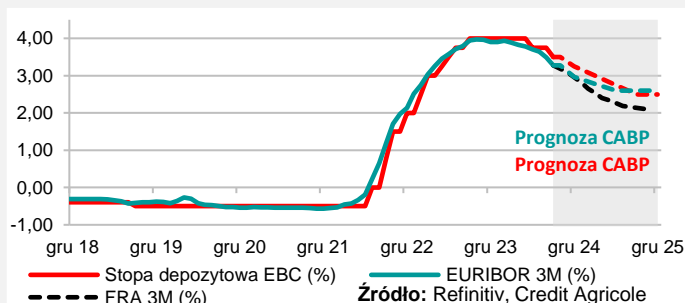


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że EBC nie zmieni stóp procentowych. Tym samym główna stopa procentowa wyniesie 3,65%, a stopa depozytowa 3,50%. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szefowa EBC Ch. Lagarde zasygnalizuje perspektywę dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach. Naszym zdaniem, perspektywy dla inflacji nie uległy znaczącym zmianom od wrześniowego posiedzenia EBC (i przedstawionej wówczas projekcji), a tym samym nie widzimy istotnych argumentów na rzecz zmiany naszego dotychczasowego scenariusza przewidującego, że EBC będzie co kwartał obniżał stopy procentowe o 25pb (następna w grudniu br.), aż do osiągnięcia przez stopę depozytową poziomu 2,50%. Istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy stóp procentowych w krótkim okresie stanowią niższe od oczekiwań dane o inflacji w strefie euro (por. MAKROmapa z 07.10.2024), oraz słabe wyniki wrześniowych badań koniunktury (por. MAKROmapa z 30.09.2024). Rynek oczekuje obniżki stóp procentowych o 25pb w tym tygodniu, a zatem materializacja naszej prognozy zakładającej brak zmian w polityce pieniężnej oddziaływałaby w kierunku osłabienia kursu złotego względem euro oraz spadku cen polskich obligacji.



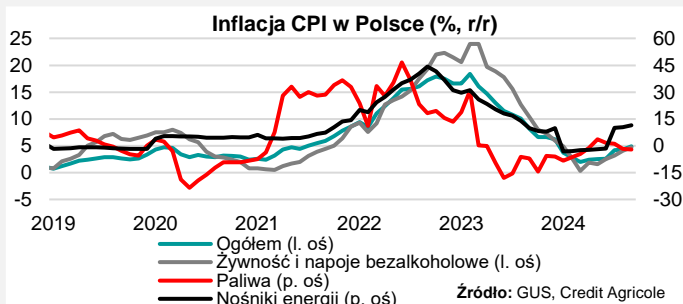
W tym tygodniu poznamy dane z USA. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się we wrześniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,1% w sierpniu. Pomimo wzrostu sprzedaży we wrześniu, wywołanego głównie wyższymi obrotami w branży motoryzacyjnej, podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający stopniowe spowolnienie konsumpcji w USA, dla którego wsparciem może być ochładzający się rynek pracy oraz rosnąca liczba zaległości w spłacie pożyczek konsumenckich. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej spadła we wrześniu do -0,2% m/m wobec 0,8% w sierpniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury w przetwórstwie przemysłowym. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1342 tys. we wrześniu wobec 1356 tys. w sierpniu) oraz pozwoleń na budowę (1450 tys. wobec 1470 tys.) wskażą łącznie na lekki spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z Chin. Dziś poznamy dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Prognozujemy, że saldo bilansu handlowego zwiększyło się we wrześniu do 91,4 mld USD wobec 91,0 mld USD w sierpniu. Jednocześnie oczekujemy, że dynamika chińskiego eksportu spadła we wrześniu do 7,0% r/r wobec 8,7% w sierpniu, a dynamika importu wzrosła do 2,0% wobec 0,5%. W piątek opublikowane zostaną kolejne dane z Chin. Prognozujemy, że roczna dynamika PKB w Chinach zmniejszyła się do 4,6% r/r w III kw. wobec 4,7% w II kw., jednak kwartalna dynamika zwiększyła się do 1,1% kw/kw wobec 0,7% w II kw. Oczekujemy, że sygnałów świadczących o ożywieniu aktywności gospodarczej w Chinach dostarczą także dane o sprzedaży detalicznej, która zgodnie z naszą prognozą wzrosła o 2,7% r/r we wrześniu wobec 2,1% w sierpniu, produkcji przemysłowej (4,7% wobec 4,5%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (3,4% wobec 3,4%). Dane z Chin dostarczą cennych informacji w kontekście perspektyw ożywienia w chińskiej gospodarce i tendencji w handlu międzynarodowym oraz oceny prawdopodobieństwa uruchomienia kolejnych działań po stronie polityki fiskalnej i monetarnej w celu stymulacji wzrostu gospodarczego. Uważamy, że

oczekiwana przez nas publikacja lepszych od konsensusu danych z Chin będzie lekko pozytywna dla kursu złotego.

✓ We wtorek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce.

Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 4,9% r/r we wrześniu wobec 4,3% w sierpniu. Zgodnie ze wstępnymi danymi wzrost inflacji ogółem wynikał przede wszystkim z wyższej inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się we wrześniu do 4,3% r/r wobec 3,7% w sierpniu. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

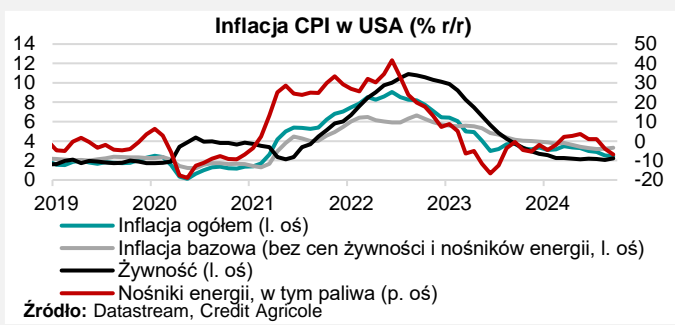


✓ Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego. Prognozujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 1046 mln EUR w sierpniu z 1462 mln EUR w lipcu. Prognozujemy, że zarówno dynamiki eksportu (-2,5% r/r w sierpniu wobec 4,6% w lipcu) jak i importu (1,6% wobec 10,5%) obniżyły się, co w znacznym stopniu wynikało z niekorzystnych efektów kalendarzowych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

✓ W ubiegłym tygodniu opublikowane zostało Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC. Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC dostrzegają wzrost prawdopodobieństwa powrotu inflacji do celu przy jednoczesnym pogorszeniu perspektyw sytuacji na rynku pracy. W efekcie członkowie FOMC byli jednomyślni, jeśli chodzi o kwestię rozpoczęcia we wrześniu cyklu obniżek stóp procentowych. Odmienne opinie pojawiły się natomiast w kwestii skali obniżki, gdzie część członków FOMC opowiadała się za obniżką o 25pb. W naszej ocenie stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym obniżka stóp procentowych o 50pb była jednorazowa, a tempo łagodzenia polityki pieniężnej na kolejnych posiedzeniach zostanie zmniejszone. W naszym scenariuszu zakładamy, że Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o 25pb w listopadzie i o 25pb w grudniu. Obecnie inwestorzy wyceniają dwie niepełne obniżki stóp procentowych po 25pb w USA do końca br., podczas gdy wcześniejsze oczekiwania wskazywały na ponad dwie obniżki. Na ryzyko mniejszej skali obniżek stóp wskazują opublikowane ostatnio wyższe od oczekiwań dane o zatrudnieniu poza rolnictwem (por. MAKROmapa z 07.10.2024) i inflacji (patrz poniżej).

✓ W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI zmniejszyła się we wrześniu do 2,4% r/r wobec 2,5% w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (2,3%). Spadek inflacji wynikał z niższego tempa wzrostu cen nośników energii, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa

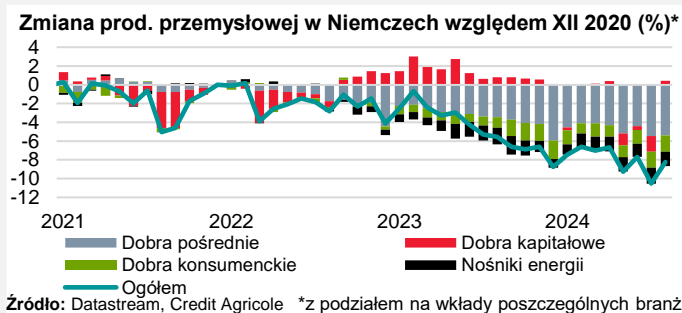


dynamika cen żywności oraz wzrost inflacji bazowej, która zwiększyła się we wrześniu do 3,3% wobec 3,2% w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu (3,2%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w październiku

do 68,9 pkt. wobec 70,1 pkt. we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (71,0 pkt.) i znacząco poniżej naszej prognozy (76,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia się jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zwiększyła się w październiku do 2,9% wobec 2,7% we wrześniu, co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych pozostają na podwyższonym poziomie. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią lekkie ryzyko w dół dla naszego scenariusza stóp procentowych w USA (patrz powyżej).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.

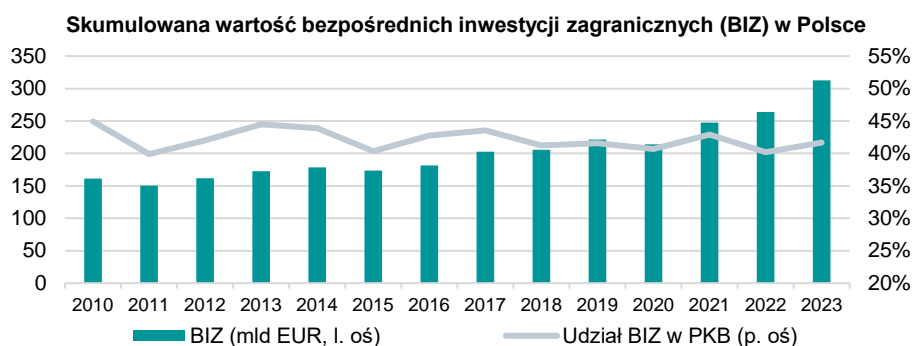
Produkcja przemysłowa zwiększyła się w sierpniu o 2,9% m/m wobec spadku o 2,9% w lipcu (rewizja w dół z -2,4%), kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 0,8%). Wzrost dynamiki produkcji przemysłowej miał szeroki zakres i został odnotowany we wszystkich jej



głównych działach: w przetwórstwie, energetyce i budownictwie. Najsilniejszy wzrost produkcji miał miejsce w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” (+19,3% m/m), która osiągnęła najwyższy poziom od maja 2023 r. Tak silny wzrost produkcji przemysłowej w tej kategorii w ujęciu miesięcznym ma jednak najprawdopodobniej jednorazowy charakter. Wiele wskazuje, że w dużym stopniu wynikał on z przesunięcia urlopów w fabrykach samochodów i naszym zdaniem nie świadczy o trwałej poprawie sytuacji w niemieckiej branży motoryzacyjnej. W sierpniu nieznacznie wzrosła również produkcja w branżach energochłonnych (o 0,2% m/m). Niemniej produkcja w branżach energochłonnych kształtuje się nadal na poziomie o ok. 14% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem wojny w Ukrainie. W kierunku wzrostu produkcji w branżach energochłonnych oddziaływał wzrost produkcji w branżach metalurgicznej i szklarskiej, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek produkcji branżach chemicznej, petrochemicznej i koksowniczej oraz papierniczej. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w przetwórstwie, których miesięczna dynamika zmniejszyła się w sierpniu do -5,8% wobec 3,9% w lipcu (rewizja w górę z 2,9%), 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% m/m, co zgodnie z komunikatem odzwierciedla dalszy spadek popytu wewnętrznego i zewnętrznego w niemieckim przetwórstwie. Spadek zamówień eksportowych wynikał z niższych zamówień zarówno z krajów strefy euro, podczas gdy zamówienia spoza obszaru wspólnej waluty wzrosły. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zwiększyło się w sierpniu do 22,5 mld EUR wobec 16,9 mld EUR w lipcu, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (18,5 mld). Jednocześnie odnotowano spadek dynamiki eksportu (1,3% m/m w sierpniu wobec 1,7% w lipcu) oraz importu (-3,4% wobec 5,3%), które ukształtowały się odpowiednio powyżej i poniżej oczekiwań rynku (-1,0% i -2,8%). W świetle napływających wyników badań koniunktury dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB wzrośnie w III kw. do 0,1% oraz do 0,2% w IV kw. wobec -0,1% w II kw., a w całym 2024 r. PKB Niemiec zwiększy się o 0,1% wobec spadku o 0,3% w 2023 r.

Czy nadal rośnie znaczenie Polski w GVC?

Pojawiające się w ostatnich latach rankingi (m.in. Reuters/Maersk (2022) i Savills (2024)) wskazują na wysoką atrakcyjność inwestycyjną Polski. Tym samym sugerują one, że Polska może skorzystać w wyniku decyzji niektórych zagranicznych firm podejmowanych w reakcji na wybuch pandemii COVID-19 oraz wzrost napięcia geopolitycznego w ostatnich latach (wojna w Ukrainie, konflikt na Bliskim Wschodzie, wojna handlowa USA z Chinami) dotyczących skrócenia globalnych łańcuchów dostaw (*global value chains – GVC*) i przeniesienia działalności bliżej docelowych rynków zbytu (tzw. *nearshoring*) oraz do krajów uważanych za sojusznicze (tzw. *friendshoring*). Przedmiotem poniższej analizy jest ocena, czy Polska wykorzystała swoje szanse związane z przejmowaniem kolejnych odcinków łańcucha dostaw i awansowała w światowym łańcuchu tworzenia wartości. Nasza analiza stanowi rozwinięcie raportów przedstawionych w MAKROmapach z 15.04.2024, 24.04.2023 oraz 23.01.2023).

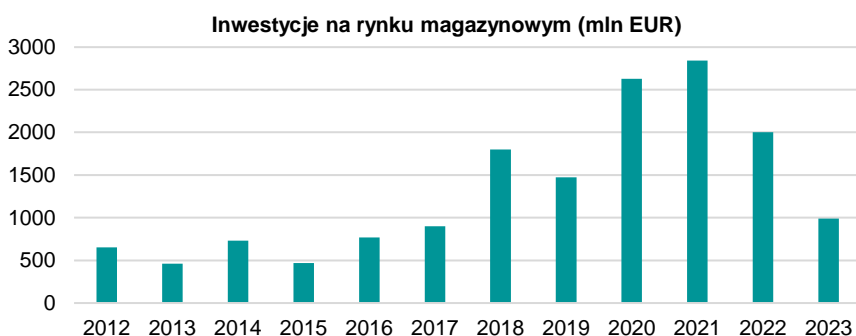


Źródło: NBP, Credit Agricole

W pierwszym kroku skoncentrowaliśmy się na analizie danych dotyczących napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski. Warto jednak zauważyć, że przeniesienie etapów produkcji czy procesów z innych krajów do Polski nie zawsze musi wiązać się z koniecznością dokonania istotnych inwestycji, lecz w części przypadków możliwe jest

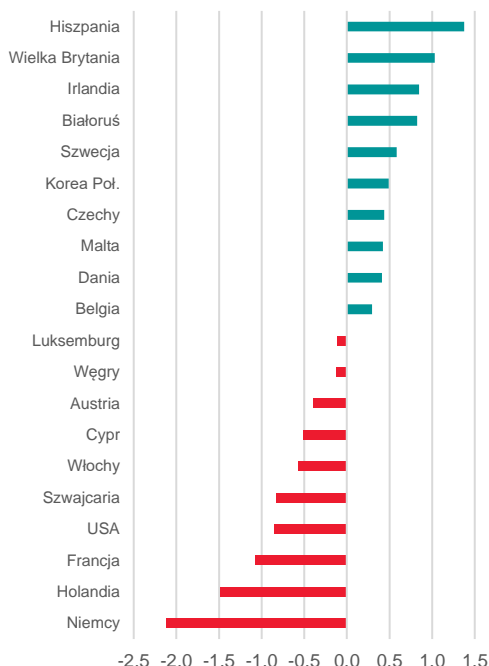
wykorzystanie istniejących już zasobów w Polsce. Z tego powodu dane o bezpośrednich inwestycjach zagranicznych mogą w dużym stopniu nie uwzględniać przenoszenia części odcinków łańcucha tworzenia wartości z innych krajów do Polski, stąd należy je interpretować z ostrożnością. Skumulowana wartość bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce zwiększyła się do 312,7 mld zł w 2023 r. wobec 221,3 mld zł w 2019 r. (41,7% PKB w 2023 r. wobec 41,6% w 2019). Wskazuje to, że mimo nominalnego wzrostu udział bezpośrednich inwestycji w polskim PKB nie zmienił się istotnie i od lat pozostaje w trendzie bocznym. Istotne zmiany zaszły jednak zarówno w ich strukturze geograficznej jak i sektorowej. W ujęciu geograficznym najsilniej zwiększył się udział inwestycji z takich krajów jak Hiszpania (udział Hiszpanii w skumulowanych inwestycjach bezpośrednich w Polsce w latach 2019-2023 zwiększył się o 1,38 pkt. proc.), Wielka Brytania (+1,03 pkt. proc.), Irlandia (+0,85 pkt. proc.) i Białoruś (+0,83 pkt. proc.), podczas gdy najsilniejszy spadek udziału odnotowano w przypadku Niemiec (-2,11 pkt. proc.), Holandii (-1,48 pkt. proc.), Francji (-1,07 pkt. proc.) i USA (-0,85 pkt. proc.). Na uwagę zasługuje tutaj jednoczesny wzrost udziału europejskich krajów spoza UE i równoległy spadek udziału państw członkowskich. Może to odzwierciedlać chęć uzyskania przez kraje nienależące do UE dostępu do unijnego rynku poprzez rozpoczęcie działalności w Polsce. Z kolei malejący udział krajów unijnych może być skutkiem silnego

spowolnienia gospodarczego w wiodących unijnych gospodarkach związanego m.in. z kryzysem energetycznym wywołanym wybuchem wojny w Ukrainie. W ujęciu sektorowym najsilniej zwiększył się udział inwestycji w działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej (+3,7 pkt. proc.),

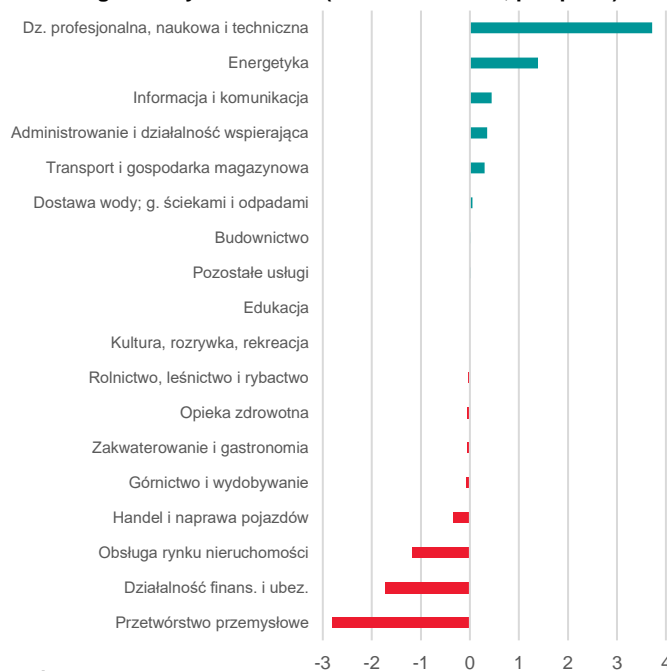


Źródło: JLL, Credit Agricole

energetycznej (+1,4 pkt. proc.) oraz informacji i komunikacji (+0,4 pkt. proc.), podczas gdy w największym stopniu obniżył się on w przetwórstwie przemysłowym (-2,8 pkt. proc.), działalności finansowej i ubezpieczeniowej (-1,7 pkt. proc.) oraz działalności związanej z obsługą rynku nieruchomości (-1,2 pkt. proc.). W tym kontekście szczególnie interesujący wydaje się silny spadek udziału przetwórstwa przemysłowego, co w naszej ocenie odzwierciedla problemy przetwórstwa w strefie euro, w tym w Niemczech, które ograniczają aktywność w tym sektorze w Polsce, będącej istotnym poddostawcą dóbr pośrednich w ramach łańcucha tworzenia wartości. Nieco odmienny obraz inwestycji w przetwórstwie przedstawiają dane dotyczące inwestycji w powierzchnie magazynowe, które odnotowały silny wzrost bezpośrednio po wybuchu pandemii. Mogło to wynikać z przenoszenia centrów logistycznych do Polski, co sugerowałoby duży potencjał ożywienia aktywności w inwestycyjnej w przetwórstwie wraz z poprawą koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech. Należy jednak zaznaczyć, że w kierunku przejściowego wzrostu inwestycji w tym obszarze oddziaływały również zmiany strategii zakupowych polegające na utrzymywaniu wyższych zapasów zarówno dóbr pośrednich jak i finalnych w celu zabezpieczenia się przede ewentualnymi zakłóceniami w ramach łańcuchów dostaw. Ponadto zwiększeniu powierzchni magazynowej w Polsce bezpośrednio po wybuchu pandemii sprzyjał dynamiczny rozwój rynku e-commerce. Z tego powodu na podstawie tych danych również nie można jednoznacznie ocenić, czy rzeczywiście w ostatnich latach doszło do przenoszenia części odcinków łańcuchów tworzenia wartości do Polski (por. MAKROmapa z 21.02.2022).

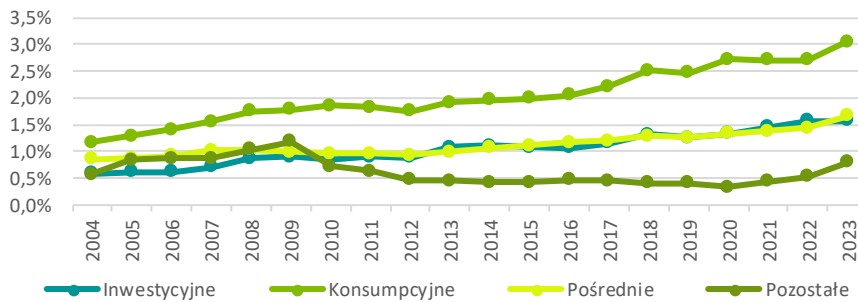
Zmiany udziałów państw w BIZ w Polsce - 10 największych przyrostów i spadków (2023 wobec 2019, pkt. proc.)


Źródło: NBP, Credit Agricole

Zmiany udziału poszczególnych branż w inwestycjach zagranicznych w Polsce (2023 wobec 2019, pkt. proc.)


Źródło: NBP, Credit Agricole

Udział Polski w światowym eksporcie towarów w zależności od typu towarów

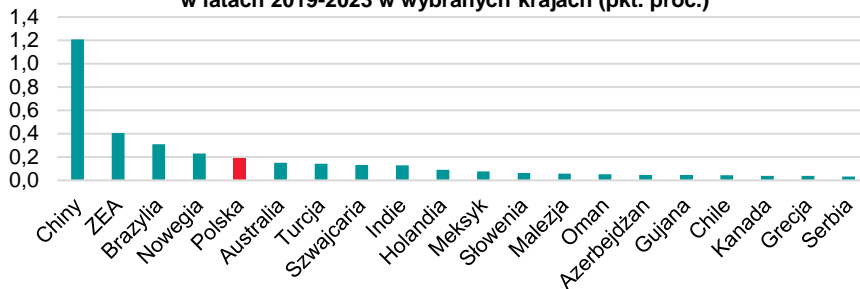


Źródło: UN Comtrade, Credit Agricole

*wartości dla 2021 zostały interpolowane ze względu na brak danych

**kategoria pozostałe zawiera samochody osobowe, paliwa oraz towary gdzie indziej nie sklasyfikowane, które nie mogą być jednoznacznie przyporządkowane do żadnej z kategorii. Przykładowo samochód osobowy może w gospodarstwie domowym pełnić rolę dobra konsumpcyjnego, podczas gdy w firmie będzie on wykorzystywany jako dobro inwestycyjne.

Zmiana udziału eksportu w światowym eksporcie w latach 2019-2023 w wybranych krajach (pkt. proc.)

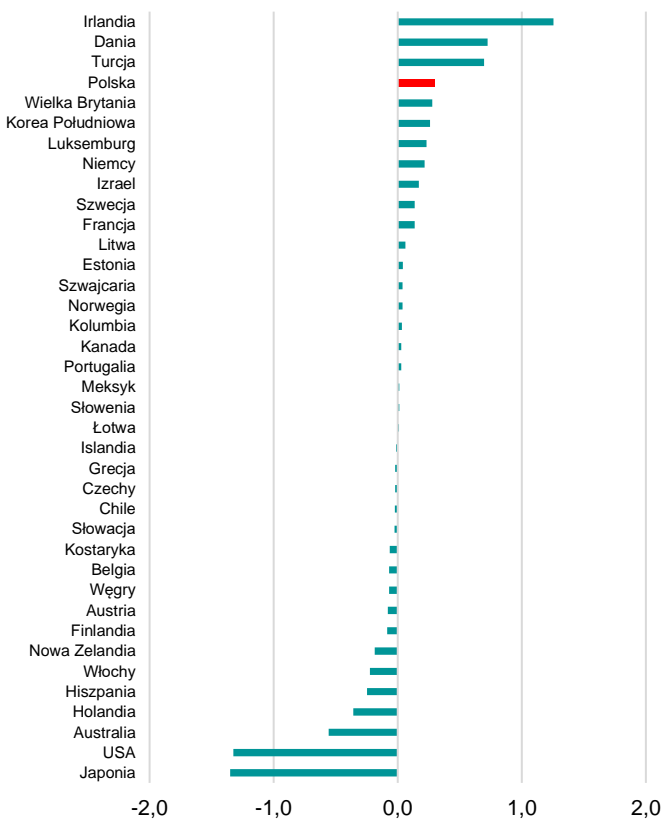


Źródło: UN Comtrade, Credit Agricole

W drugim kroku przeanalizowaliśmy dane dotyczące zmian udziału Polski w eksporcie towarów. Zgodnie z danymi UN Comtrade udział Polski w światowym eksporcie zwiększył się w latach 2019-2023 o 0,4 pkt. proc. i wynosi obecnie 1,8%. Jednocześnie Polska odnotowała piąty największy przyrost udziału w światowym eksporcie (po Chinach, ZEA, Brazylii i Norwegii), co mogłoby sugerować, że przejęła część odcinków międzynarodowych łańcuchów dostaw. W największym stopniu zwiększył się udział Polski w eksporcie dóbr konsumpcyjnych (3,0% w 2023 r. wobec 2,5% w 2019 r.), podczas gdy nieco mniejszy przyrost został odnotowany w przypadku dóbr pośrednich i inwestycyjnych. Głębsza analiza danych wskazuje jednak, że choć największy wzrost udziału w światowym eksporcie Polska odnotowała w przypadku części

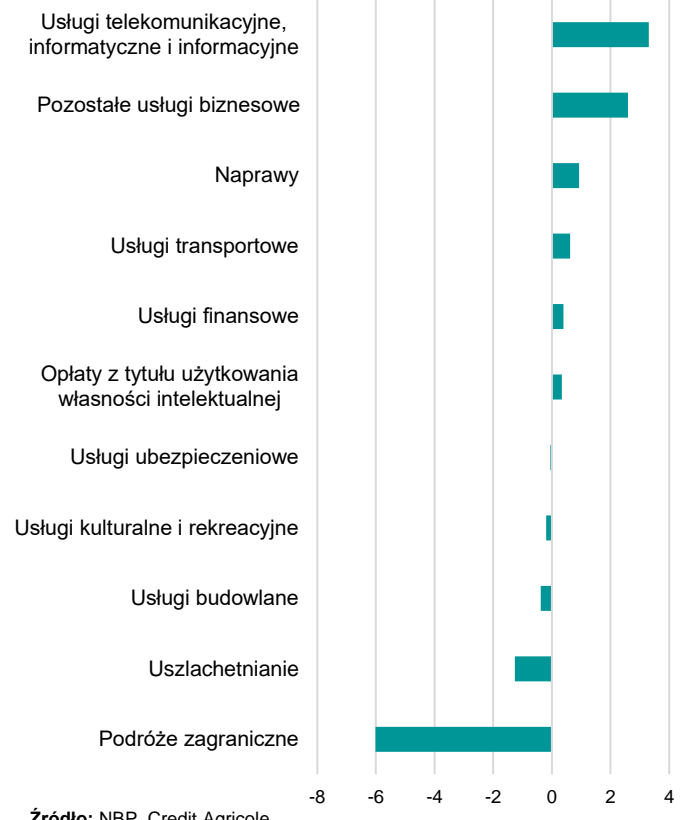
samochodowych to istotną rolę w zwiększaniu roli Polski w światowym handlu odegrał również wyższy eksport żywności. Co więcej, na rosnący udział Polski w światowym eksporcie towarów składają się nie tylko proces przenoszenia części łańcuchów produkcji zagranicznych firm do Polski, ale również ekspansja zagraniczna krajowych firm. Z tego powodu uważamy, że choć dane wskazują na zwiększające się znaczenie Polski w światowym eksporcie towarów, to nie świadczą one jednoznacznie o tym, że Polska awansowała w globalnych łańcuchach tworzenia wartości.

Zmiana udziału Polski w eksporcie usług krajów OECD (pkt. proc., 2022 vs. 2019)



Źródło: OECD, Credit Agricole

Zmiana udziału w strukturze polskiego eksportu usług (pkt. proc., 2023 vs. 2019)



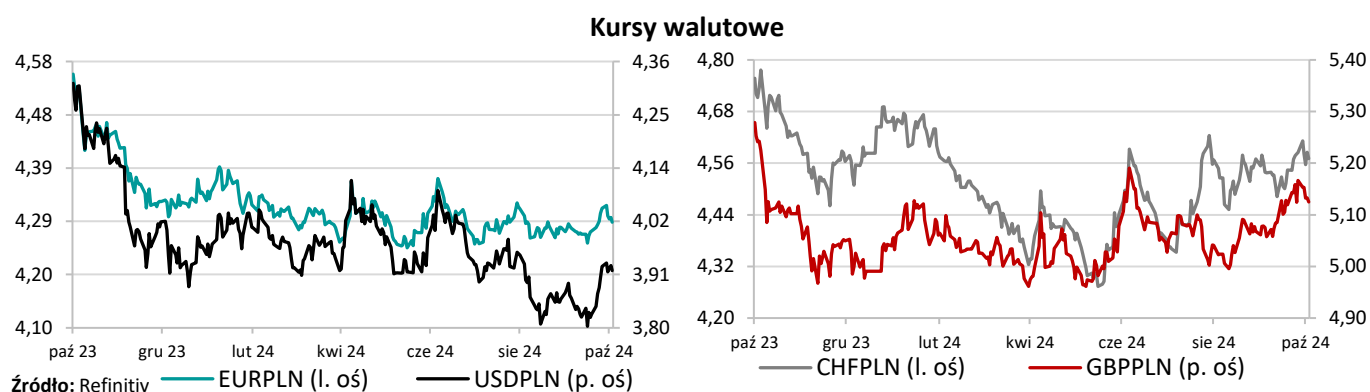
Źródło: NBP, Credit Agricole

W trzecim kroku dokonaliśmy analizy zmian udziału Polski w eksporcie usług. Ze względu na ograniczoną dostępność danych w analizie wykorzystaliśmy dane dotyczące eksportu usług w krajach OECD, który stanowi ok. 70% światowego eksportu usług. Wskazują one, że udział Polski w eksporcie usług krajów OECD zwiększył się w latach 2019-2022 o 0,3 pkt. proc. do 1,9%. Jednocześnie był to jednocześnie 4 największy przyrost (po Irlandii, Danii i Turcji), co wskazuje na awans Polski w światowym łańcuchu tworzenia wartości na rynku usług. Analizując zmiany w strukturze polskiego eksportu usług największe przyrosty odnotowano w kategoriach „usługi telekomunikacyjne, informatyczne i informacyjne” (+3,3 pkt. proc.) oraz „pozostałe usługi biznesowe” (+2,6 pkt. proc.), gdzie z kolei najsilniej zwiększył się eksport usług księgowych, audytowych i konsultacji podatkowej oraz usług doradztwa gospodarczego i public relations. Są to usługi w dużej mierze świadczone w ramach tzw. centrów usług wspólnych (*shared services*). W przypadku usług informatycznych w naszej ocenie wzrost ich eksportu jest efektem zarówno ekspansji krajowych firm, jak również przenoszenia się części firm informatycznych z Europy Wschodniej (m.in. z Białorusi i Ukrainy) do Polski. Największy spadek udziału odnotowały natomiast podróże zagraniczne, na które składają się wydatki obcokrajowców przyjeżdżających do Polski (zarówno w celach prywatnych jak i służbowych). W 2020 r. doszło do ich silnego spadku ze względu na restrykcje w podróżowaniu związane z pandemią. Z kolei w 2022 r. miał miejsce znaczący wzrost tych wydatków z uwagi na napływ uchodźców z Ukrainy, przy czym ostatecznie tylko nieznacznie (w porównaniu do innych kategorii) przekraczają one poziom sprzed wybuchu pandemii. Na przejmowanie procesów w światowym łańcuchu tworzenia wartości na rynku usług wskazuje również ranking firmy Deloitte (2023), w którym ankietowane firmy wskazały Polskę jako drugie najbardziej atrakcyjne miejsce (po Chinach) do lokowania takich usług.

Podsumowując uważamy, że Polska skorzystała na ostatnich trendach związanych z *nearshoringiem* i *friendshoringiem*. Świadczy o tym rosnący udział Polski w światowym eksporcie towarów i usług. Jednocześnie utrzymujący się relatywnie stabilny udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych w polskim PKB nie jest naszym zdaniem wystarczającym argumentem do odrzucenia postawionej wyżej

hipotezy. Należy jednak zauważyć, że nasza ocena w dalszym ciągu opiera się na szacunkach, ponieważ dość trudno jest zdekomponować wzrost udziału Polski w światowym handlu na część dotyczącą przenoszenia kolejnych odcinków łańcuchów dostaw do Polski oraz część opisującą ekspansję krajowych firm. Uważamy, wzrost udziału Polski w globalnych łańcuchach tworzenia wartości byłby jeszcze silniejszy, gdyby nie utrzymujące się w ostatnich kwartałach spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym kryzys w niemieckim przemyśle, które mają negatywny wpływ na aktywność w polskim przetwórstwie. Z tego powodu prognozowane przez nas stopniowe ożywienie aktywności w strefie euro w najbliższych kwartałach będzie sprzyjać dalszemu awansowi Polski w globalnych łańcuchach tworzenia wartości.

Rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie kluczowy dla kursu złotego

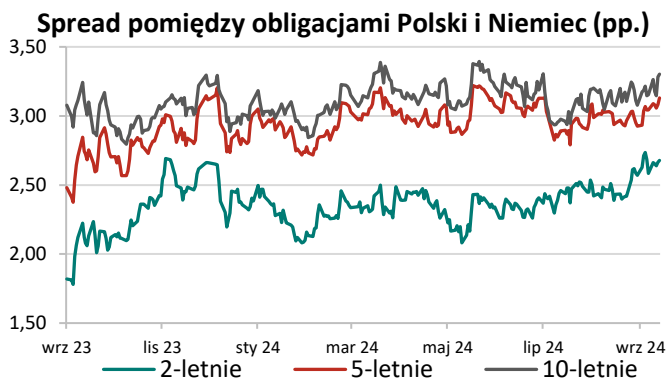
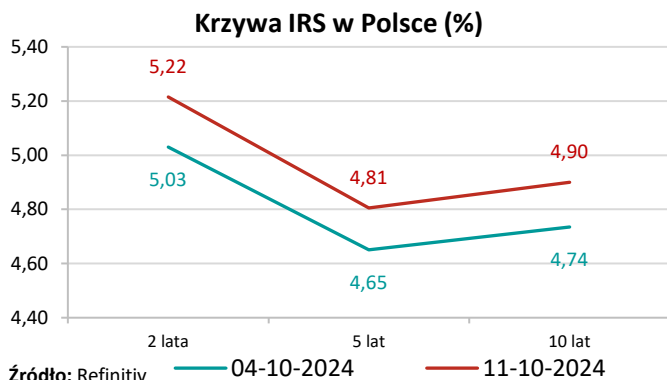


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2901 (umocnienie złotego o 0,6%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w trendzie spadkowym, co w naszej ocenie był korektą po jego wyraźnym wzroście dwa tygodnie temu (por. MAKROMAPA z 07.10.2024). Z trendem spadkowym mieliśmy również do czynienia w przypadku kursu EURUSD, czemu sprzyjała utrzymująca się podwyższona awersja do ryzyka z uwagi na napiętą sytuację na Bliskim Wschodzie. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w środę wieczorem obserwowana była podwyższona zmienność kursu dolara względem euro ze względu na publikację Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Realizacja naszego scenariusza zakładającego brak obniżki stóp w październiku (rynek wycenia obecnie obniżkę o 25pb) może doprowadzić do umocnienia euro względem dolara i wzrostu kursu EURPLN. Z kolei zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z chińskiej gospodarki mogą oddziaływać w kierunku umocnienia kursu polskiej waluty. Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego. Ważny dla kursu polskiej waluty może być natomiast dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualny wzrost napięcia może oddziaływać w kierunku osłabienia złotego.



Posiedzenie EBC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,22 (wzrost o 19pb), 5-letnie do 4,81 (wzrost o 16pb), a 10-letnie do 4,90 (wzrost o 16pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Była to kontynuacja tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu związanych ze wzrostem 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 tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie przewidziane na czwartek posiedzenie EBC. W przypadku realizacji naszej prognozy zakładającej brak obniżki w październiku (rynek oczekuje obecnie obniżki o 25pb) możemy mieć do czynienia ze wzrostem stawek IRS. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej. Istotnym czynnikiem dla krzywej pozostanie natomiast dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do wzrostu stawek IRS.

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	4,9	
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	4,3	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
Saldo ROB (mln EUR)	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	168	588	-1462	-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		
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		

* 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	0,1	2,6	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	4,7	3,3	2,9	2,5	2,1	2,0	1,8	-0,3	3,9	2,2	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	2,7	-4,1	-5,8	5,5	7,5	8,4	8,7	12,6	-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	3,7	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	-1,5	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	-0,2	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	3,2	-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 14.10.2024 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Wrzesień	91,0	91,4	89,8
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Sierpień	-1462	-1046	-938
Wtorek 15.10.2024 r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	4,3	4,9	4,9
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-0,3		1,8
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	11,5		3,6
Środa 16.10.2024 r.						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Wrzesień	3,7	4,3	4,3
Czwartek 17.10.2024 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	2,2	1,8	1,8
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Październik	3,65	3,65	3,40
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	0,1	0,3	0,3
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Październik	1,7		3,0
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Wrzesień	78,0		77,8
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	0,8	-0,2	-0,1
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Sierpień	0,4		0,3
Piątek 18.10.2024 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	III kw.	4,7	4,6	4,5
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	2,1	2,7	2,4
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Wrzesień	3,4	3,4	3,3
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	4,5	4,7	4,6
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Sierpień	39,6		
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Wrzesień	1470	1450	1450
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Wrzesień	1356	1342	1349

* 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