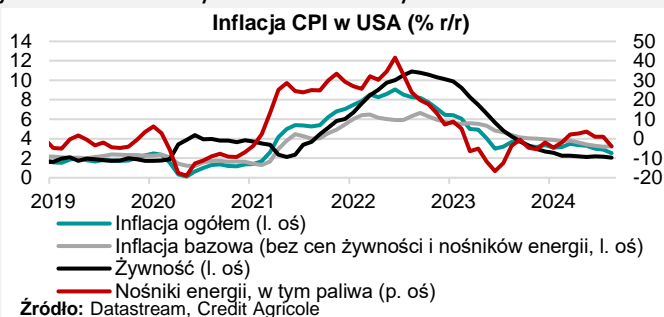


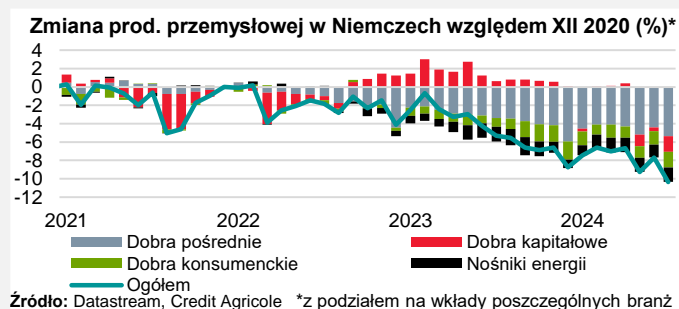
W tym tygodniu

W środę opublikowane zostaną **Minutes** z wrześniowego posiedzenia FOMC. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell zakomunikował, że większa od oczekiwanej wrześniowa obniżka nie powinna być traktowana jako wyznacznik nowego tempa łagodzenia polityki monetarnej. *Minutes* najprawdopodobniej dostarczą istotnych informacji w kontekście różnic w poglądach członków Fed w zakresie właściwego tempa obniżek stóp procentowych. Sygnalizowana w projekcji FOMC dalsza skala łagodzenia polityki pieniężnej w br. wynosi 50pb. Jednocześnie dziewięciu członków FOMC (tj. blisko połowa) uważa, że skala łagodzenia powinna być mniejsza niż 50pb, z kolei jeden opowiada się za większymi obniżkami w br. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o dalsze 50pb w br. (o 25pb w listopadzie i o 25pb w grudniu). Naszym zdaniem publikacja *Minutes* FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Naszym zdaniem inflacja CPI zmniejszyła się we wrześniu do 2,3% r/r wobec 2,5% w sierpniu, przy jednoczesnej stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 3,2% r/r. Dane zasygnalizują zatem powolne osłabianie się presji inflacyjnej w USA. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (70,5 pkt. w październiku wobec 70,1 pkt. we wrześniu) wskaże na niewielką poprawę nastrojów gospodarstw domowych w związku z obniżającą się inflacją. Dane z USA będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.



W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z gospodarki Niemiec. We wtorek poznamy dane o produkcji przemysłowej w Niemczech. Zgodnie z konsensusem rynkowym, miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w sierpniu wzrosła do 0,5% wobec -2,4% w lipcu. W środę poznamy dane o handlu zagranicznym Niemiec. Zgodnie z konsensusem rynkowym, bilans handlowy zwiększył się w sierpniu do 18,9 mld euro wobec 16,8 mld euro w lipcu. Z kolei dzisiaj rano opublikowane zostały dane dotyczące zamówień w przemyśle, które obniżyły się w sierpniu o 5,8% m/m wobec wzrostu o 3,9% w lipcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-2,0%). Ich silny spadek w istotnym stopniu wynikał z efektów bazy związanych z dużymi zamówieniami w kategorii „pozostały sprzęt transportowy” w poprzednim miesiącu. Po wyłączeniu dużych zamówień zamówienia ogółem obniżyły się o 3,4%, co zgodnie z komunikatem odzwierciedla dalszy spadek popytu wewnętrznego i zewnętrznego w niemieckim przetwórstwie. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

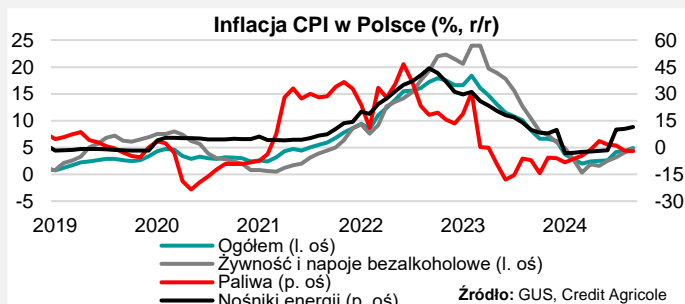


W zeszłym tygodniu

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. Rada powtórzyła swoją ocenę, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej presji inflacyjnej (por. MAKROpuls z 02.10.2024). Utrzymany został również zapis, zgodnie z którym obecny poziom stóp procentowych sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. W komunikacie powtórzono ocenę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych, który zależy będzie od napływających informacji nt. perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. W ubiegłym tygodniu miała także miejsce zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego, który dał do zrozumienia, że pierwsza obniżka stóp procentowych mogłaby nastąpić już II kw. 2025 r., o ile wyniki marcowej projekcji inflacji wskażą na perspektywę jej spadku w kolejnych kwartałach. Jednocześnie złagodził on swoje stanowisko mówiąc, że byłby to początek cyklu obniżek, podczas gdy na konferencji miesiąc temu podkreślał, że pierwsza obniżka nie musi oznaczać rozpoczęcia cyklu cięć. Oceniamy, że prawdopodobieństwo, iż w RPP znajdzie się większość za obniżką stóp procentowych w II kw. 2025 r. jest niskie. Oczekujemy, że wraz z coraz silniejszym ożywieniem gospodarczym, utrzymywaniem się napięć na rynku pracy i inflacją kształtującą się na poziomie zbliżonym do 5%, warunki makroekonomiczne nie będą wystarczającym argumentem dla RPP do obniżenia stóp procentowych w II kw. 2025 r. W związku z tym podtrzymujemy naszą prognozę, że RPP rozpocznie łagodzenie polityki pieniężnej w III kw. 2025 r., kiedy inflacja spadnie poniżej 4%, głównie w wyniku efektów wysokiej bazy. Niemniej jednak dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy stóp NBP związane z rosnącym prawdopodobieństwem szybszego luzowania polityki pieniężnej przez EBC w nadchodzących kwartałach.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się we wrześniu do 4,9% r/r wobec 4,3% w sierpniu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i lekko powyżej naszej prognozy (4,8%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w

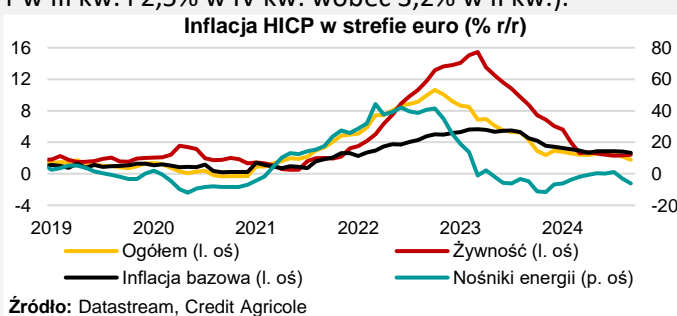


kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji był wzrost inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się do 4,3% r/r wobec 3,7%, co w dużej mierze wynikało z efektów niskiej bazy. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,4% m/m, czyli powyżej swojego wzorca sezonowego (ok. 0,1% we wrześniu). W naszej ocenie wskazuje to, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje umiarkowanie silna. Do wzrostu inflacji przyczyniła się również wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (4,7% r/r we wrześniu wobec 4,1% w sierpniu), powiązana ze słabymi zbiorami owoców i warzyw w tym roku. W kierunku wyższej inflacji oddziaływał również wzrost dynamiki cen nośników energii (11,4% r/r we wrześniu wobec 10,4% w sierpniu, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen paliw (-2,0% wobec -1,7%). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja kształtować się będzie blisko poziomu 5%, a jej wyraźny spadek nastąpi dopiero w II poł. 2025 r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2024 r. inflacja średniorocznie wyniesie 3,7% wobec 11,6% w 2023 r., a w 2025 r. wzrośnie do 4,3% (patrz poniżej).

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się we wrześniu do 48,6 pkt. wobec 47,8 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (47,3 pkt.) i naszej prognozy (47,6 pkt.). Niemniej, mimo odnotowanego we wrześniu wzrostu indeks już od 29 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zapasów i czasu

dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługuje odnotowany we wrześniu wzrost składowej dla nowych zamówień, która choć nadal pozostaje poniżej granicy 50 pkt. to osiągnęła najwyższą wartość od listopada 2023 r. Wolniejszemu spadkowi nowych zamówień towarzyszył również wolniejszy spadek nowych zamówień eksportowych. Stanowi to duże zaskoczenie w świetle wstępnych indeksów PMI dla przetwórstwa w strefie euro, w tym Niemczech, które wskazały na silne pogorszenie koniunktury we wrześniu (por. MAKROmapa z 30.10.2024). Obserwowane w ostatnim czasie rozbieżne tendencje w koniunkturze pomiędzy Polską a strefą euro są w naszej ocenie przejściowe i w najbliższych miesiącach dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo nasilenia tendencji spadkowych w Polsce (por. MAKROpuls z 01.10.2024). Wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek indeksu dla produkcji oczekiwanej w horyzoncie 12 do najniższego poziomu od sierpnia 2023 r. Średnia wartość indeksu PMI w III kw. wyniosła 47,9 pkt. wobec 45,3 pkt. w II kw. Dane stanowią wsparcie dla naszego zrewidowanego w górę scenariusza wzrostu gospodarczego w II poł. 2024 r. (2,7% r/r w III kw. i 2,5% w IV kw. wobec 3,2% w II kw.).

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro spadła we wrześniu do 1,8% r/r wobec 2,2% w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (1,9%) i powyżej naszej prognozy (1,7%). Do zmniejszenia inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen nośników energii (-6,0% r/r we wrześniu wobec -3,0%



w sierpniu) oraz spadek inflacji bazowej (2,7% wobec 2,8%), podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost dynamiki cen żywności (2,4% wobec 2,3%). W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się wysoka dynamika cen usług oraz wyraźnie niższe tempo wzrostu cen towarów. Spadkowi dynamiki cen towarów w strefie euro sprzyjają obniżające się koszty transportu morskiego, niższe ceny surowców oraz spadające ceny towarów importowanych z Chin. Oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą stopniowy spadek inflacji bazowej. Spadek ten będzie jednak bardzo powolny i zmniejszy się ona do poziomu ok. 2% dopiero w II poł. 2025 r. Taka ścieżka inflacji jest spójna z naszym scenariuszem, zgodnie z którym EBC będzie co kwartał obniżał stopy procentowe o 25pb, aż do osiągnięcia stopy depozytowej na poziomie 2,50% (III kw. 2025 r.).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się we wrześniu o 254 tys. wobec wzrostu o 159 tys. w sierpniu (rewizja w górę z 142 tys.) i ukształtowało się znacząco powyżej oczekiwań rynku (135 tys.) i naszej prognozy (145 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+81,0 tys.), w turystyce i rekreacji (+78,0 tys.) oraz w sektorze rządowym (+31,0 tys.). Z kolei do spadku zatrudnienia doszło w transporcie i gospodarce magazynowej (-8,6 tys.) oraz w przetwórstwie (-7,0 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się we wrześniu do 4,1% wobec 4,2% w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań równych naszej prognozie (4,2%). Pomimo odnotowanego we wrześniu spadku, stopa bezrobocia w USA od 4 miesięcy kształtuje się powyżej stopy bezrobocia naturalnego, szacowanej przez Fed na poziomie 4,0%. Współczynnik aktywności zawodowej nie zmienił się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniósł 62,7%, a tym samym nadal pozostaje on poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (63,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego zwiększyła się we wrześniu do 4,0% r/r wobec 3,9% w sierpniu (rewizja w górę z 3,8%). W naszej ocenie wskazuje to, że presja płacowa w amerykańskiej gospodarce pozostaje na podwyższonym poziomie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na stabilizację nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który nie zmienił się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniósł 47,2 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (47,5 pkt.). Złożyły się na to wyższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji i czasu dostaw) oraz niższe wkłady dla zatrudnienia i zapasów. Z kolei indeks ISM dla usług wzrósł we wrześniu do 54,9 pkt. wobec 51,5 pkt. w sierpniu, kształtując

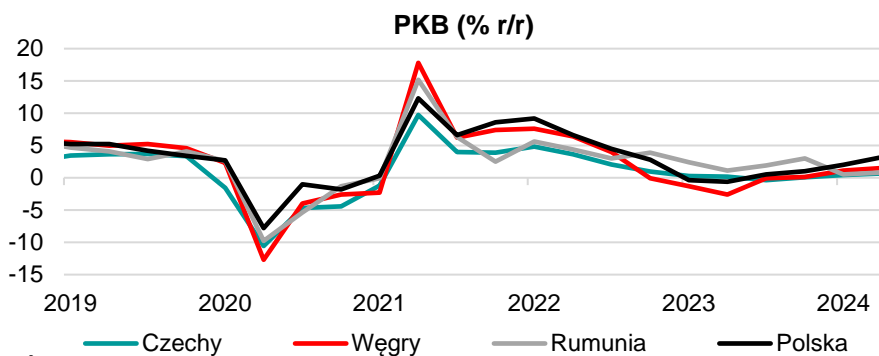
się powyżej oczekiwań rynku (51,5 pkt.). W kierunku zwiększenia indeksu oddziaływały wyższe wkłady 3 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, nowych zamówień i czasu dostaw), a przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane wskazują, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy pozostaje dobra, co w połączeniu z różnicami zdań pomiędzy członkami Fed (patrz powyżej) stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Fed obniży stopy procentowe jeszcze o 50pb w br. (25pb w listopadzie i 25pb w grudniu).

Prognozy dla krajów EŚW-4

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Czechy	-0,3	1,0	2,6	10,8	2,2	2,1
Węgry	-0,9	2,3	3,4	17,6	3,7	3,5
Rumunia	2,1	2,8	3,5	10,5	5,4	3,9
Polska	0,2	2,6	3,5	11,6	3,7	4,3

Źródło: Credit Agricole

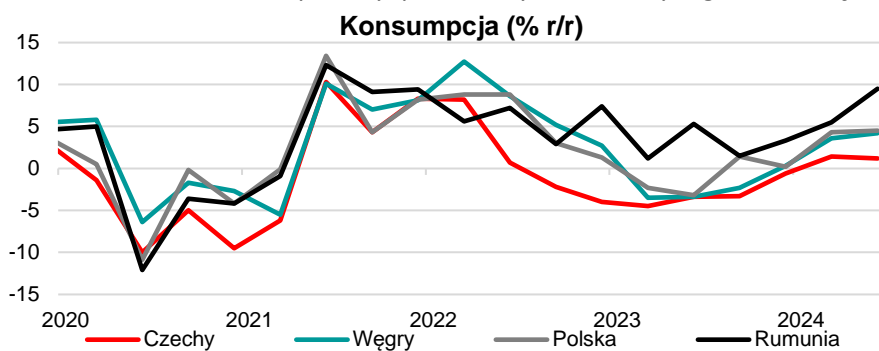
Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2024-2025 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier, Rumunii i Polski (dalej: kraje EŚW-4).



Źródło: Datastream, Credit Agricole

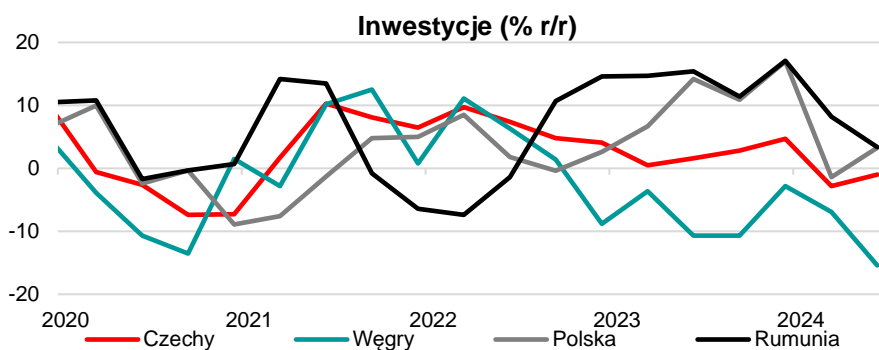
Skala ożywienia obserwowanego w II kw. była zróżnicowana w ramach krajów regionu. W Czechach i Rumunii wzrost gospodarczy był niższy (odpowiednio 0,6% i 0,8% r/r), podczas gdy na Węgrzech i w Polsce odnotowano szybszy wzrost PKB wynoszący odpowiednio 1,5% i 3,2%. W perspektywie 2024-2025 oczekujemy kilku wspólnych trendów dla krajów EŚW-4, zarówno w kontekście wzrostu PKB, jak i

tempa inflacji. Kluczowym czynnikiem napędzającym wzrost PKB we wszystkich czterech krajach będzie popyt wewnętrzny, szczególnie konsumpcja gospodarstw domowych. Oczekujemy, że wzrost realnych dochodów, wspierany przez silny wzrost wynagrodzeń, będzie oddziaływał w kierunku wzrostu siły nabywczej gospodarstw domowych, która wcześniej uległa osłabieniu przez wysoką inflację. Wspólnym wyzwaniem dla ożywienia gospodarczego wszystkich czterech gospodarek będzie słabość popytu zagranicznego. Oczekujemy tylko umiarkowanego ożywienia wzrostu gospodarczego w strefie euro (w ubiegłym tygodniu zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę wzrostu PKB



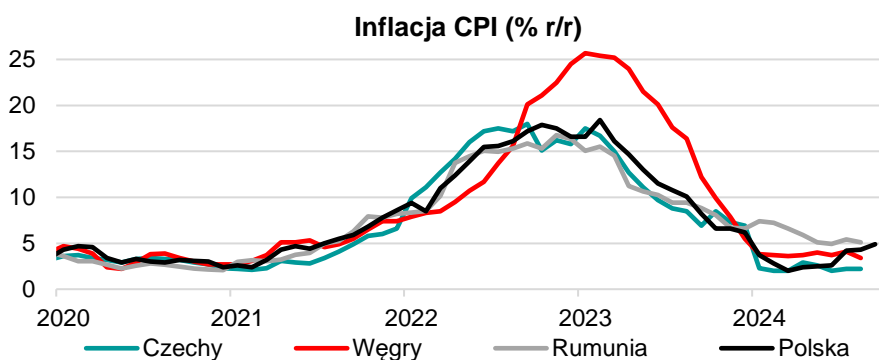
Źródło: Datastream, Credit Agricole

w II poł. br., por. MAKROmapa z 30.09.2025), co będzie ograniczało wkład eksportu do wzrostu gospodarczego. Zakładamy, że inwestycje, które kształtowały się na obniżonym poziomie w 2024 r., znacząco wzrosną w 2025 r., zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym. Inwestycje te będą wspierane przez absorbcję funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027 oraz



Źródło: Datastream, Credit Agricole

oczekiwane) łagodzenie polityki pieniężnej przez banki centralne wszystkich gospodarek. Czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy w Czechach będzie znaczące zacieśnienie polityki fiskalnej w br. W przyszłym roku polityka fiskalna będzie najprawdopodobniej miała neutralny lub lekko pozytywny (z uwagi na zbliżające się wybory) wpływ na wzrost gospodarczy. Podsumowując, prognozujemy, że dynamika PKB zwiększy się w Czechach z 1,0% r/r w 2024 r. do 2,6% r/r w 2025 r., na Węgrzech z 2,3% do 3,4%, w Rumunii z 2,8% do 3,5% i w Polsce z 2,6% do 3,5%. W przypadku Polski zrewidowaliśmy naszą prognozę na 2024 r. w górę (z 2,3%) uwzględniając napływające dane za III kw. W przypadku Rumunii oczekujemy obecnie, że po rozluźnieniu w 2024 r. polityka fiskalna będzie miała neutralny wpływ na wzrost gospodarczy w 2025 r. Niemniej jednak istotnym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego pozostaje sytuacja polityczna i możliwe zmiany w polityce fiskalnej po wyborach prezydenckich i parlamentarnych, zaplanowanych odpowiednio na listopad i grudzień br. Biorąc pod uwagę najnowsze sondaże, władzę po wyborach parlamentarnych najprawdopodobniej utrzyma dotychczasowa koalicja partii SDP i PNL. Każda partia planuje jednak wystawić osobnego kandydata w wyborach prezydenckich, co może oddziaływać w kierunku wzrostu ryzyka politycznego.



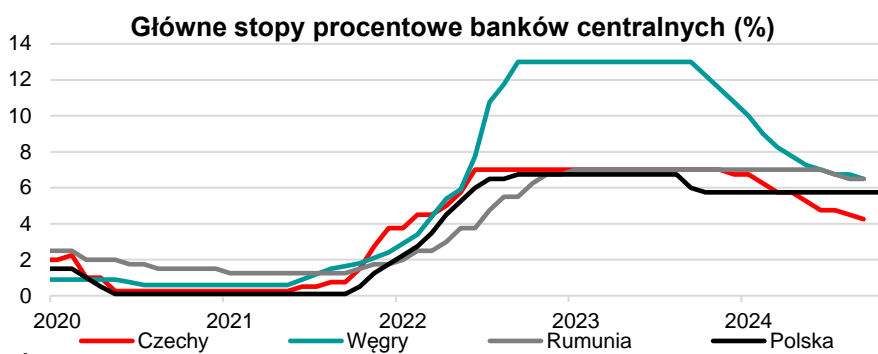
Źródło: Datastream, Credit Agricole

Czechach utrzyma się blisko 2% w latach 2024-2025. Prognozujemy, że inflacja ogólna wzrośnie tymczasowo pod koniec 2024 r. z powodu efektów niskiej bazy, ale spadnie z powrotem na początku 2025 r. Przewidujemy, że inflacja bazowa, która obecnie pozostaje nieco podwyższona z powodu presji cenowej w usługach, zacznie stopniowo maleć na przełomie 2024 r. i 2025 r. wraz ze spowolnieniem wzrostu płac i poprawą produktywności. Czynnikiem ryzyka w górę dla naszego scenariusza inflacyjnego pozostaje dynamiczny wzrost płac w Czechach. Prognozujemy, że inflacja w Czechach ukształtuje się na niższym poziomie niż w innych krajach regionu osiągając 2,2% r/r w br. i 2,1% w 2025 r. W takich warunkach oczekujemy, że CNB będzie kontynuować ostrożne łagodzenie polityki pieniężnej, co zostało zasygnalizowane przez niektórych przedstawicieli banku centralnego. Pomimo obniżających się nominalnych stóp procentowych, przewidujemy, że polityka monetarna będzie nadal stosunkowo restrykcyjna, gdyż realne stopy procentowe pozostaną dodatnie, co będzie ograniczać presję inflacyjną i nadmierną aktywność na rynku kredytowym. Zgodnie z komunikatami banku centralnego tempo dalszych obniżek stóp procentowych będzie zależęć od takich czynników jak kurs walutowy, wpływ polityki fiskalnej, sytuacja na rynku pracy oraz działania innych banków centralnych, zwłaszcza EBC. Zakładamy,

realizację projektów infrastrukturalnych w ramach Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności. Ponadto, prognozujemy, że popyt zewnętrzny zacznie się odbudowywać wraz z umiarkowanym ożywieniem w strefie euro w tym Niemczech. Dodatkowym wsparciem dla wzrostu gospodarczego w 2025 r. będzie dotychczas zrealizowane (i

W kontekście inflacji, we wszystkich czterech gospodarkach obserwujemy trend spadku dynamiki cen po ostrych wzrostach z lat 2022-2023. Spodziewamy się, że w każdej z tych gospodarek inflacja pozostanie relatywna stabilna, choć istnieje ryzyko krótkotrwałych skoków inflacyjnych. W naszej prognozie przewidujemy, że inflacja w

że 2-tygodniowa stopa repo zostanie obniżona do 4,00% na koniec 2024 r. i 3,00% na koniec 2025 r. W krótkim horyzoncie, podobnie jak w przypadku pozostałych krajów EŚW-4, oczekujemy, że podwyższona awersja do ryzyka powiązana z napięciami geopolitycznymi na Bliskim Wschodzie będzie oddziaływała w kierunku osłabienia kursu korony. Dlatego oczekujemy, że kurs EURCZK wyniesie 25,2 na koniec br. W dłuższym okresie oczekujemy umiarkowanej aprecjacji korony czeskiej z zasięgiem 24,5 względem euro na koniec 2025 r.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Inflacja na Węgrzech pozostaje kluczowym wyzwaniem dla Narodowego Banku Węgier (MNB). Po osiągnięciu szczytu w 2022 r., inflacja stopniowo spadała, osiągając poziom 3,4% w sierpniu 2024 r. Mimo tej poprawy, nadal obserwujemy presję inflacyjną wynikającą z rosnących cen usług. Inflacja bazowa, po stopniowym spadku w I poł. br., ponownie

osiągnęła poziom bliski 5% r/r w lipcu i sierpniu. Przewidujemy, że inflacja ogółem zakończy br. nieco powyżej 4%. W 2025 r. spodziewamy się nasilenia tendencji dezinflacyjnych, co pozwoli Węgrom zbliżyć się do celu inflacyjnego MNB. Prognozujemy, że średniorocznie inflacja wyniesie 3,7% r/r w br. i 3,5% w 2025 r. Głównym celem MNB pozostaje osiągnięcie i utrzymanie stabilności cen przy jednoczesnym wspieraniu stabilności finansowej. Podczas wrześniowego posiedzenia bank centralny obniżył stopę bazową o 25pb do poziomu 6,50%, co stanowiło kolejny ostrożny krok w kierunku dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Zgodnie z wypowiedzią wiceprezesa B. Viraga, decyzja o obniżce stóp była jednorodna i odzwierciedla poprawę perspektyw inflacyjnych. Jednak podkreślił on jednocześnie konieczność ostrożności, zaznaczając, że bank centralny „nie może ogłosić przedwczesnego zwycięstwa” nad inflacją. Wiceprezes wskazał również, że bank centralny może rozważyć „brak zmian lub niewielkie obniżki stóp” w nadchodzących miesiącach. Większa skala łagodzenia polityki pieniężnej została określona jako mało prawdopodobna, dopóki MNB nie uzyska większej jasności co do perspektyw sytuacji gospodarczej, zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym. Scenariusz zarysowany przez B. Viraga jest zgodny z naszymi oczekiwaniami. Uważamy, że MNB obniży stopę bazową jeszcze o 25pb do 6,25% w IV kw. br. Cykl łagodzenia będzie naszym zdaniem kontynuowany w 2025 r., gdy bank centralny będzie miał pewność, że inflacja osiąga cel inflacyjny w sposób trwały. Podwyższona awersja do ryzyka będzie w krótkiej perspektywie negatywna dla forinta. Tym samym oczekujemy, że kurs EURHUF wyniesie 393 na koniec br. Następnie będziemy obserwowali lekką aprecjację forinta z zasięgiem 384 względem euro odpowiednio na koniec 2025 r.

Inflacja w Rumunii stopniowo spadała w ostatnich miesiącach, osiągając 5,1% w sierpniu. Ten spadek inflacji był głównie efektem obniżki cen energii, zwłaszcza gazu ziemnego, oraz spowolnienia wzrostu cen żywności. Przewidujemy, że inflacja będzie dalej spadać przez resztę 2024 r. oraz w 2025 r., głównie za sprawą czynników dezinflacyjnych po stronie podaży, takich jak niższe ceny surowców oraz ostatnie zmiany legislacyjne w sektorze energetycznym (obniżka cen energii elektrycznej oraz możliwość utworzenia wspólnot energetycznych, co ma pozwolić na dodatkowe zmniejszenie kosztów). Prognozujemy, że inflacja w Rumunii wyniesie średniorocznie 5,4% w 2024 r., będąc jednocześnie najwyższą w regionie i obniży się do 3,9% w 2025 r. Narodowy Bank Rumunii (NBR) stopniowo obniżał stopę procentową w odpowiedzi na poprawiające się trendy inflacyjne. W sierpniu Zarząd banku centralnego zdecydował o obniżeniu stopy procentowej do 6,50% z 6,75%. Strategia NBR przewiduje ostrożne podejście do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, mające na celu zapewnienie stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Mimo obniżek stóp procentowych, NBR pozostaje czujny z powodu utrzymujących się czynników zewnętrznych oraz wyzwań

fiskalnych. Bank centralny podkreśla, że kluczowe dla utrzymania stabilności makroekonomicznej są działania zmierzające do konsolidacji fiskalnej oraz skuteczna absorpcja funduszy unijnych. Przewidujemy, że NBR będzie kontynuować ostrożne obniżki stóp procentowych w 2025 r., a ich tempo będzie zależało od skali spadku inflacji. Ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie relatywnie stabilny w okolicach poziomu 4,97-4,98 do końca 2025 r.

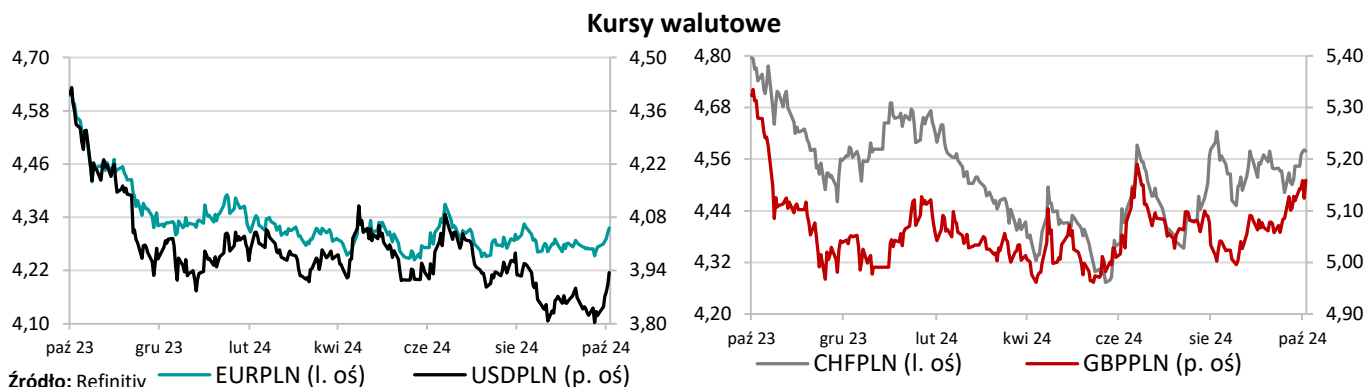
W przypadku Polski oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja kształtować się będzie blisko poziomu 5%, osiągając maksimum lokalne wynoszące 5,4% w marcu 2025 r. Jej wyraźny spadek nastąpi dopiero w II poł. 2025 r., do 3,4% na koniec roku. Uwzględniając napływające w ostatnim czasie dane, w tym spadki cen ropy zrewidowaliśmy naszą prognozę inflacji o 0,1 pkt. proc. w latach 2024-2025. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2024 r. inflacja średniorocznie wyniesie 3,7%, a w 2025 r. wzrośnie do 4,3%. Uważamy, że w warunkach inflacji utrzymującej się znacząco powyżej celu inflacyjnego skłonność RPP do obniżek stóp procentowych pozostanie ograniczona (patrz powyżej). Tym samym podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający pierwszą obniżkę stóp procentowych w III kw. 2025. Z uwagi na podwyższoną globalną awersję do ryzyka zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę kursu EURPLN do 4,28 na koniec br. i 4,22 na koniec 2025 r. (por. tabela).

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)							
	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25
Czechy	5,75	4,75	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00
Węgry	8,25	7,00	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25
Rumunia	7,00	7,00	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25
Polska	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25

	Kursy walutowe							
	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25
EURCZK	25,2	25,0	25,2	25,2	24,8	24,7	24,6	24,5
EURHUF	392	394	397	393	388	387	386	384
EURRON	4,97	4,97	4,97	4,98	4,97	4,97	4,97	4,97
EURPLN	4,29	4,30	4,28	4,28	4,25	4,24	4,23	4,22

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Sytuacja na Bliskim Wschodzie oddziałuje w kierunku osłabienia kursu złotego

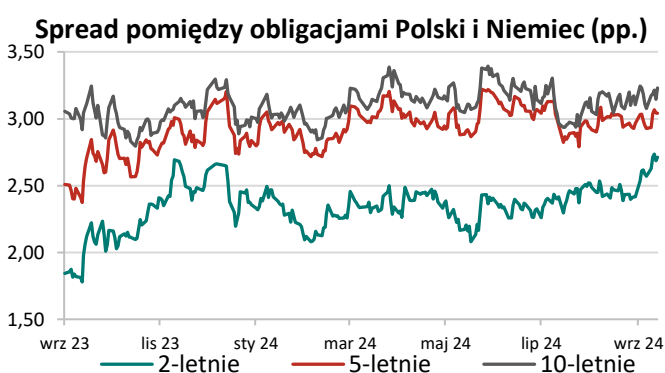
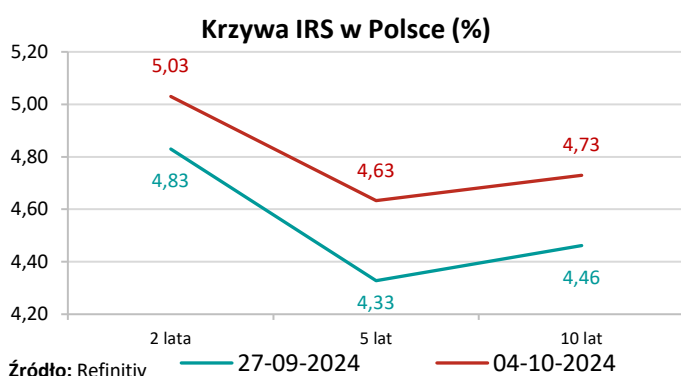


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3155 (osłabienie złotego o 0,9%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w trendzie wzrostowym w ślad za umocnieniem dolara względem euro. Spadek kursu EURUSD wynikał ze zwiększenia awersji do ryzyka z uwagi na wzrost napięcia na

Bliskim Wschodzie. Piątkowe lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do dalszego umocnienia dolara względem euro.

W tym tygodniu kluczowy dla inwestorów będzie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualny wzrost napięcia może oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. W centrum uwagi będzie również przewidziana na środę publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC, która może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą w naszej ocenie neutralne dla kursu polskiej waluty.

Wzrost stawek IRS mimo gołębiego wydźwięku konferencji prezesa NBP



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,03 (wzrost o 20pb), 5-letnie do 4,33 (wzrost o 30pb), a 10-letnie do 4,46 (wzrost o 27pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Zwiększeniu rentowności na rynkach bazowych sprzyjał wzrost napięcia na Bliskim Wschodzie, który zwiększył obawy części inwestorów o możliwy wzrost cen paliw, a w konsekwencji osłabił ich oczekiwania na obniżki stóp procentowych. W piątek dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych była publikacja wyraźnie lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy. W czwartek doszło do przejściowego spadku stawek IRS w Polsce w reakcji na gołębi wydźwięk konferencji prezesa NBP A. Głapińskiego.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do wzrostu stawek IRS. Istotna będzie również zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC, która może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,28
Kurs USDPLN*	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	3,84
Kurs CHFPLN*	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,55
Inflacja CPI (r/r, %)	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,8	4,8
Inflacja bazowa (r/r, %)	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,0	4,0
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,6	0,5	0,5
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,1	-5,7	-5,7
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	2,8	2,8
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,9	10,9
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0
Saldo ROB (mln EUR)	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	168	588	-1462	-1046	-1046	-1046
Eksport (r/r, %, EUR)	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-3,3	1,8	-8,5	6,5	-6,5	-6,0	4,6	-2,5	-2,5	-2,5
Import (r/r, %, EUR)	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-4,6	1,7	-7,6	7,0	-1,8	-0,2	10,5	1,6	1,6	1,6

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	3,2	2,7	2,5	3,1	3,3	3,4	3,6	0,2	2,6	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	4,7	3,3	2,9	2,5	2,1	2,0	1,8	-1,0	3,9	2,2	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	2,7	-4,1	-5,8	5,5	7,5	8,4	8,7	13,1	-2,9	7,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,5	3,4	1,5	2,5	5,3	5,7	4,3	7,1	3,4	2,0	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,1	5,4	4,9	4,7	5,1	5,3	4,3	3,9	-2,0	3,7	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,7	1,9	1,4	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,5	2,2	1,3
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	0,7	1,2	1,3	2,0	2,1	-0,5	1,3
	Eksport netto (pp.)	0,4	-0,8	-1,6	-0,9	0,4	0,5	0,2	1,8	3,3	-0,8	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,5	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	1,6	1,0	0,8	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,0	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	5,0	4,9	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	0,3	0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	0,3	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	14,3	14,2	10,1	8,3	7,1	6,5	12,8	14,4	8,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	4,8	5,2	4,9	3,5	3,5	11,6	3,7	4,3	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,85	5,85	5,60	5,48	5,35	5,88	5,85	5,35	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,28	4,25	4,24	4,23	4,22	4,33	4,28	4,22	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	3,96	3,94	3,89	3,85	3,77	3,93	3,96	3,77	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
Poniedziałek 07.10.2024 r.					
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	2,9	-2,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	-15,4	-15,9
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	0,1	0,2
Wtorek 08.10.2024 r.					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-2,4	0,8
Środa 09.10.2024 r.					
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Sierpień	16,8	18,9
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	0,2	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	1,1	
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Wrzesień		
Czwartek 10.10.2024 r.					
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Wrzesień	0,2	0,1 0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Wrzesień	0,3	0,3 0,2
Piątek 11.10.2024 r.					
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	70,1	76,5 71,0

* 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