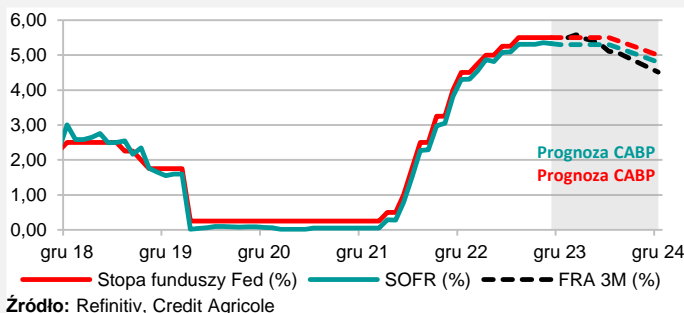


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.

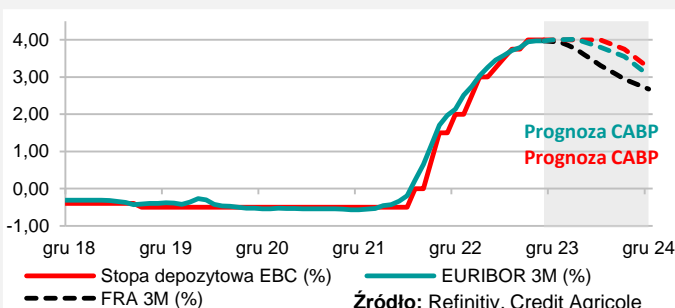
Oczekujemy, że Fed zdecyduje się na pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie (docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wynosi obecnie [5,25%, 5,50%]).

Uważamy, że wydzźwięk komunikatu po posiedzeniu zostanie nieznacznie złagodzony w stosunku do podtrzymywanej w ostatnim czasie jastrzębkiej retoryki, z uwagi na odnotowany w międzyczasie spadek inflacji. W środę opublikowane zostaną także wyniki grudniowej projekcji FOMC. Naszym zdaniem mediana oczekiwań członków Fed w zakresie kształtowania się stopy procentowej w 2024 r. może zostać obniżona o 25pb względem projekcji wrześniowej, co odpowiadałoby łącznej wysokości obniżek stóp o 50pb (przedział wahań na koniec przyszłego roku równy [4,75%, 5,00%]). Taka oczekiwana ścieżka stóp w projekcji byłaby spójna z naszym scenariuszem. Oczekujemy bowiem, że Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o 25pb w III kw. i o 25pb w IV kw. 2024 r. Stabilizacja stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu FOMC byłaby zgodna z oczekiwaniami rynku, jednak podczas konferencji prasowej możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.



Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.

Oczekujemy, że EBC pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Tym samym główna stopa procentowa wyniesie 4,50%, a stopa depozytowa 4,00%. Silny spadek inflacji w strefie euro odnotowany w listopadzie (do 2,4% r/r z 2,9% w październiku) przyczynił się do nasilenia oczekiwań rynkowych na łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC. Oczekujemy, że w trakcie konferencji prasowej Ch. Lagarde będzie starała się studiować te oczekiwania utrzymując swoje wystąpienie w relatywnie jastrzębim tonie. Wsparciem dla takiego scenariusza będzie publikacja wyników najnowszej projekcji makroekonomicznej EBC. Naszym zdaniem, prognozowana w niej inflacja powróci do celu (2,0%) dopiero pod koniec 2026 r. Prognozujemy, że cykl obniżek stóp w strefie euro rozpocznie się w III kw. 2024 r., a ich łączna skala w 2024 r. wyniesie 75pb (por. wykres). Oczekujemy, że w trakcie konferencji prasowej EBC będziemy mieli do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach.



W piątek poznamy wyniki badań koniunktury w strefie euro i najważniejszych europejskich gospodarkach. Zgodnie z konsensusem wstępny zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w grudniu do 48,0 pkt. wobec 47,6 pkt. w listopadzie. Rynek oczekuje, że do wzrostu indeksu PMI w grudniu przyczyniła się poprawa sytuacji zarówno w przetwórstwie, jak i w sektorze usług. Inwestorzy prognozują również zwiększenie indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie do 43,3 pkt. w grudniu z 42,6 pkt. w listopadzie. Mimo nieznacznej poprawy koniunktury, wskaźnik potwierdzi utrzymywanie się tendencji recesyjnych w tym sektorze. Dane te będą również istotne w kontekście oceny trwałości ożywienia w polskim przetwórstwie. Niewielki wzrost indeksu w Niemczech może być sygnałem tylko przejściowej poprawy

W piątek poznamy wyniki badań koniunktury w strefie euro i najważniejszych europejskich gospodarkach. Zgodnie z konsensusem wstępny zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w grudniu do 48,0 pkt. wobec 47,6 pkt. w listopadzie. Rynek oczekuje, że do wzrostu indeksu PMI w grudniu przyczyniła się poprawa sytuacji zarówno w przetwórstwie, jak i w sektorze usług. Inwestorzy prognozują również zwiększenie indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie do 43,3 pkt. w grudniu z 42,6 pkt. w listopadzie. Mimo nieznacznej poprawy koniunktury, wskaźnik potwierdzi utrzymywanie się tendencji recesyjnych w tym sektorze. Dane te będą również istotne w kontekście oceny trwałości ożywienia w polskim przetwórstwie. Niewielki wzrost indeksu w Niemczech może być sygnałem tylko przejściowej poprawy

- koniunktury w polskim przetwórstwie odnotowanej w listopadzie (por. MAKROpuls z 1.12.2023). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro oraz w Niemczech będzie neutralna dla rynków finansowych.
- ✓ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Naszym zdaniem inflacja ogółem nie zmieniła się w listopadzie względem października i wyniosła 3,2% r/r. Inflacja bazowa również ukształtowała się naszym zdaniem w listopadzie na tym samym poziomie co w październiku (4,0% r/r). Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna spadła w listopadzie w takim samym tempie jak w październiku (-0,1% m/m), co będzie spójne ze relatywnie słabymi nastrojami konsumenckimi. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 0,5% m/m w listopadzie z -0,6% w październiku z uwagi na zakończenie strajku w branży motoryzacyjnej. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
 - ✓ **W piątek ukażą się ważne dane z Chin.** Oczekujemy, że chociaż dane miesięczne dostarczą pozytywnych sygnałów nt. aktywności gospodarczej w Chinach, to w dużej mierze będą one odzwierciedlać efekty niskiej bazy sprzed roku. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w listopadzie do 6,0% r/r wobec 4,6% w październiku, a dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 12,0% r/r wobec 7,6%. Z kolei tempo wzrostu inwestycji w listopadzie zwiększyło się naszym zdaniem tylko nieznacznie w porównaniu do października i wyniosło 3,0% r/r wobec 2,9%. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.
 - ✓ **W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w październiku.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 575 mln EUR wobec 394 mln EUR we wrześniu, będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z -4,3% r/r we wrześniu do 1,2% w październiku, a tempo spadku importu zmniejszyło się z -14,8% r/r we wrześniu do -8,5% w październiku. W kierunku wzrostu dynamik obu wskaźników oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza salda bilansu płatniczego kształtuje się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (1792 mln EUR), jednak naszym zdaniem publikacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
 - ✓ **W piątek opublikowane zostaną również finalne dane o inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że inflacja w listopadzie ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (6,5% r/r wobec 6,6% w październiku). Zgodnie ze wstępnymi danymi spadek inflacji w listopadzie miał szeroki zakres i był powiązany z wolniejszym tempem wzrostu cen żywności, nośników energii i szacowanym przez nas spadkiem inflacji bazowej, zaś w przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa dynamika cen paliw. Uważamy, że publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

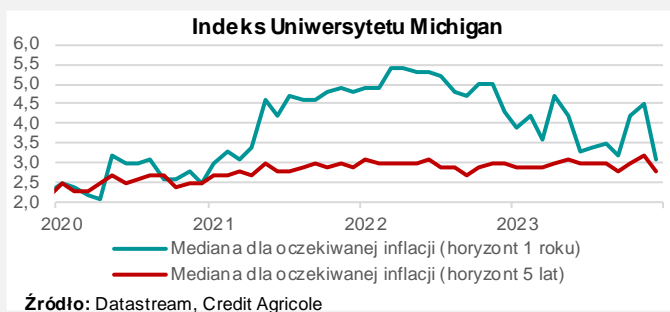
- ✓ **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%).** Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Na wysokie prawdopodobieństwo takiej decyzji RPP wskazywała treść komunikatu po listopadowym posiedzeniu Rady, w którym zwracała ona uwagę na niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację, a także dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP jako główne argumenty na rzecz ich stabilizacji. Argumenty te zostały podtrzymane w komunikacie po posiedzeniu (por. MAKROpuls z 06.12.2023). W ubiegłym tygodniu odbyła się również zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego, na której stwierdził on, że napływające w ostatnim czasie dane nie zmieniają oceny Rady dotyczącej zarówno bieżącej sytuacji makroekonomicznej jak i jej perspektyw. Zwrócił również uwagę, że spadek inflacji jest obecnie wolniejszy niż w poprzednich miesiącach, niemniej jest to spójne z prezentowanymi

wcześniej prognozami NBP. Zaznaczył również, że istotnym elementem niepewności dotyczącym ścieżki inflacji będą decyzje nowego rządu związane z przyszłością działań osłonowych, a kolejne decyzje dotyczące polityki pieniężnej podejmowane będą w oparciu o napływające dane. Z tego punktu widzenia istotny zdaniem Glapińskiego będzie marzec, kiedy RPP pozna projekcję NBP uwzględniającą efekt ewentualnych zmian regulacyjnych. Interpretujemy to jako zapowiedź stabilizacji stóp procentowych przynajmniej do marca 2024 r. Prezes Glapiński stwierdził także, że Rada cieszy się z ostatniego umocnienia kursu złotego, które będzie miało negatywny wpływ na inflację, przy czym zaznaczył, że Rada nie ma preferowanego poziomu kursu walutowego. Zrewidowaliśmy nasz scenariusz stóp procentowych w Polsce. Zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą pierwsza obniżka stóp procentowych o 25pb nastąpi w listopadzie 2024 r. (wcześniej zakładaliśmy stabilizację stóp procentowych do końca 2024 r.). Wsparciem dla scenariusza stabilizacji stóp w najbliższych kwartałach są wyniki listopadowej projekcji inflacji NBP, zgodnie z którą w warunkach nasilającego się ożywienia gospodarczego inflacja nie wróci do celu inflacyjnego do końca 2025 r. (por. MAKROpuls z 8.11.2023). Uważamy, że krótkookresowe czynniki ryzyka w górę dla tej projekcji, w tym przede wszystkim wysokie ewentualne przywrócenie 5-procentowej stawki podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe w 2024 r., przeważają nad czynnikami ryzyka w dół, w tym antyinflacyjnym wpływem odnotowanej w październiku i listopadzie aprecjacji kursu złotego. Ponadto, naszym zdaniem wynik wyborów parlamentarnych spowodował zmianę funkcji reakcji RPP w kierunku zwiększenia jej awersji do inflacji. W konsekwencji, skłonność RPP do obniżania stóp procentowych w warunkach inflacji znacząco przewyższającej cel pozostanie w najbliższych kwartałach niska. Nasz scenariusz dla stóp procentowych w Polsce jest spójny z oczekiwanym kształtem polityki pieniężnej EBC, której rozluźnienie rozpocznie się we wrześniu 2024 r. (por. MAKROmapa z 4.12.2023).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.

Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w listopadzie o 199 tys. wobec wzrostu o 150 tys. w październiku i ukształtowało się powyżej oczekiwań rynku (180 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie

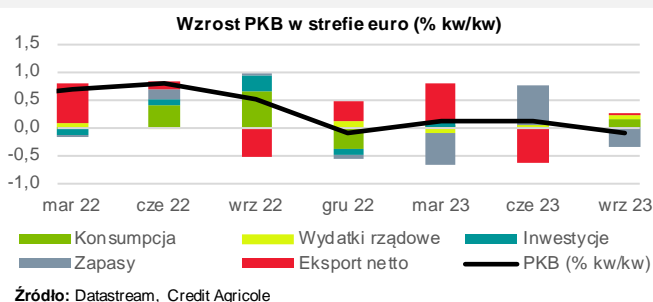
i służbie zdrowia (+99,0 tys.), sektorze rządowym (+49,0 tys.) oraz w turystyce i rekreacji (+40,0 tys.). Z kolei do największych spadków zatrudnienia doszło w handlu detalicznym (-38,4 tys.), usługach profesjonalnych i biznesowych (-9,0 tys.) oraz w transporcie i magazynowaniu (-5,0 tys.). Stopa bezrobocia w listopadzie spadła do 3,7% wobec 3,9% w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (3,9%). Z kolei współczynnik aktywności zawodowej wzrósł nieznacznie w listopadzie do 62,8% wobec 62,7% w październiku. Jednocześnie dynamika wynagrodzenia godzinowego nie zmieniła się w listopadzie względem października i wyniosła 4,0% r/r, pozostając tym samym na najniższym poziomie od czerwca 2021 r. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla sektora usług zwiększył się w listopadzie do 52,7 pkt. wobec 51,8 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (52,0 pkt.). Do wzrostu indeksu przyczyniły się wyższe wkłady jego składowych dla aktywności biznesowej, zatrudnienia i czasu dostaw, podczas gdy składowa dla nowych zamówień nie zmieniła się. Składowa dla cen dóbr pośrednich nadal kształtuje się znacząco powyżej granicy 50 pkt., co odzwierciedla utrzymującą się silną presję inflacyjną w amerykańskim sektorze usług. Z kolei wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w grudniu do 69,4 pkt. wobec 61,3 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (62,0 pkt.). Silny wzrost indeksu wynikał z wyraźnego zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Co więcej, znacząco obniżyła się podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku (3,1% r/r w grudniu wobec 4,5%



w listopadzie – najniższy poziom od marca 2021 r.), co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych zmniejszają się. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA obniży się w IV kw. 2023 r. do 0,8% wobec 5,2% w III kw., a w I kw. i II kw. 2024 r. wyniesie odpowiednio 0,2% i 0,7%.

- ✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w październiku do -0,4% m/m wobec -1,3% we wrześniu, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (0,5%). W kierunku zwiększenia tempa wzrostu produkcji przemysłowej oddziaływała jej wyższa dynamika w energetyce i w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miało jej obniżenie w budownictwie. Na szczególną uwagę zasługuje dalszy spadek produkcji w branżach energochłonnych, która osiągnęła w październiku najniższy poziom od stycznia 2015 r. Wśród branż energochłonnych do istotnego zmniejszenia aktywności doszło w sektorze chemicznym (-2,0% m/m) oraz koksowniczym i petrochemicznym (-5,1%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w przetwórstwie, których dynamika zmniejszyła się w październiku do -3,7% m/m wobec +0,7% we wrześniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,0%). Silny spadek zamówień w ujęciu miesięcznym w październiku wynikał głównie z efektów wysokiej bazy z poprzedniego miesiąca w kategoriach „maszyny i urządzenia” oraz „produkcja pozostałych wyrobów metalowych”, gdzie zamówienia we wrześniu wzrosły odpowiednio o 9,8% m/m i 8,4%. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech obniży się w IV kw. do -0,2% wobec -0,1% w III kw.

- ✓ **Zgodnie z finalnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w III kw. do -0,1% wobec 0,1% w II kw. (0,0% r/r w III kw. wobec 0,5% w II kw.), kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem.** Na spadek kwartalnej dynamiki PKB złożył się niższy wkład zapasów, wyższe wkłady eksportu netto, konsumpcji prywatnej i wydatków rządowych oraz stabilizacja wkładu inwestycji.



Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. była konsumpcja, podczas gdy w II kw. był to przyrost zapasów. Prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty zwiększy się do 0,0% k/k w IV kw. br.

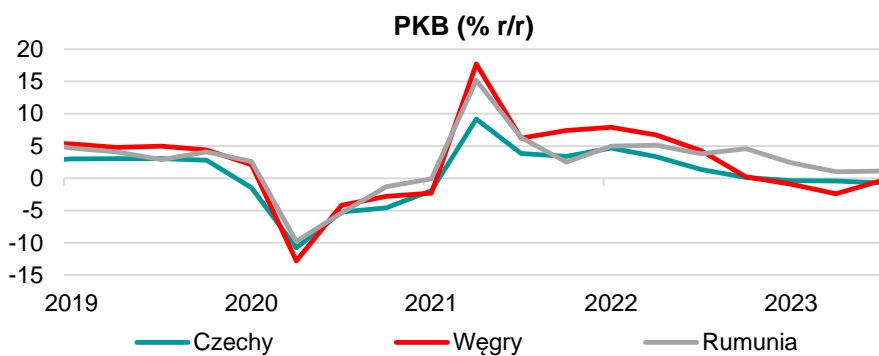
- ✓ **Saldo bilansu handlowego w Chinach wzrosło w listopadzie do 68,4 mld USD wobec 56,5 mld USD w październiku, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (58,0 mld USD).** Dynamika eksportu wzrosła w listopadzie do 0,5% r/r wobec -6,4% w październiku, a dynamika importu spadła do -0,6% w listopadzie wobec 3,0% w październiku, kształtując się odpowiednio powyżej i poniżej oczekiwań rynku (-1,1% i 3,3%). Tym samym chiński eksport odnotował pierwszy wzrost w ujęciu rocznym od kwietnia br. Uważamy, że perspektywy chińskiego eksportu, mimo odnotowanego w listopadzie wzrostu, pozostają niekorzystne ze względu na spowolnienie aktywności gospodarczej wśród głównych partnerów handlowych Chin. Spadek importu świadczy natomiast o utrzymującym się osłabieniu popytu wewnętrznego. W długim okresie obroty w chińskim handlu zagranicznym ograniczane będą przez proces przenoszenia produkcji z Chin na inne rynki ze względu na czynniki geopolityczne. Ubiegłotygodniowe dane z Chin nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach przyspieszy w 2023 r. do 5,1% wobec 3,0% w 2022 r.

Prognozy makroekonomiczne dla krajów EŚW-3

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Czechy	2,4	-0,2	2,1	15,0	10,8	2,7
Węgry	4,6	-0,5	2,3	14,6	17,7	4,8
Rumunia	4,8	1,5	3,5	13,8	10,5	5,3

Źródło: Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2023-2024 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Tendencje w zakresie kształtowania się tempa wzrostu gospodarczego w Czechach i na Węgrzech w 2023 r. wyglądały podobnie. Dynamiki PKB kształtowały się na ujemnym poziomie w tych krajach w okresie I-III kw. ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy sprzed roku, pogorszenie koniunktury w Niemczech i strefie euro, wygasanie odłożonego popytu, wysoką inflacją ograniczającą siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych oraz transmisję podwyżek stóp procentowych realizowanych w ostatnich latach na realną sferę gospodarki. Czynniki te wpływały również negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego w Rumunii. Niemniej jednak z uwagi na silną podwyżkę płacy minimalnej oraz utrzymujący się solidny wzrost inwestycji (podwyższona absorpcja środków unijnych przed końcem wieloletniej perspektywy finansowej), dynamika PKB w tym kraju utrzymywała się wyraźnie powyżej zera.

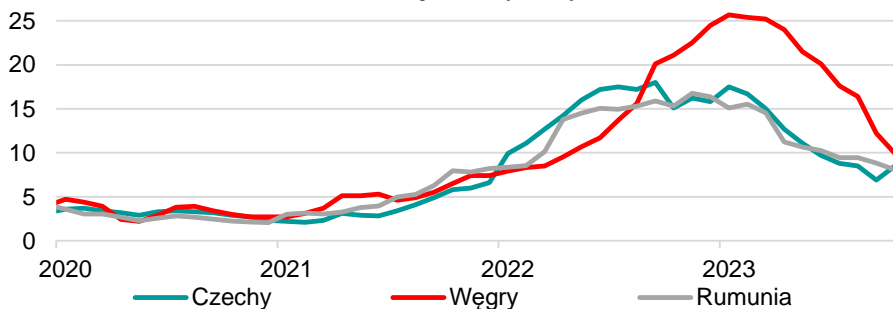


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Oczekujemy, że wzrost PKB we wszystkich krajach regionu umiarkowanie przyspieszy począwszy od IV kw. br. Głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy będzie spadająca inflacja (patrz poniżej), zwiększająca realną siłę nabywczą gospodarstw domowych i ich konsumpcję. Stopy oszczędności gospodarstw domowych w krajach EŚW-3 kształtowały się na podwyższonych poziomach w ostatnich kwartałach (w szczególności w Czechach). Akumulacja oszczędności była wspierana przez motyw ostrożnościowy, jak również wysokie stopy procentowe. Łagodzenie polityki pieniężnej, jak również poprawa nastrojów będą czynnikami wspierającymi spadek stóp oszczędności, dodatkowo podbijając wzrost spożycia prywatnego w 2024 r.

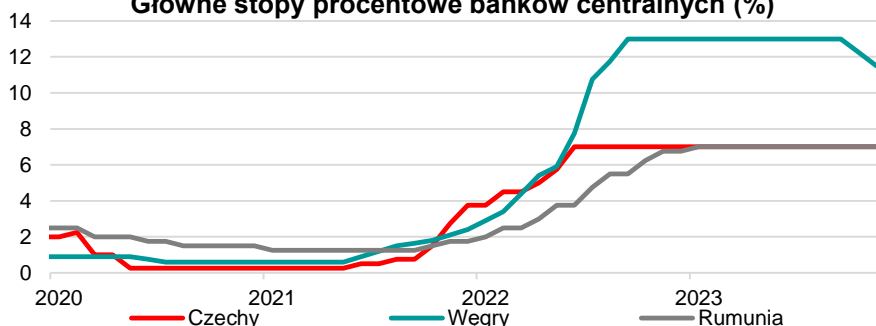
W 2024 r., wraz z oczekiwanym przez nas (opóźnionym) ożywieniem w strefie euro i światowym handlu, prognozujemy, że tempo wzrostu PKB umiarkowanie przyspieszy w krajach EŚW-3. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w 2024 r. będą efekty niskiej bazy z 2023 r. Czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia w 2024 r. będą oczekiwane przez nas tendencje w inwestycjach publicznych. Biorąc pod uwagę cykl absorpcji środków unijnych (pauza pomiędzy dwiema siedmioletnimi perspektywami finansowymi) dynamika publicznych nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie obniży

się w 2024 r. W Rumunii i Czechach ten czynnik będzie częściowo łagodzony przez realizację projektów w ramach tzw. Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności (odpowiednik polskiego KPO). W przypadku Węgier dominująca część środków w ramach tego projektu jest wciąż zablokowana przez Komisję Europejską i ten stan rzeczy prawdopodobnie nie zmieni się w kolejnych miesiącach. Czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu w krajach regionu w 2024 r. będzie również oczekiwane zacieśnienie polityki fiskalnej. W przypadku Węgier i Czech jego skala będzie jednak większa niż w Rumunii (przede wszystkim z uwagi na planowane znaczące podwyżki emerytur w roku wyborczym). Podsumowując zarysowane powyżej tendencje prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w Czechach wyniesie 2,1% w 2024 r. wobec w -0,2% w 2023 r., na Węgrzech 2,3% wobec -0,5% i 3,5% wobec 1,5% w Rumunii.

Inflacja CPI (% r/r)


Źródło: Datastream, Credit Agricole

Nasz scenariusz inflacyjny dla krajów EŚW-3 nie uległ istotnym zmianom względem poprzedniej prognozy. Perspektywy inflacyjne wyglądają podobnie we wszystkich krajach regionu. Szczyty inflacji zostały osiągnięte w nich na przełomie lat 2022 i 2023 a następnie dynamika cen stopniowo się obniżała. Oczekujemy kontynuowania tendencji dezinflacyjnych w kolejnych kwartałach w związku z oddziaływaniem efektów wysokiej bazy, wygasaniem zakłóceń w łańcuchach dostaw i spadkiem presji kosztowej. Pod tym względem szczególnie optymistycznie wygląda sytuacja w Czechach. Z początkiem 2024 r. wygasną efekty niskiej bazy związane z działaniami osłonowymi w zakresie cen nośników energii wprowadzonymi w IV kw. 2022 r., co przyczyni się do znaczącego spadku inflacji ogółem. Rząd czeski uchwalił wówczas czasowe dopłaty dla gospodarstw domowych (na okres październik-grudzień 2022 r.), które w statystykach inflacyjnych zostały uwzględnione jako przejściowy spadek cen energii elektrycznej. Prognozujemy, że ukształtuje się ona poniżej 3% r/r w I kw., a tym samym będzie wyraźnie niższa niż w pozostałych krajach regionu, w tym w Polsce. Prognozujemy, że średnioroczna inflacja w 2024 r. wyniesie 2,7% w Czechach, 4,8% na Węgrzech i 5,3% w Rumunii.

Główne stopy procentowe banków centralnych (%)


Źródło: Datastream, Credit Agricole

Pomimo korzystnych perspektyw inflacyjnych, cykl łagodzenia polityki pieniężnej jeszcze nie rozpoczął się w Czechach, jednak pierwsza obniżka stóp procentowych (o 25pb) nastąpi zapewne już na posiedzeniu w grudniu. Głównym argumentem w ocenie zarządu Czeskiego Banku Narodowego (CNB) przeciwko przedwczesnym obniżkom stóp procentowych były

oczekiwane kształtowanie się inflacji bazowej powyżej celu inflacyjnego w 2024 r. Dodatkowo, część członków zarządu obawiała się odnotowania oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w warunkach wzrostu inflacji w IV kw. br. (spowodowanego wspomnianymi wyżej efektami niskiej bazy w zakresie kształtowania się cen nośników energii) i jednoczesnego łagodzenia polityki pieniężnej. Uważamy, że z uwagi na spadkową trajektorię inflacji stopy procentowe zostaną obniżone łącznie o 200pb w 2024 r. Zawężający się dysparytet stóp procentowych pomiędzy Czechami i strefą euro będzie czynnikiem negatywnym dla kształtowania się kursu korony w kolejnych kwartałach. Niemniej jednak, z uwagi na oczekiwaną przez nas poprawę koniunktury w Niemczech, oddziałującą w kierunku ożywienia

czeskiego eksportu oczekujemy umiarkowanej aprecjacji korony czeskiej względem euro w horyzoncie naszej prognozy. Prognozujemy, że kurs EURCZK wyniesie 23,9 na koniec 2024 r.

Oczekujemy, że inflacja na Węgrzech i w Rumunii znajdzie się w dopuszczalnym przedziale odchyień od celu inflacyjnego dopiero w 2025 r., co będzie uzasadniało ostrożność w zakresie podejmowania decyzji w polityce pieniężnej w tych krajach. Narodowy Bank Rumunii (NBR) w ostatnich miesiącach wielokrotnie podkreślał utrzymującą się niepewność dotyczącą perspektyw makroekonomicznych i utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie (7,00%). Bank centralny zaznaczał tylko, że w podczas podejmowania swoich decyzji kieruje się zamiarem trwałego doprowadzenia rocznej stopy inflacji do celu między innymi poprzez zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w średnim okresie, w sposób prowadzący do osiągnięcia trwałego wzrostu gospodarczego. NBR podkreślał również wielokrotnie, że dla jego decyzji istotne są także perspektywy polityki pieniężnej EBC i Fed, a także stanowisko innych banków centralnych w regionie. Biorąc pod uwagę fakt, że prognozowana przez NBR inflacja znajdzie się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (tj. 3,5%) dopiero w III kw. 2025 r. uważamy, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej w Rumunii zostanie rozpoczęty dopiero w I kw. 2024 r. i stopy zostaną obniżone łącznie o 125pb w przyszłym roku. Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie relatywnie stabilny w okolicach poziomu 4,92 do końca 2024 r.

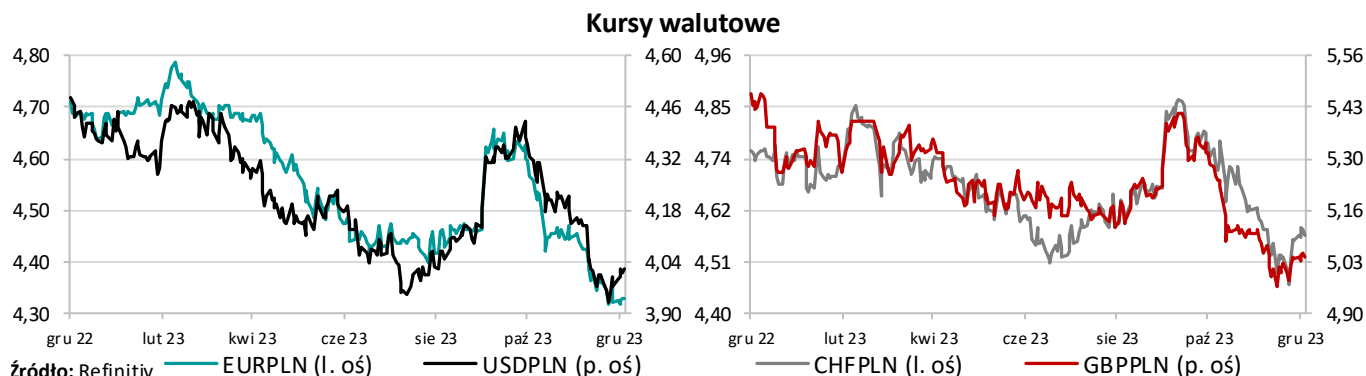
	Stopy referencyjne banków centralnych (%)							
	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24
Czechy	7,00	7,00	7,00	6,75	6,25	5,75	5,25	4,75
Węgry	13,00	13,00	13,00	11,00	9,50	8,00	7,00	6,00
Rumunia	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,50	6,25	5,75

	Kursy walutowe							
	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24
EURCZK	23,5	23,8	24,4	24,3	24,2	24,1	24,0	23,9
EURHUF	379	371	388	375	373	371	370	368
EURRON	4,95	4,95	4,97	4,95	4,92	4,92	4,92	4,92

Źródło: Credit Agricole

W ostatnich miesiącach Narodowy Bank Węgier (MNB) kontynuował cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Bazowa stopa procentowa została obniżona o 75pb w październiku i listopadzie. Wcześniej polityka pieniężna była łagodzona poprzez obniżki stopy jednodniowego depozytu w tempie 100pb miesięcznie, która wówczas odgrywała rolę głównej stopy procentowej. Oczekujemy, że bazowa stopa procentowa zostanie obniżona o 50pb w grudniu, a tym samym wyniesie 11,00% na koniec br. Przedstawiciele MNB wielokrotnie sygnalizowali, że obecnie uzasadnione jest ostrożne podejście do decyzji w polityce pieniężnej oraz podkreślali ryzyko, że procesy dezinflacyjne mogą materializować się wolniej od oczekiwań. W związku z tym oczekujemy utrzymania tempa (50pb) obniżek stóp procentowych w 2024 r. W rezultacie zakładamy, że bazowa stopa procentowa wyniesie 6,00% na koniec przyszłego roku. Pewne ryzyko dla naszego scenariusza stanowi publikacja wyników najnowszej projekcji inflacyjnej MNB w grudniu. Spowolnienie tempa łagodzenia polityki pieniężnej powinno stanowić wsparcie dla kursu forinta w krótkim okresie. Niemniej jednak, z uwagi na trwający spór na linii Węgry-UE, oczekujemy tylko ograniczonej skali umocnienia forinta z zasięgiem 368 na koniec 2024 r. Węgry wciąż nie wprowadziły wymaganych przez Komisję Europejską reform w zakresie praworządności oraz grożą zablokowaniem prac nad budżetem unijnym, nie zgadzając się na przeznaczenie środków pomocowych dla Ukrainy. Główną konsekwencją sporu jest blokowanie Węgom wypłaty dominującej części środków unijnych (zarówno w ramach siedmioletniej perspektywy finansowej, jak również w ramach Funduszu Odbudowy), co jest niekorzystnie postrzegane przez inwestorów.

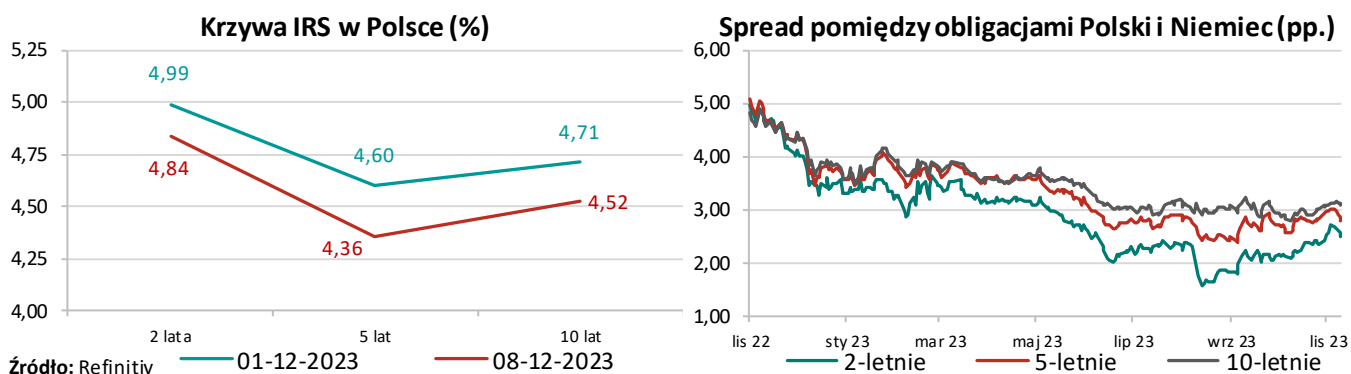
Posiedzenia Fed i EBC mogą zwiększyć zmienność na rynkach



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3292 (osłabienie złotego o 0,2%). W ubiegłym tygodniu kurs złotego charakteryzował się ograniczoną zmiennością, czemu sprzyjał ubogi kalendarz wydarzeń makroekonomicznych. Z wyraźnym trendem spadkowym mieliśmy do czynienia natomiast w przypadku kursu EURUSD, co było kontynuacją tendencji obserwowanych w poprzednich tygodniach. Osłabieniu dolara względem euro sprzyja wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych. Opublikowane w piątek dane z amerykańskiego rynku pracy nie miały istotnego wpływu na rynek walutowy.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą posiedzenia Fed (środa) oraz EBC (czwartek), które mogą przyczynić się do wzrostu zmienności na rynku walutowym. W naszej ocenie przewidziane na ten tydzień publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Nasilenie oczekiwań na obniżki stóp procentowych



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,84 (spadek o 15pb), 5-letnie do 4,36 (spadek o 24pb), a 10-letnie do 4,52 (spadek o 19pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego spadku stawek IRS na całej długości krzywej, co było kontynuacją trendu sprzed dwóch tygodni. Stawki IRS obniżyły się w ślad za rynkami bazowymi, gdzie w kierunku zmniejszenia rentowności obligacji oddziałują rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą posiedzenia głównych banków centralnych: Fed (środa) oraz EBC (czwartek). Uważamy, że mogą one sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Naszym zdaniem zaplanowane na ten tydzień publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kw 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,36
Kurs USDPLN*	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	4,04
Kurs CHFPLN*	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,45
Inflacja CPI (r/r, %)	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,3	1,7	-2,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,1	-4,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	10,1	9,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,2	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-748	-1722	2246	1467	1372	-330	491	1049	-62	-299	394	575		
Eksport (r/r, % EUR)	22,0	11,6	19,2	14,8	16,1	1,5	3,8	3,5	0,2	-2,3	-4,3	1,2		
Import (r/r, % EUR)	19,4	14,6	10,4	-1,6	3,3	-9,8	-5,3	-6,0	-7,3	-11,9	-14,8	-8,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2023				2024				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,9	2,3	2,6	2,9	3,3	5,3	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	-2,0	-2,8	0,8	2,3	2,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-0,4	3,1	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	7,2	7,3	5,3	1,9	2,6	2,0	4,9	7,9	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	-11,0	2,3	3,9	5,0	4,3	4,5	6,7	-2,1	4,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	-20,3	3,7	4,6	5,6	6,0	5,5	6,8	-6,6	5,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,5	1,2	1,5	1,7	1,9	1,8	2,9	-0,2	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,2	1,6	0,7	0,3	0,5	0,5	0,8	1,3	0,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	5,9	-0,8	-0,1	0,0	-0,5	-0,6	0,2	2,7	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,1	0,6	0,8	1,0	0,5	-0,3	-1,0	-2,4	0,8	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,1	5,0	5,1	5,2	4,9	4,8	5,0	5,2	5,1	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,5	1,1	1,4	0,7	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	0,6	1,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,3	13,8	11,0	9,9	9,5	8,6	8,8	9,0	12,1	12,2	9,0	
Inflacja CPI (%)*	17,0	13,1	9,7	6,4	5,5	4,6	5,2	5,3	14,3	11,6	5,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	6,89	6,90	5,77	5,88	5,88	5,88	5,76	5,63	7,02	5,88	5,63	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	6,75	5,75	5,50	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,36	4,42	4,40	4,38	4,36	4,69	4,36	4,36	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	4,04	4,06	4,04	4,09	4,15	4,38	4,04	4,15	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
Wtorek 12.12.2023 r.					
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Grudzień	9,8	8,8
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,0	0,1 0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,2	0,0 0,3
Środa 13.12.2023 r.					
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-1,1	-0,3
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	5,50	5,50 5,50
Czwartek 14.12.2023 r.					
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	1,75	
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	5,25	5,25
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Październik	394	575 1792
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	4,50	4,50 4,50
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	-0,1	-0,1 -0,1
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Październik	0,4	0,0
Piątek 15.12.2023 r.					
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	7,6	12,0 12,5
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	2,9	3,0 3,0
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	4,6	6,0 5,6
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	42,6	43,3
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	6,6	6,5 6,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	48,7	49,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	44,2	44,5
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	47,6	48,0
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	III kw.	4,6	
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	9,1	2,0
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Listopad	78,9	79,1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	-0,6	0,5 0,3
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	49,4	49,1

* 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

krzysztian.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.