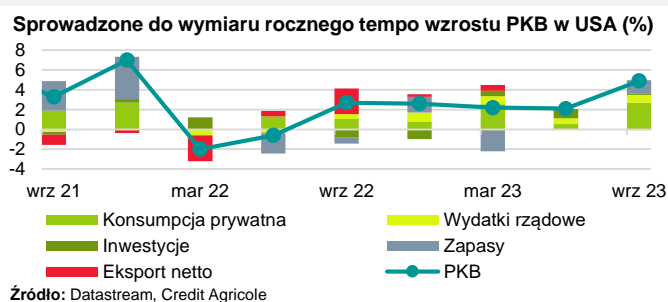


W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja PCE nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu sierpnia i wyniosła 3,4% r/r, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Nieznaczny spadek został odnotowany natomiast w przypadku inflacji bazowej PCE (3,7% r/r we wrześniu wobec 3,8% w sierpniu). Warto jednak zauważyć, że w ujęciu miesiąc do miesiąca inflacja bazowa PCE po wyeliminowaniu efektu sezonowości wyniosła we wrześniu o 0,3% wobec wzrostu o 0,1% w sierpniu wskazując na utrzymującą się silną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również pierwszy szacunek amerykańskiego PKB w III kw., zgodnie z którym jego tempo wzrostu sprowadzone do wymiaru rocznego zwiększyło się do 4,9% wobec 2,1% w II kw. Tym samym ukształtował się ono powyżej konsensusu rynkowego (4,3%) oraz naszej prognozy (3,5%). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu PKB oddziaływało



zwiększenie wkładów konsumpcji prywatnej, zapasów oraz wydatków rządowych, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady inwestycji oraz eksportu netto. Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. była konsumpcja prywatna, podczas gdy w II kw. były to inwestycje. Uważamy, że czynnikiem wspierającym konsumpcję jest utrzymujący się nadal wysoki bufor oszczędności zgromadzonych podczas pandemii (por. MAKROmapa z 16.10.2023). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach na dobra trwałe, które zwiększyły się we wrześniu o 4,7% m/m wobec spadku o 0,1% w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (1,7%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 0,5%. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe wzrosła we wrześniu do 2,4% r/r wobec 0,5% w sierpniu, niemniej w znacznym stopniu wynikało to z efektów wysokiej bazy sprzed roku. Tym samym nie zmienia to naszej interpretacji, że obserwowane w ostatnich miesiącach dane o zamówieniach na cywilne dobra kapitałowe wskazują na pogorszenie



perspektyw inwestycji w USA. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały dane o sprzedaży nowych domów, która zwiększyła się do 759 tys. we wrześniu wobec 676 tys. w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu (680 tys.). Uwzględniając jednak opublikowane dwa tygodnie temu dane o pozwoleniach na budowę, rozpoczętych budowach i sprzedaży domów na rynku wtórnym nie uważamy, aby dane o sprzedaży nowych domów wskazywały na perspektywę poprawy sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości. Z kolei na pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan (63,8 pkt. w październiku wobec 68,1 pkt. we wrześniu i 63,0 pkt. we wstępnym szacunku). Uważamy, że ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykańska gospodarka, mimo wyraźnego spowolnienia w najbliższych kwartałach, uniknie recesji. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w IV kw. do 0,8%, a w I kw. i II kw. 2024 r. wyniesie odpowiednio 0,2% i 0,7%.

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Decyzja EBC była zgodna z naszymi oczekiwaniami i konsensusem. Tym samym główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 4,50%, a depozytowa 4,00%. W komunikacie utrzymany został zapis, zgodnie z którym kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Wbrew naszym oczekiwaniom, na posiedzeniu nie został poruszony temat redukcji bilansu EBC (tzw. *Quantitative Tightening*), co lekko obniża prawdopodobieństwo realizacji naszego scenariusza zakładającego, że proces ten przyspieszy na początku 2024 r. Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde nie wykluczyła kolejnych podwyżek stóp procentowych, oceniając obecną presję inflacyjną jako „wciąż silną”. Stwierdziła jednocześnie, że aktywność gospodarcza w strefie euro utrzymuje się na obniżonym poziomie, a ryzyko dla jej perspektyw przeważa w kierunku dalszego osłabienia. Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu jak i wypowiedzi prezes Ch. Lagarde na konferencji prasowej stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC zakończył we wrześniu cykl podwyżek stóp procentowych. Pierwszej obniżki stóp procentowych w strefie euro oczekujemy dopiero w IV kw. 2024 r.

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w październiku do 46,5 pkt. wobec 47,2 pkt. we wrześniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (47,4 pkt.). Tym samym indeks już piąty miesiąc z rzędu ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Jednocześnie jest to jego najniższa wartość od listopada 2020 r. Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku jego składowej dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy składowa dla bieżącej produkcji w przetwórstwie nie zmieniła się. W ujęciu geograficznym poprawę koniunktury odnotowano we Francji, natomiast jej dalsze pogorszenie nastąpiło w Niemczech i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W danych nt. zagregowanego indeksu PMI na szczególną uwagę zasługuje szósty z rzędu spadek indeksu dla nowych zamówień (dla przetwórstwa i usług), który sygnalizuje dalsze osłabienie popytu. Warto jednocześnie zauważyć, że nowe zamówienia ogółem w strefie euro spadają w ostatnich miesiącach o wiele silniej niż bieżąca produkcja, co wskazuje, że firmy podtrzymują swoją aktywność realizując zaległości produkcyjne. Warto odnotować, że spadek zaległości produkcyjnych osiągnął w październiku najwyższe tempo od czerwca 2020 r. W październiku oczekiwania firm dotyczące przyszłej produkcji ogółem (dla przetwórstwa i usług) nie zmieniły się istotnie w porównaniu do września i nadal wskazują na perspektywę tylko nieznacznego wzrostu aktywności w horyzoncie 12 miesięcy. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zwiększył się w październiku do 40,7 pkt. wobec 39,6 pkt. we wrześniu, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (40,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zapasów,

czasu dostaw i bieżącej produkcji), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje najsilniejszy od marca 2022 r. spadek składowej dla zatrudnienia, który wskazuje na nasilające się procesy restrukturyzacyjne w niemieckim przetwórstwie w warunkach utrzymującego się silnego spadku nowych zamówień i bieżącej produkcji. Ubiegłotygodniowe dane wskazują na ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty w IV kw. (0,0% kw/kw wobec 0,0% w III kw.).

➤ **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zwiększył się w październiku do 86,9 pkt. wobec 85,8 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (85,9 pkt.).** Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Poprawę koniunktury odnotowano w trzech z czterech analizowanych działach: przetwórstwie, usługach i budownictwie. Do pogorszenia koniunktury doszło natomiast w handlu. Uwzględniając opublikowane w ubiegłym tygodniu indeksy PMI (patrz powyżej) podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zarówno w III jak i w IV kw. wyniesie -0,2% wobec 0,0% w II kw.

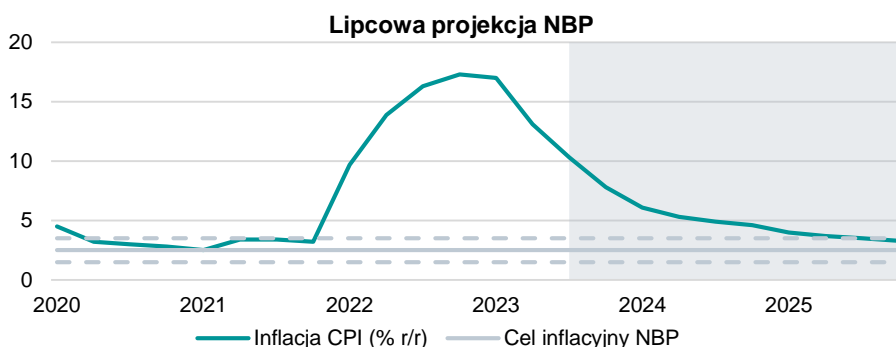
➤ **Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce zwiększyła się we wrześniu do 11,5% r/r wobec 3,5% w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (5,9%) i naszej prognozy (8,5%).** Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w sierpniu o 3,5% m/m, a tym samym wzrosła drugi miesiąc z rzędu. Do znacznego wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej w ujęciu rocznym przyczyniły się głównie 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 (por. MAKROpuls z 23.10.2023). Dane o produkcji budowlano-montażowej, w połączeniu z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu nieznacznie gorszymi od naszych oczekiwań danymi o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej (por. MAKROpuls z 20.10.2023 i 19.10.2023) 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. Uważamy, że III kw., w którym zgodnie z naszymi szacunkami odnotowano wzrost PKB po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych w porównaniu z II kw., rozpoczęła się faza ożywienia gospodarczego w Polsce. W kolejnych kwartałach ożywienie to będzie wspierane przez spadek inflacji, oddziałujący w kierunku wzrostu konsumpcji, ożywienie inwestycji mieszkaniowych oraz wzrost popytu zewnętrznego sprzyjający wzrostowi eksportu i inwestycji przedsiębiorstw. Nawiązując do naszej dotychczasowej oceny, zgodnie z którą w 2023 r. nastąpiło „miękkie lądowanie” polskiej gospodarki, odnotowujemy zatem, że proces ten został zakończony.

➤ Wynik wyborów w Polsce wpłynie na poziom stóp procentowych i kursu złotego

Nasz dotychczasowy scenariusz makroekonomiczny zakładał nieznacznie większe prawdopodobieństwo utrzymania władzy przez Prawo i Sprawiedliwość po wyborach parlamentarnych niż prawdopodobieństwo scenariusza alternatywnego, w którym demokratyczna opozycja przejmuje władzę. Tym samym wynik wyborów wskazujący na wysokie prawdopodobieństwo przejęcia władzy przez opozycję ma istotne znaczenie dla perspektyw kształtowania się krajowych stóp procentowych i kursu złotego w krótkim i średnim okresie. Poniżej prezentujemy nasze zrewidowane prognozy dla tych dwóch wskaźników.

Łagodzenie polityki pieniężnej we wrześniu i październiku w warunkach przewidywanego w lipcowej projekcji NBP przestrzelenia celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji było spójne z naszą oceną, zgodnie z którą średniookresowe perspektywy inflacji miały w ostatnich miesiącach dla większości członków RPP znaczenie drugorzędne i głównym celem polityki pieniężnej było niedopuszczenie do nadmiernego spowolnienia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Liczne wypowiedzi Prezesa NBP w

ostatnich miesiącach wskazywały, że był on gotów realizować politykę pieniężną w taki sposób, aby wspierała ona politykę gospodarczą rządu poprzez obniżenie stóp procentowych nawet w warunkach podwyższonej inflacji i jej bardzo odległego powrotu do celu. Oczekujemy, że po przejęciu władzy przez opozycję funkcja reakcji Rady ulegnie zmianie w kierunku relatywnego zwiększenia znaczenia stabilizacji inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Tym samym przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych uległa znaczącemu zawężeniu.



Źródło: NBP, Credit Agricole

Zgodnie z lipcową projekcją NBP, inflacja znajdzie się w dopuszczalnym paśmie odchyień od celu inflacyjnego $2,5 \pm 1\%$ dopiero w II poł. 2025 r., a cel punktowy (2,5%) nie zostanie osiągnięty w horyzoncie prognozy. Na podstawie wyników badań nad mechanizmem transmisji polityki pieniężnej, szacujemy, że zrealizowane dotychczas obniżki stóp

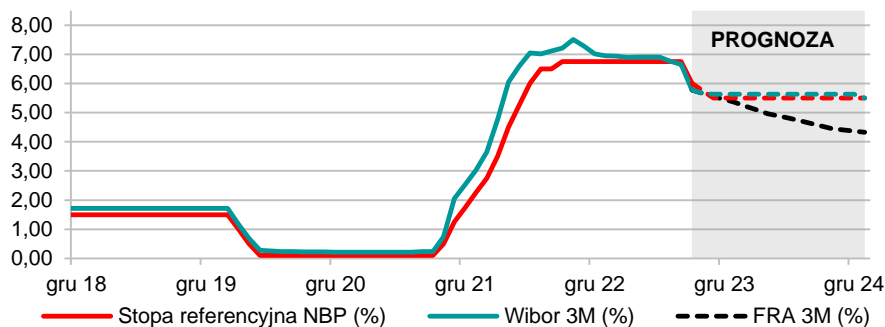
procentowych w br. będą oddziaływały w kierunku wzrostu inflacji o ok. 0,6 pkt. proc. w horyzoncie 8 kwartałów. Będzie to czynnik ograniczający tempo dezinflacji i opóźniający osiągnięcie celu inflacyjnego względem ścieżki inflacji przedstawionej w lipcowej projekcji. W przeciwnym kierunku będą natomiast oddziaływały niższy punkt startowy (tj. realizacja inflacji w III kw.) oraz niższe od założonego w lipcowej projekcji tempo wzrostu gospodarczego w II poł. br. Listopadowa projekcja, uwzględniająca wpływ zarysowanych powyżej czynników, nie ulegnie prawdopodobnie istotnym zmianom względem ścieżki przedstawionej w lipcowym dokumencie.

Dodatkowo, kształtowanie się inflacji w krótkim okresie obarczone jest dużą niepewnością. 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 scenariusza tworzenia nowego rządu (tj. przejście władzy dopiero w drugiej połowie grudnia, por. MAKROmapa z 23.10.2023), nowa Rada Ministrów będzie miała nikłą możliwość uchwalenia nowych aktów prawnych przez przed końcem br. Tym samym z początkiem nowego roku dostrzegamy znaczące ryzyko silnego wzrostu inflacji w związku z wygaśnięciem dotychczasowych działań osłonowych. Nie możemy jednak wykluczyć, że okres obowiązywania działań osłonowych zostanie wydłużony jeszcze przez dotychczasowy rząd. Ewentualne przedłużenie okresu obowiązywania wspomnianych działań osłonowych na cały 2024 r. wiązałoby się z istotnym obciążeniem dla budżetu (ok. 45 mld zł, 1,2% PKB). Takie działanie powiększyłoby już i tak znaczący deficyt sektora finansów publicznych, który dodatkowo wzrośnie z powodu realizacji obietnic wyborczych (patrz poniżej).

Wzrost inflacji w następstwie wygaśnięcia działań osłonowych to formalnie szok podażowy, na który RPP nie powinna reagować. Niemniej jednak taki skokowy i istotny wzrost inflacji w warunkach ożywienia gospodarczego i ciasnego rynku pracy może zostać zinterpretowany przez Radę jako czynnik oddziałujący w kierunku odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oraz zwiększenia ryzyka wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy (wtórny wzrost inflacji w reakcji na zwiększenie presji płacowej). W takim przypadku Rada może uznać, że potrzebne jest odejście od łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej.

Kolejnym czynnikiem ograniczającym przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej będzie luźna polityka fiskalna. Projekt ustawy budżetowej przewidywał znaczący deficyt budżetowy wynoszący 4,5% PKB. Ostanie wypowiedzi przedstawicieli demokratycznej opozycji sygnalizują wysoką determinację w zakresie szybkiej realizacji niektórych obietnic wyborczych, m.in. zwiększenia skali podwyżek

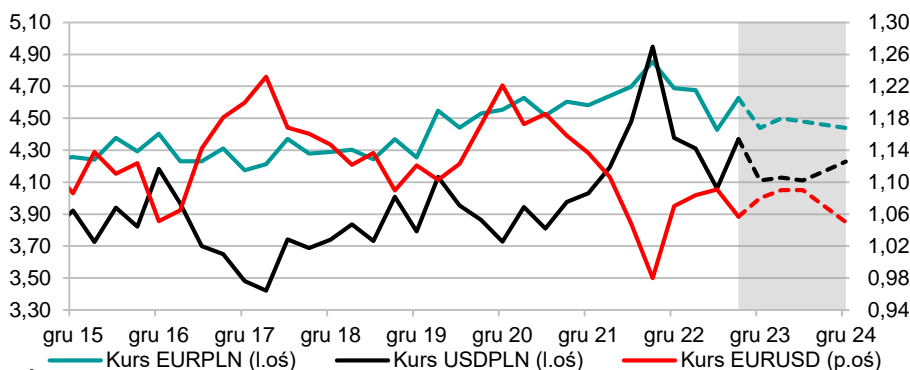
wynagrodzeń dla nauczycieli (wzrost wydatków z budżetu o ok. 5,6 mld zł, 0,1% PKB) i podniesienia kwoty wolnej od podatku (spadek dochodów budżetowych o ok. 45 mld zł, 1,2% PKB). Determinacja ta wynika po części ze zbliżających się wyborów samorządowych oraz wyborów do Parlamentu Europejskiego w przyszłym roku. Realizacji obietnic wyborczych będą prawdopodobnie towarzyszyły jednocześnie działania polegające na dążeniu do zmniejszenia innych wydatków budżetowych. Niemniej jednak dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla wysokości deficytu założonego w obecnym projekcie budżetu na 2024 r. W takich warunkach RPP może opowiedzieć się za *policy-mix* zakładającym luźną politykę fiskalną i umiarkowanie restrykcyjną politykę pieniężną.



Źródło: Reuters, Credit Agricole

tylko raz (o 25 pb w listopadzie br.). Następnie zakładamy, że Rada przejdzie w tryb *wait-and-see* i będzie monitorowała sytuację utrzymując niezmienny poziom stóp procentowych do końca 2024 r. (stopa referencyjna równa 5,50%). Uważamy, że wraz z obniżającą się inflacją przestrzeń do kolejnych obniżek stóp pojawi się na początku 2025 r.

Uwzględniając zarysowane powyżej czynniki, czyli niskie prawdopodobieństwo osiągnięcia celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, luźną politykę fiskalną oraz wysoką niepewność w zakresie krótkookresowych perspektyw inflacji prognozujemy, że w obecnym cyklu łagodzenia RPP obniży stopy procentowe jeszcze



Źródło: Reuters, Credit Agricole

Bezpośrednio po wyborach obserwowaliśmy umocnienie kursu złotego w związku ze spadkiem premii za ryzyko (por. MAKROMAPA z 23.10.2023). Niższy punkt startowy skłonił nas do rewizji w dół naszej prognozy kursu EURPLN. Warto zwrócić uwagę, że nasz scenariusz zakładający jeszcze tylko jedną obniżkę stóp procentowych nie jest spójny z oczekiwaniami

rynkowymi. Kontrakty terminowe FRA wyceniają obecnie jeszcze łagodzenie polityki pieniężnej o ponad 100pb w horyzoncie do końca 2024 r. Uważamy, że w kolejnych tygodniach (zapewne po najbliższej konferencji prasowej Prezesa NBP w listopadzie) będziemy obserwowali zmniejszenie wycenianej przez rynek skali obniżek stóp procentowych. Będzie to czynnik oddziałujący w kierunku dalszego umocnienia złotego. Tym samym prognozujemy, że kurs EURPLN zmniejszy się do 4,44 na koniec br.

Ważnym czynnikiem z punktu widzenia kształtowania się kursu polskiej waluty będą napływające informacje dotyczące tempa i skali realizacji obietnic wyborczych wpływające na ocenę inwestorów dotyczącą skali potrzeb pożyczkowych. Założone w projekcie budżetu znaczące zwiększenie potrzeb pożyczkowych i wzrost emisji długu w 2024 r. były dotychczas tylko w ograniczonym stopniu uwzględnione przez inwestorów przy wycenie polskich aktywów. Najlepiej obrazuje to tylko nieznaczna skala wzrostu spreadu pomiędzy obligacjami i stawkami IRS na długim końcu krzywej, czyli tzw. *asset swap* (por. MAKROMAPA z 18.09.2023 i wykres poniżej). Uważamy, że determinacja opozycji w realizacji obietnic wyborczych, implikująca zwiększenie potrzeb pożyczkowych i dalszy wzrost deficytu i zadłużenia

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



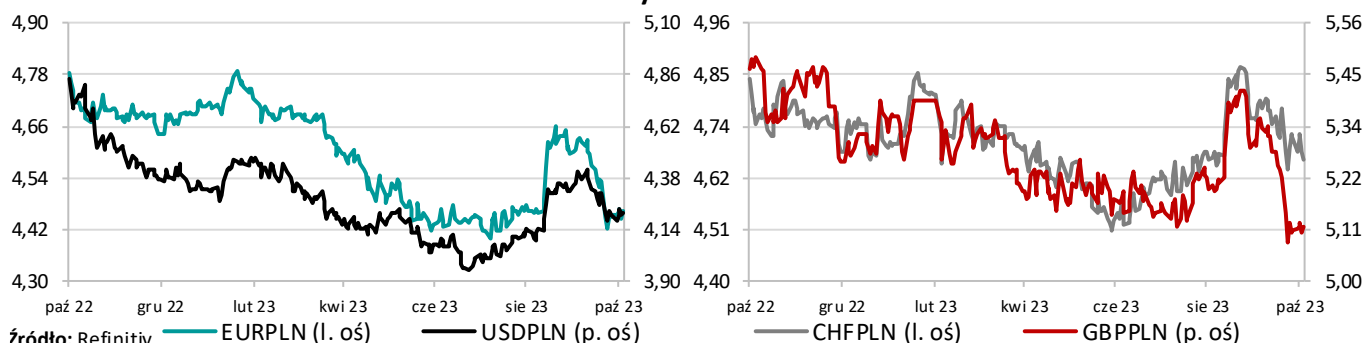
Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

umocnienia się w średnim okresie. Niemniej jednak uważamy, że czynniki fundamentalne (m.in. ożywienie wzrostu gospodarczego w kraju i za granicą, uruchomienie KPO) będą wspierały nieznaczną aprecjację polskiej waluty począwszy od II kw. 2024 r. W drugiej połowie przyszłego roku, w kierunku umocnienia złotego będzie również oddziaływało rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed i EBC w warunkach utrzymywania się stabilnych stóp procentowych w Polsce. Tym samym prognozujemy, że kurs EURPLN obniży się do 4,44 na koniec 2024 r. Powyższy scenariusz zakłada brak istotnych zmian w kontekście ryzyka geopolitycznego, tj. brak eskalacji wojny w Ukrainie i sytuacji na Bliskim Wschodzie.

publicznego w 2024 r., będzie oddziaływała w kierunku pogorszenia percepcji inwestorów w kwestii kondycji w finansach publicznych. Będzie to czynnik negatywny dla kursu złotego. Dlatego prognozujemy przejściowy wzrost kursu EURPLN do poziomu 4,50 na koniec I kw. 2024 r. Będzie to jednocześnie czynnik ograniczający potencjał złotego do

Dane o inflacji w Polsce i w strefie euro w centrum uwagi rynku

Kursy walutowe



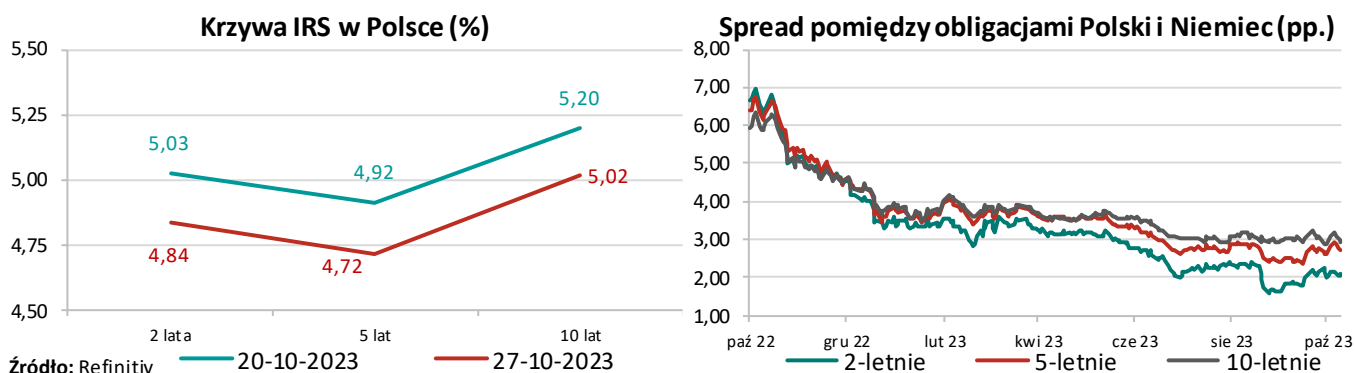
Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4611 (osłabienie złotego o 0,2%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. W naszej ocenie, po początkowym umocnieniu złotego w reakcji na wynik wyborów w Polsce, część inwestorów przyjęła obecnie bardziej ostrożne nastawienie, oczekując na nowe informacje w sprawie utworzenia przyszłego rządu oraz odblokowania środków z KPO. Dodatkowym czynnikiem, który oddziaływał w kierunku osłabienia złotego była większa od oczekiwań skala obniżki stóp procentowych na Węgrzech, która doprowadziła do osłabienia walut w regionie. W czwartek doszło do korekty i spadku kursu EURPLN. Posiedzenie EBC, a także liczne publikacje danych z USA miały ograniczony wpływ na rynek.

W zeszły poniedziałek doszło również do wzrostu kursu EURUSD w ślad za obniżeniem ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie wraz z opóźnianiem się interwencji lądowej Izraela w Strefie Gazy. We wtorek dolar zaczął jednak odrabiać straty w reakcji na publikację wyraźnie słabszych od oczekiwań danych nt. koniunktury w strefie euro. Czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia dolara był również spadek rentowności amerykańskich obligacji, który zdaniem części inwestorów, poprzez obniżenie kosztów finansowania amerykańskiego długu, zwiększył przestrzeń do dalszych podwyżek stóp procentowych w USA. Posiedzenie EBC, a także wyraźnie lepsze od oczekiwań dane nt. PKB w USA miały ograniczony wpływ na kurs EURUSD.

W tym tygodniu istotne dla kursu złotego będą zaplanowane na wtorek publikacje wstępnych danych o inflacji w Polsce i w strefie euro. Uważamy, że krajowe dane mogą sprzyjać osłabieniu złotego, podczas gdy dane z obszaru wspólnej waluty będą najprawdopodobniej pozytywne dla kursu polskiej waluty. W naszej ocenie zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Spadek stawek IRS w Polsce wspierany przez tendencje na rynkach bazowych



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,84 (spadek o 19pb), 5-letnie do 4,72 (spadek o 20pb), a 10-letnie do 5,02 (spadek o 18pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia stawek IRS w Polsce była korekta po ich silnym wzroście dwa tygodnie temu w reakcji na wynik wyborów (por. MAKROmapa z 23.10.2023).

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będą przewidziane na wtorek publikacje wstępnych danych o inflacji w Polsce i w strefie euro. Uważamy, że zarówno krajowe dane, jak i dane ze strefy euro, mogą oddziaływać w kierunku spadku stawek IRS. Naszym zdaniem 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	4,47
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	4,24
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	4,72
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	-1,9	-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	-2,9	-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	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	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	6,3	4,1	2,5	-0,3	-0,6	0,5	1,9	5,3	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	8,8	8,5	2,9	1,0	-2,0	-2,8	1,2	2,3	5,2	-0,3	3,0	
Inwestycje (% r/r)	5,1	6,5	2,5	5,6	6,8	10,5	8,0	7,2	4,9	8,0	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,2	6,7	9,8	4,5	3,8	-3,2	1,1	3,7	6,7	1,3	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,3	8,7	8,2	1,6	-3,2	-6,8	0,8	4,3	6,8	-1,0	4,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	5,3	4,8	1,6	0,5	-1,3	-1,6	0,7	1,2	2,9	-0,2	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,7	1,0	0,4	1,2	0,9	1,5	1,3	1,6	0,8	1,3	0,4
	Eksport netto (pp.)	-1,5	-0,7	1,1	1,6	4,6	2,1	0,2	-0,3	0,2	1,5	-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	5,1	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	5,63	7,02	5,63	5,63	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,50	6,75	5,50	5,50	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,69	4,68	4,43	4,63	4,44	4,69	4,44	4,44	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,06	4,37	4,11	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 30.10.2023 r.						
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,0	-0,2	-0,3
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Październik	-0,36		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	4,3	3,3	3,6
Wtorek 31.10.2023 r.						
2:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	50,2		50,4
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Październik	8,2	6,2	6,6
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	III kw.	0,1	0,0	-0,1
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	4,3	3,1	3,4
14:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Sierpień	0,9		
14:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Październik	44,1		
15:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	103,0		100,0
Środa 01.11.2023 r.						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	50,6		50,8
13:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Październik	89		140
14:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	50,0		
15:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	49,0		49,0
19:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Listopad	5,50	5,50	5,50
Czwartek 02.11.2023 r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	43,9	44,0	44,3
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	40,7	40,7	40,7
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	43,0	43,0	43,0
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Listopad	5,25		5,25
15:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Wrzesień	1,2		1,0
Piątek 03.11.2023 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Wrzesień	16,6		
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	6,4		6,4
13:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Październik	3,8		3,8
13:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Październik	336		172
15:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Październik	53,6		

* 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



Jakub BOROWSKI

Główny Ekonomista
tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.