

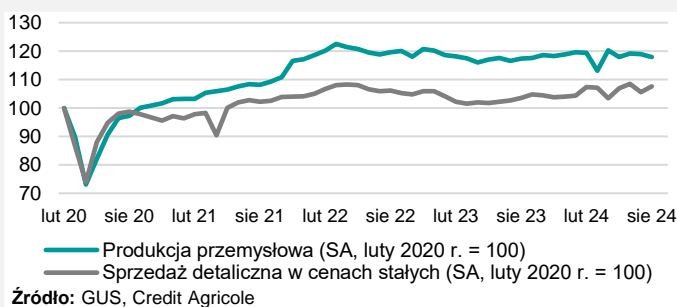
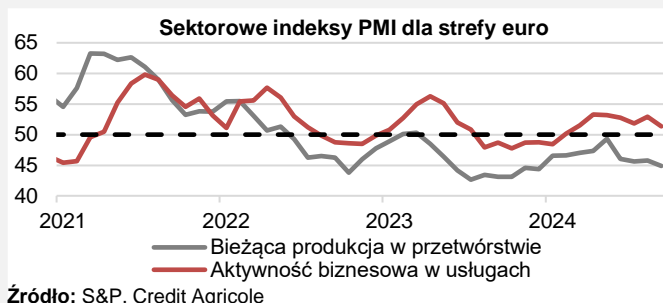
W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się nieznacznie w październiku do 49,9

pkt. wobec 49,6 pkt. we wrześniu. Mimo prognozowanego wzrostu byłby to drugi miesiąc z rzędu, w którym indeks PMI ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, powyżej której znajdował się od marca do sierpnia. Wyniki badań koniunktury najprawdopodobniej potwierdzą utrzymujące się rozbieżne tendencje w sektorze usług (stopniowe ożywienie) i przetwórstwie (utrzymujący się spadek aktywności). W przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie rynek oczekuje jego względnej stabilizacji (40,8 pkt. w październiku wobec 40,6 pkt. we wrześniu). Istotnym problemem dla niemieckiego przetwórstwa pozostaje silna konkurencja ze strony chińskiego przemysłu, szczególnie w produkcji samochodów i maszyn, w przypadku których Niemcy uprzednio cieszyły się bardzo silną pozycją na globalnym rynku. W piątek opublikowany zostanie dodatkowo indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Zgodnie z konsensusem wartość indeksu wzrośnie w październiku do 85,5 pkt. wobec 85,4 we wrześniu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

W tym tygodniu opublikowane zostaną dane z USA. W piątek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA. Zgodnie z konsensusem rynkowym, spadły one we wrześniu o 0,7% m/m wobec stabilizacji w sierpniu. Rynek oczekuje również, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (718 tys. we wrześniu wobec 716 tys. w sierpniu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,90 mln we wrześniu wobec 3,86 mln w sierpniu) wskażą łącznie na utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również finalny indeks Uniwersytetu Michigan. Zgodnie z konsensusem rynkowym ukształtuje się on na poziomie 69,1 pkt. w październiku wobec 70,1 pkt. we wrześniu, lekko powyżej wstępnego szacunku (68,9 pkt.), wskazując na utrzymujące się słabe nastroje wśród amerykańskich konsumentów. Warto zaznaczyć, że październikowe wyniki badań koniunktury w USA mogą być pod istotnym wpływem niepewności związanej z wyborami prezydenckimi w USA zaplanowanymi na listopad. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w USA będzie neutralna dla rynków finansowych.

Dzisiaj poznamy dane o wrześniowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 0,5% we wrześniu wobec -1,5% w sierpniu. Wzrost dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy sierpniem a wrześniem w znacznym stopniu wynikał z efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych.



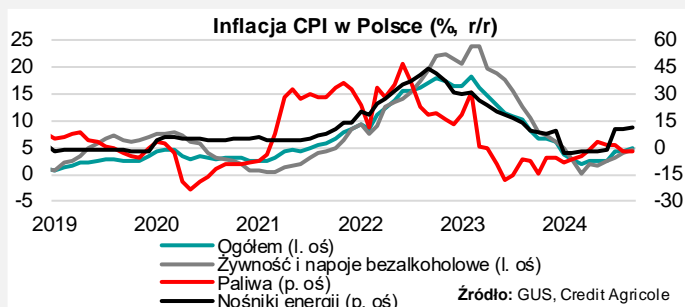
Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (0,2%), a tym samym jej materializacja byłaby pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

✓ **Dzisiaj opublikowane zostaną również wrześniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła -0,5% r/r. Uważamy, że w kierunku jej stabilizacji oddziaływał brak nowych zwolnień grupowych przy trwających jednocześnie procesach restrukturyzacyjnych w przetwórstwie. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymała się na wysokim poziomie (10,9% r/r we wrześniu wobec 11,1% w sierpniu). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

✓ **We wtorek poznamy krajowe dane o sprzedaży detalicznej.** Oczekujemy, że jej dynamika liczona w cenach stałych zmniejszyła się do 2,0% r/r we wrześniu wobec 2,6% w sierpniu. Uważamy, że spowolnienie tempa wzrostu sprzedaży wynikało z efektu wysokiej bazy sprzed roku. Nasza prognoza kształtuje się lekko poniżej konsensusu rynkowego (2,1%), a tym samym jej realizacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

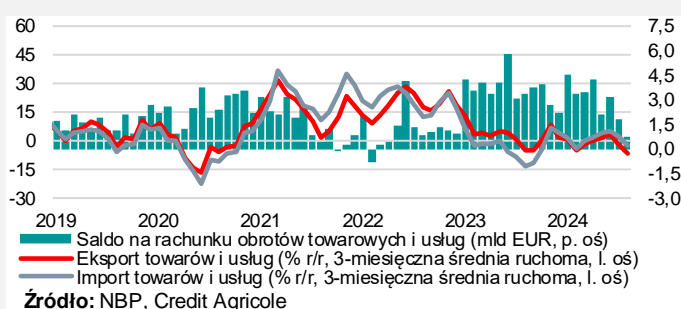
W zeszłym tygodniu

✓ **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zwiększyła się we wrześniu do 4,9% r/r wobec 4,3% w sierpniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku w kierunku zwiększenia inflacji był wzrost inflacji bazowej (4,3% r/r we



wrześniu wobec 3,7% w sierpniu), co w dużej mierze wynikało z efektów niskiej bazy w kategorii „wyroby farmaceutyczne” (por. MAKROPuls z 15.10.2024). Do wzrostu inflacji przyczyniła się również wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (4,7% r/r we wrześniu wobec 4,1% w sierpniu). Jej zwiększenie wynikało m.in. z wyższego tempa wzrostu cen owoców i warzyw (ze względu na słabe tegoroczne zbiory), rosnących cen masła (rekordowe ceny na światowym rynku) oraz efektów niskiej bazy sprzed 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%), do czego przyczyniły się spadające ceny ropy naftowej. Szacowana przez nas miesięczna dynamika cen bazowych we wrześniu (0,3%-0,4%) ukształtowała się powyżej wzorca sezonowego (ok. 0,1%), co wskazuje na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w polskiej gospodarce. Ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt proc.) do czerwca 2025 r. (por. MAKROMapa z 07.10.2024). Prognozujemy, że osiągnie ona swoje maksimum lokalne w marcu 2025 r. na poziomie 5,4%, po czym zacznie się stopniowo obniżać. W naszym scenariuszu zakładamy, że choć inflacja znacząco spadnie w II poł. 2025 r. to będzie ona oscylować na poziomie zbliżonym do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%). Oczekiwana przez nas ścieżka inflacji w najbliższych kwartałach jest spójna z naszą prognozą stóp procentowych NBP, zgodnie z którą ich pierwsza obniżka (o 25pb) nastąpi w III kw. 2025 r. (por. MAKROMapa z 07.10.2024).

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w sierpniu do -2827 mln EUR wobec -1116 mln EUR w lipcu, kształtując się znacznie poniżej oczekiwań rynku (-938 mln EUR) i naszej prognozy (-1046 mln EUR). Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z obniżenia sald obrotów towarowych



(o 942 mln EUR), usług (o 74 mln EUR), dochodów pierwotnych (o 394 mln EUR) i dochodów wtórnych (o 301 mln EUR). Jednocześnie w sierpniu odnotowano spadek dynamiki eksportu (-3,3% r/r wobec 4,7% w lipcu) oraz importu (4,9% wobec 9,1%), do czego przyczyniła się niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. W danych na uwagę zasługują pogłębiające się dysproporcje pomiędzy dynamiką importu i eksportu. Z jednej strony w kierunku wzrostu dynamiki importu oddziałuje postępujące ożywienie popytu wewnętrznego w Polsce. Z drugiej strony eksport ograniczany jest przez nadal słaby popyt zagraniczny. Uważamy, że kolejne kwartały mogą przynieść dalsze pogłębienie deficytu w obrotach towarowych, czemu sprzyjać będzie oczekiwana przez nas kontynuacja ożywienia spożycia prywatnego w Polsce, przy utrzymującym się spowolnieniu popytu zewnętrznego. Ubiegłotygodniowe dane sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w III kw. do 1,2% wobec 1,4% w II kw.

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. EBC obniżył stopy procentowe o 25pb, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Tym samym nie zrealizował się nasz scenariusz, w którym zakładaliśmy, że EBC utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 3,40%, a stopa depozytowa 3,25%. Zgodnie z komunikatem argumentem na rzecz obniżki stóp procentowych był dalszy spadek inflacji w warunkach słabnącej aktywności gospodarczej. Jednocześnie w komunikacie podtrzymano deklarację, iż stopy procentowe zostaną utrzymane na restrykcyjnym poziomie tak długo, jak to konieczne, by stłumić presję inflacyjną, a kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde dała do zrozumienia, że ścieżka stóp procentowych w kolejnych kwartałach pozostaje otwartą kwestią, a kolejne decyzje będą zależne od napływających danych. Decyzja EBC o obniżce stóp procentowych wskazuje naszym zdaniem na rosnące przekonanie wśród Rady Prezesów, że spadek inflacji jest trwały. W naszej ocenie będzie to argumentem na rzecz dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Ostatnia decyzja oznacza najprawdopodobniej zmianę funkcji reakcji ECB. Uważamy, że w tej sytuacji istotnie wzrosło prawdopodobieństwo scenariusza, w którym EBC będzie na każdym kolejnym posiedzeniu obniżał stopy procentowe o 25pb, tak długo aż stopa depozytowa osiągnie poziom 2,25% (kwiecień 2025 r.). Jednocześnie oceniamy, że EBC nie zwiększy skali miesięcznych obniżek z 25pb do 50pb.

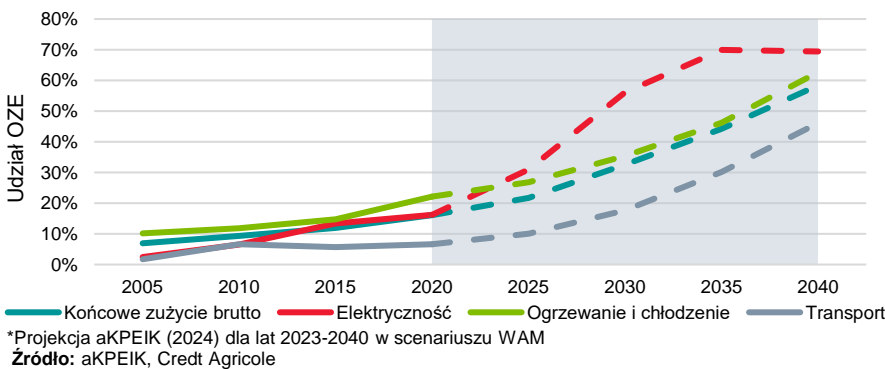
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w USA obniżyła się we wrześniu do -0,3% wobec 0,3% w sierpniu (rewizja w dół z 0,8%), kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (-0,2%). Jej spadek wynikał z niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie i górnictwie, podczas gdy w przeciwnym kierunku wyższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów. Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się we wrześniu do 77,5% wobec 77,8% w sierpniu (rewizja w dół z 78,0%), kształtując się nieznacznie poniżej poziomu sprzed pandemii (78,6%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika wzrosła do 0,4% m/m we wrześniu wobec 0,1% w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,3%). Bez

uwzględnienia samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się we wrześniu o 0,5% wobec wzrostu o 0,2% w sierpniu (rewizja w górę z 0,1%). Dane wskazują tym samym, że mimo obserwowanego w ostatnich miesiącach spowolnienia popyt konsumpcyjny w USA pozostaje silny. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o nowych pozwoleniach na budowę (1428 tys. we wrześniu wobec 1470 tys. w lipcu) i liczbie rozpoczętych budów (1354 tys. wobec 1356 tys.). Tym samym aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości nadal pozostaje na obniżonym poziomie. Mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa dostarczyły natomiast regionalne indeksy Philadelphia Fed (10,3 pkt. w październiku wobec 1,7 pkt. we wrześniu) oraz NY Empire State (-11,9 pkt. wobec 11,5 pkt.). Ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się do 1,7% w III kw. i 0,5% w IV kw. wobec 3,0% w II kw. W naszym scenariuszu zakładamy, że amerykańskiej gospodarce uda się uniknąć recesji w najbliższych kwartałach.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Chin. Roczna dynamika PKB w Chinach zmniejszyła się do 4,6% r/r w III kw. 2024 wobec 4,7% w II kw., kształtując się zgodnie z naszą prognozą i powyżej konsensusu rynkowego (4,5%). Jednocześnie kwartalna dynamika PKB w Chinach zwiększyła się do 0,9% kw/kw wobec 0,7% w II kw. - poniżej oczekiwań rynku i naszej prognozy (1,1%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również miesięczne dane z chińskiej gospodarki. Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się we wrześniu do 5,4% r/r wobec 4,5% w sierpniu, kształtując się znacząco powyżej konsensusu rynkowego (4,6%) i naszej prognozy (4,7%). Sygnałem świadczącym o ożywieniu aktywności gospodarczej w Chinach były także dane o sprzedaży detalicznej (3,2% we wrześniu wobec 2,1% w sierpniu), które ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku (2,5%) i naszej prognozy (2,7%). Z kolei dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 3,4%, co było zgodne z naszą prognozą i powyżej oczekiwań rynku (3,3%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o saldzie bilansu handlowego, które zmniejszyło się we wrześniu do 81,7 mld USD wobec 91,0 mld USD w sierpniu i ukształtowało się znacznie poniżej oczekiwań rynku i naszej prognozy (odpowiednio 89,8 i 91,4 mld USD). Dynamika eksportu zmniejszyła się we wrześniu do 2,4% r/r wobec 8,7% w sierpniu, a dynamika importu spadła do 0,3% wobec 0,5%, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio 6,4% i 0,9%). Do spadku eksportu mogły przyczynić się strajki robotników portowych w USA oraz zakłócenia związane z niesprzyjającą pogodą. W przeciwnym kierunku oddziaływał spodziewany wzrost ceł na chińskie produkty u kluczowych partnerów handlowych, który sprzyjał zwiększonym zamówieniom w Chinach w ostatnich miesiącach (przy czym pod koniec września podwyżka ceł weszła już w życie w USA). Z podniesionych w ubiegłym miesiącu przez USA ceł warto odnotować podwyżkę do 100% cła na chińskie samochody elektryczne oraz podwyżki do 50% i 25% na wiele kategorii technologicznych, przemysłowych i medycznych. Dane o słabnącym imporcie i rosnącej sprzedaży detalicznej dostarczyły mieszanych informacji na temat popytu wewnętrznego w Chinach. Rosnącej aktywności w chińskiej gospodarce sprzyja zwiększona w ostatnim czasie skala łagodzenia polityki pieniężnej i fiskalnej w Chinach. Z tego powodu zrewidowaliśmy naszą prognozę wzrostu gospodarczego w Chinach. Prognozujemy, że chiński PKB zwiększy się w IV kw. o 4,5% r/r wobec wzrostu o 4,6% w III kw., a w całym 2024 r. wzrośnie o 4,8% (4,7% przed rewizją) wobec 5,2% w 2023 r.

Wzrost nakładów na transformację energetyczną przyspieszy po 2025 r.

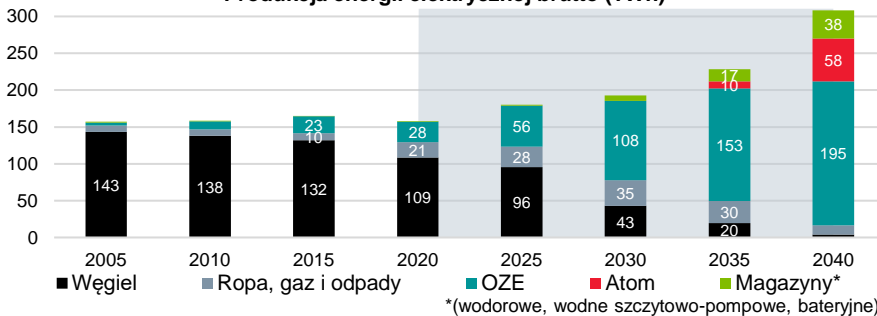
Dwa tygodnie temu Ministerstwo Klimatu i Środowiska opublikowało aktualizację projektu Krajowego Planu w dziedzinie Energii i Klimatu (dalej aKPEiK) do 2030 r. Zawiera ona kompleksowy plan działania w zakresie transformacji energetycznej, obejmujący wiele różnych obszarów oraz prognozy sięgające do 2040 r. Dokument ma wstępny charakter – został on opublikowany przez ministerstwo w celu przeprowadzenia konsultacji. Niemniej jednak zawiera on precyzyjnie zarysowany scenariusz dla transformacji energetycznej w perspektywie do 2040 r. Poniżej prezentujemy najważniejsze wnioski płynące z tego dokumentu w perspektywie średnioterminowej.



Projekt ten zawiera dwa scenariusze: ambitny scenariusz WAM (*with additional measures*), który oznacza przyspieszenie dotychczasowego tempa transformacji gospodarki i pasywny scenariusz WEM (*with existing measures*), który przedstawia prognozę transformacji w oparciu o aktualnie istniejące ramy prawne i inwestycyjne. Poniższa analiza

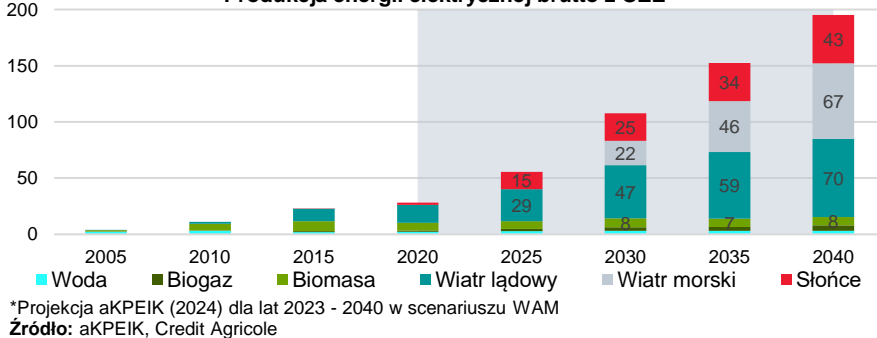
koncentruje się wyłącznie na scenariuszu WAM, który najprawdopodobniej będzie implementowany przez rząd. Scenariusz WAM przedstawiony w aKPEiK przewiduje wzrost udziału odnawialnych źródeł energii (OZE) w zużyciu końcowym energii brutto (łącznie w elektroenergetyce, ciepłownictwie, chłodnictwie i transporcie) do 32,6% w 2030 r. i 58,4% w 2040 r. z 16,9% w 2022 r. W przypadku udziału OZE w elektroenergetyce prognozowany jest wzrost do odpowiednio do 56,1% i 69,4% wobec 21,0% w 2022 r.

Produkcja energii elektrycznej brutto (TWh)

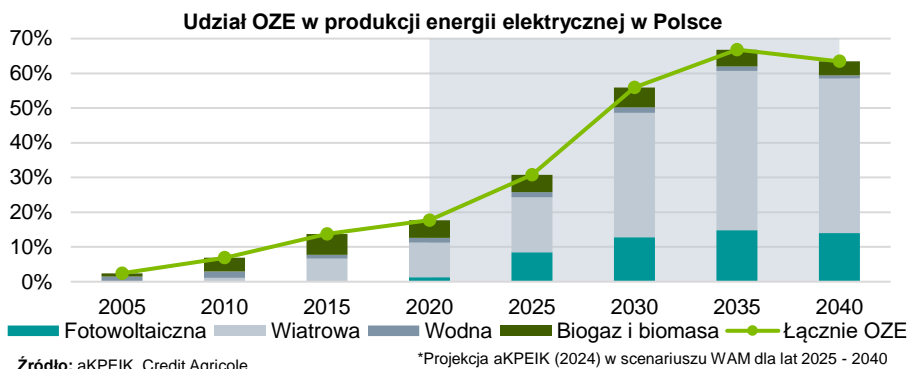


Należy jednocześnie pamiętać, że scenariusz zarysowany w aKPEiK zakłada wzrost całkowitej produkcji energii elektrycznej o ok. 7% w latach 2022-2030 i o kolejne 60% w horyzoncie do 2040 r. Biorąc pod uwagę jednoczesne stopniowe wygaszanie elektrowni wykorzystujących paliwa kopalne oznacza to konieczność znaczącego zwiększenia produkcji energii z OZE, aby możliwe było osiągnięcie zarysowanych powyżej celów. aKPEiK zakłada, że produkcja energii elektrycznej z OZE zwiększy się prawie dwukrotnie pomiędzy 2022 r. i 2030 r. i o kolejne 81% pomiędzy 2030 r. i 2040 r. Transformacja ta będzie oparta przede wszystkim o zwiększenie udziału elektrowni wiatrowych (z 11,0% w 2022 r. do

Produkcja energii elektrycznej brutto z OZE

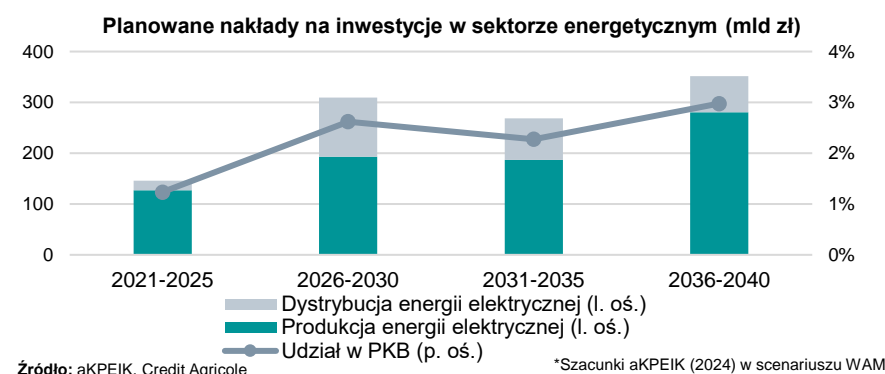


35,9% w 2030 r. i 44,5% w 2040 r.) i elektrowni fotowoltaicznych (z 4,6% do odpowiednio 12,6% i 14,0%) w całkowitej produkcji energii elektrycznej. Udział pozostałych OZE (energia wodna, biogaz i biomasa) w



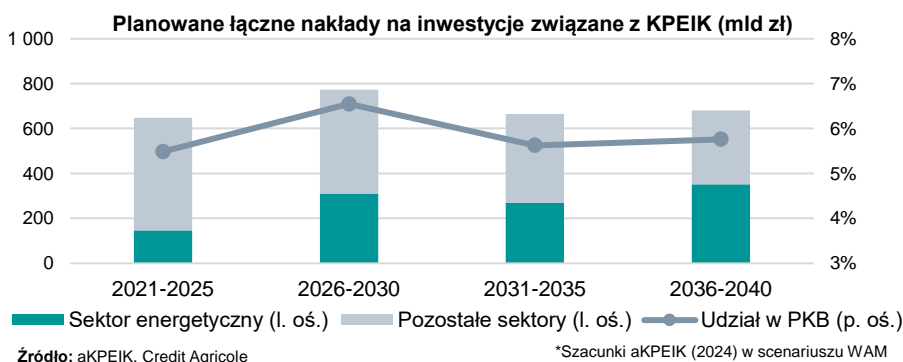
2031-2040 zaplanowane jest dalsze znaczące zwiększenie wzrostu całkowitej produkcji energii elektrycznej przy jednoczesnej marginalizacji roli węgla, ropy i gazu do łącznego poziomu ok. 5% udziału w całkowitej produkcji. Realizacja takiego planu oznaczałaby dalsze niemal dwukrotne zwiększenie produkcji energii z OZE oraz ok. 19% udział energii jądrowej w całkowitej produkcji energii, której pojawienie się w polskim miksie energetycznym oznaczać będzie spadek udziału OZE pomiędzy 2035 r. i 2040 r., pomimo jednoczesnego bezwzględniego wzrostu produkcji.

całkowitej produkcji energii elektrycznej nie ulegnie znaczącym zmianom. W rezultacie w horyzoncie do 2030 r. zakładany jest trzykrotny wzrost energii elektrycznej wytwarzanej w elektrowniach fotowoltaicznych oraz trzyipółkrotny wzrost produkcji w energii w elektrowniach wiatrowych względem wartości z 2022 r. Warto zauważyć, że na lata



ze scenariuszem WAM planowane nakłady w te dwa obszary wyniosą łącznie 456 mld zł w horyzoncie do 2030 r. i kolejne 621 mld zł w latach 2031-2040. Zgodnie z planem przedstawionym w aKPEiK, poziom średnich rocznych inwestycji będzie rosł z 1,2% PKB (z 2020 r.) w latach 2021-2025 do 3,0% PKB w latach 2036-2040 (por. wykres).

Zakładane w aKPEiK wielokrotnienie produkcji energii elektrycznej z OZE, jak również utworzenie od podstaw energetyki jądrowej w Polsce, będą wymagały realizacji dużych nakładów inwestycyjnych na rozbudowę mocy wytwórczych. Dodatkowo planowane są również znaczne wydatki związane z dystrybucją oraz magazynowaniem energii. Zgodnie z



redukcję emisyjności transportu (ok. 19% ogółu), przede wszystkim związane ze wspieraniem elektromobilności. Na trzecim miejscu znajdują się inwestycje powiązane z gospodarstwami domowymi (ok. 10%), skupiające się głównie na modernizacji systemów grzewczych oraz termomodernizacji budynków. Warto odnotowania są również stanowiące 8% ogółu inwestycje w sektor gazowy, ściśle związane ze zwiększaniem bezpieczeństwa energetycznego Polski. Łączna wartość wszystkich inwestycji w transformację energetyczną w horyzoncie do 20240 r. ma wynieść ok. 2,8 bln zł, co daje średnio 138,3

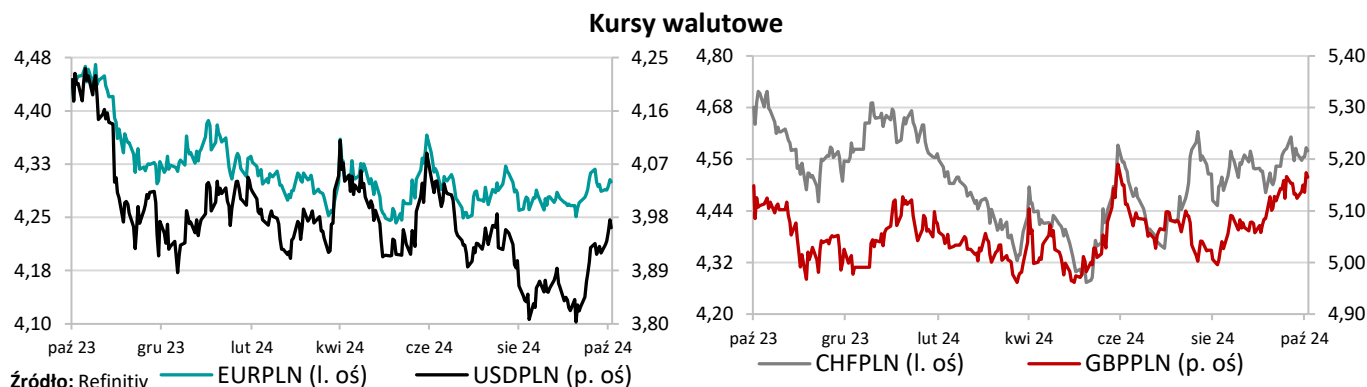
Oprócz inwestycji w produkcję i dystrybucję energii elektrycznej, aKPEiK zakłada również szereg inwestycji w dodatkowych obszarach aktywności, a zaplanowane na ten cel wydatki (1690 mld zł) są około półtora razy większe niż nakłady w ramach samego sektora energetycznego. Drugą po energetyce największą pozycją są planowane inwestycje w

mld zł rocznie. Średni roczny udział inwestycji związanych z aKPEiK w PKB zgodnie z planem będzie wahał się od 5,5% do 6,5% w horyzoncie do 2040 r.

Zasadniczym problemem aKPEiK jest znalezienie źródeł finansowania, które byłyby wystarczające na pokrycie wymienionych powyżej planowanych wydatków. Głównym elementem finansowania, który jest wymieniany w dokumencie są środki unijne, w szczególności KPO, FEniKS, SCF i fundusze spójności. Największą z wymienionych pozycji jest KPO, który ma zapewnić ok. 115 mld zł na potrzeby transformacji energetycznej. Warto jednak zauważyć, że wymieniane w dokumencie kwoty dostępne w ramach tych źródeł finansowania będą niewystarczające wobec bezprecedensowych wydatków związanych z transformacją energetyczną. Najprawdopodobniej w jednej z kolejnych wersji dokumentu pojawią się dokładniejsze zapisy w tym zakresie. Można oczekiwać, że metoda finansowania będzie zbliżona do tej jak w przypadku wydatków zbrojeniowych (por. MAKROmapa z 22.07.2022), czyli transformacja energetyczna zostanie sfinansowana po części emisją długu lub zaciągnięciem kredytów za granicą.

Warto zwrócić uwagę, że aKPEiK przewiduje wyraźne przyspieszenie wzrostu inwestycji w transformację energetyczną (zwłaszcza w zakresie energetyki) w drugiej połowie bieżącej dekady. Taki scenariusz jest spójny z naszą średnioterminową prognozą zakładającą relatywnie szybki wzrost gospodarczy w najbliższych latach, wspierany przez boom inwestycyjny. W dłuższym horyzoncie czasowym aKPEiK zakłada zmniejszenie rocznej skali nakładów na transformację energetyczną. Jest to spójne z zakładaną przez nas opadającą w długim okresie ścieżką wzrostu PKB, obniżaną również przez niekorzystne tendencje demograficzne.

Złoty pod wpływem nastrojów na światowym rynku



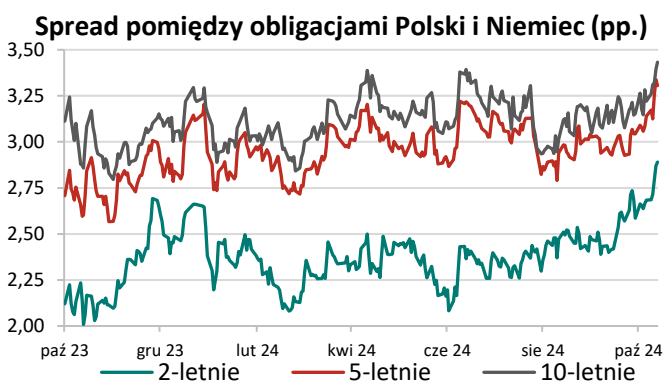
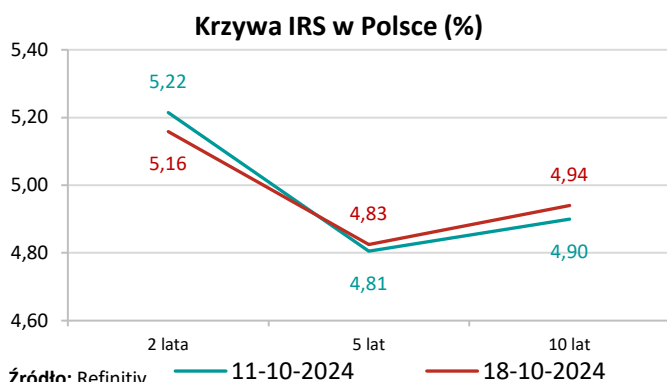
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3025 (osłabienie złotego o 0,3%). W ubiegłym tygodniu doszło do lekkiego wzrostu kursu EURPLN, co czego przyczyniła się podwyższona awersja do ryzyka związana z napiętą sytuacją geopolityczną na Bliskim Wschodzie. W czwartek mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego ze względu na posiedzenie EBC. Z trendem spadkowym mieliśmy natomiast do czynienia w przypadku kursu EURUSD, czemu sprzyjała wspomniana wyżej podwyższona awersja, jak również niepewność związana ze zbliżającymi się wyborami prezydenckimi w USA. W czwartek doszło do umocnienia dolara względem euro po decyzji EBC o obniżce stóp procentowych. W piątek miała miejsce korekta i lekki wzrost kursu EURUSD.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej (poniedziałek) i sprzedaży detalicznej (wtorek) w Polsce. Dane o produkcji przemysłowej będą w naszej ocenie pozytywne dla złotego, podczas gdy wpływ danych o sprzedaży detalicznej będzie najprawdopodobniej negatywny dla 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.



Krajowe dane o produkcji i sprzedaży w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,16 (spadek o 6pb), 5-letnie zwiększyły się do 4,83 (wzrost o 2pb), a 10-letnie zwiększyły się do 4,94 (wzrost o 4pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkiem amerykańskim. W naszej ocenie wzrostowi stawek IRS w USA sprzyjała podwyższona niepewność związana ze zbliżającymi się wyborami prezydenckimi w USA. Jednocześnie doszło do spadku stawek IRS w strefie euro ze względu na obniżkę stóp procentowych przez EBC.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą krajowe dane o produkcji przemysłowej (poniedziałek) i sprzedaży detalicznej (wtorek). W przypadku realizacji naszych prognoz dane o produkcji przemysłowej mogą sprzyjać wzrostowi stawek IRS, podczas gdy dane o sprzedaży detalicznej będą miały najprawdopodobniej przeciwny wpływ. 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)	1700	2121	1182	-102	1575	1752	1239	623	-451	485	-1116	-2827		
Eksport (r/r, % EUR)	-5,2	2,1	-2,0	-6,3	-3,1	2,0	-8,7	7,5	-6,0	-7,3	4,7	-3,3		
Import (r/r, % EUR)	-12,8	-6,0	-6,1	-9,3	-4,1	2,1	-7,2	4,7	0,1	0,6	9,1	4,9		

* 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 21.10.2024 r.						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	-1,5	0,5	0,2
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-5,1	-5,7	-5,7
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	11,1	10,9	11,1
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	-0,5	-0,5	-0,5
Wtorek 22.10.2024 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Wrzesień	3,2	2,8	3,2
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Wrzesień	2,6	2,0	2,1
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	7,8	6,5	6,8
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	-21,0		
Środa 23.10.2024 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Wrzesień	5,0	5,0	5,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Wrzesień	3,86		3,90
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	-12,9		-12,5
Czwartek 24.10.2024 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	40,6		40,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	51,4		51,6
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	45,0		45,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Październik	49,6		49,9
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	47,3		47,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	716		718
Piątek 25.10.2024 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	85,4		85,5
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	2,9		3,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	0,0		-0,7
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	68,9		69,1

* 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.: 600 457 021

jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krzysztof JAWORSKI

 Starszy Ekonomista
 tel.: 512 191 822

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl
Jakub OLIPRA

 Starszy Ekonomista
 tel.: 518 003 696

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Arturem Arutyunyanem: aarutyunyan@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.