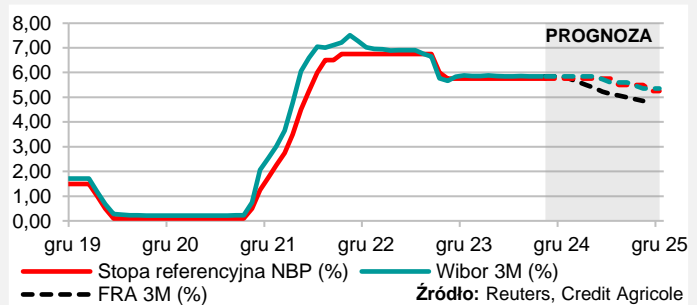


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będą wybory w USA zaplanowane na wtorek. Sondáže wskazują na nieznaczną przewagę D. Trumpa nad K. Harris w wyborach prezydenckich. Dodatkowo, zgodnie z sondażami, Partia Republikańska prawdopodobnie obejmie kontrolę w Kongresie. Warto jednak zaznaczyć, że w obu przypadkach ostateczny wynik wyborów obarczony jest dużą niepewnością. Materializacja scenariusza tzw. „republikańskiej fali”, który obecnie uważamy za najbardziej prawdopodobny (szczegółowa analiza scenariuszowa została przedstawiona poniżej), oznaczałaby nasilenie protekcjonizmu w handlu zagranicznym oraz wzrost prawdopodobieństwa rozluźnienia polityki fiskalnej w USA. Oddziaływałyby to w kierunku umocnienia dolara, osłabienia złotego i wzrostu rentowności amerykańskich i polskich obligacji. Termin ogłoszenia ostatecznych wyników jest nieznanym z uwagi na bardzo zbliżone wyniki w wielu stanach. Nie można również wykluczyć, że ostateczny wynik poznamy dopiero w kolejnym tygodniu. W najbliższych dniach będziemy poznawać jednak szczytkowe wyniki, które będą sprzyjały podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że Fed będzie kontynuował cykl łagodzenia polityki pieniężnej, obniżając docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25pb do poziomu [4,50%, 4,75%]. Naszym zdaniem napływające w ostatnim czasie mieszane dane z USA wskazują, że tempo wzrostu zatrudnienia w amerykańskiej gospodarce wyhamowuje. Niemniej jednak sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra (patrz poniżej), a ostatnio opublikowane dane o inflacji bazowej były wyższe od oczekiwań. Z tego powodu uważamy, że obniżka o 25pb jest bardziej prawdopodobna niż kolejna obniżka o 50pb. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell najprawdopodobniej zaznaczy, że skala i tempo kolejnych obniżek stóp procentowych zależą będą od napływających danych. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursów walutowych i rentowności obligacji.

W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75%). Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej są wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej po



październikowym posiedzeniu, który stwierdził wówczas, że pierwsza obniżka stóp procentowych mogłaby nastąpić w II kw. 2025 r., o ile wyniki marcowej projekcji inflacji wskażą na perspektywę jej spadku w kolejnych kwartałach. Oczekujemy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w październiku. W tym tygodniu zostaną zaprezentowane wyniki najnowszej projekcji inflacji NBP. Naszym zdaniem, z uwagi na niższy punkt startowy, prognoza tempa wzrostu PKB zostanie najprawdopodobniej zrewidowana w dół względem scenariusza przedstawionego w lipcu. Z kolei ścieżka inflacji ogółem nie ulegnie w naszej ocenie istotnym zmianom, przy jednoczesnej lekkiej rewizji w górę prognozy inflacji bazowej. Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywę krajowej polityki pieniężnej. Szczególnie interesujące będą informacje dotyczące możliwości

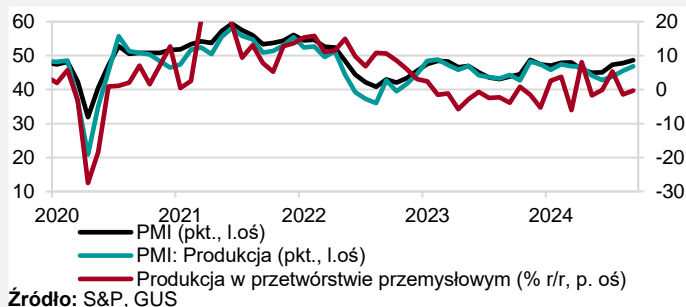
wcześniejszych obniżek stóp procentowych. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

✓ **W czwartek opublikowane zostaną dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach.** Oczekujemy, że saldo bilansu handlowego spadło do 73,5 mld USD w październiku wobec 81,7 mld USD we wrześniu. Dane o imporcie i eksporcie najprawdopodobniej potwierdzą poprawę popytu krajowego i zagranicznego obserwowaną w wynikach badań koniunktury w przetwórstwie (PMI, patrz poniżej). Opublikowane dane będą również pierwszymi obrazującymi skutki wrześniowej podwyżki ceł w USA (patrz niżej, por. MAKROmapa z 21.10.2024). Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

✓ **W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z gospodarki Niemiec.** W środę opublikowane zostaną dane dotyczące nowych zamówień w przemyśle. Zgodnie z konsensusem rynkowym, wzrosły one we wrześniu o 1,8% wobec spadku o 5,8% w sierpniu. W czwartek poznamy dane o handlu zagranicznym Niemiec. Zgodnie z konsensusem rynkowym, bilans handlowy spadł we wrześniu do 20,9 mld euro wobec 22,5 mld euro w sierpniu. Tego samego dnia opublikowane zostaną również dane o produkcji przemysłowej. Zgodnie z konsensusem rynkowym, miesięczna dynamika produkcji przemysłowej we wrześniu spadła do -1,0% wobec 2,9% w sierpniu. Tym samym dane potwierdzą utrzymującą się niekorzystną sytuację w niemieckim przemyśle, spójną z pesymistycznymi wynikami badań koniunktury PMI. Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

✓ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** We wtorek opublikowany zostanie indeks ISM poza przetwórstwem dla USA, który naszym zdaniem spadł w październiku do 53,8 pkt. z 54,9 pkt. we wrześniu. Pomimo utrzymania się indeksu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej spadek i wzrost aktywności, osiąga on wartości nadal wyraźnie poniżej swojej długookresowej średniej sprzed pandemii. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (71,5 pkt. w listopadzie wobec 70,5 pkt. w październiku) wskaże na niewielką poprawę nastrojów gospodarstw domowych w związku z obniżającą się inflacją. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

✓ **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który zmniejszył się naszym zdaniem do 48,3 pkt. w październiku wobec 48,6 pkt. we wrześniu.** Oczekiwany przez nas spadek indeksu będzie spójny z wynikami badań koniunktury GUS oraz mieszanymi wynikami



wskaźników PMI dla przetwórstwa strefy euro i Niemiec w październiku. Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu (48,4 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie w naszej ocenie neutralna dla rynków finansowych.

✓ **Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencje Fitch i Standard & Poor's.** W maju br. agencja Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch zaznaczył wtedy, że obecny rating z jednej strony odzwierciedla zdywersyfikowaną gospodarke, dobrą sytuację w zakresie bilansu płatniczego oraz silne fundamenty polskiej gospodarki wspierane przez członkostwo w UE. Z drugiej strony wskaźniki opracowane przez Bank Światowy dotyczące praworządności, poziomu deficytu publicznego i PKB per capita kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating A. Agencja Fitch odnotowała pozytywny fakt odblokowania dostępu do środków unijnych. Również agencja S&P utrzymała w maju br. długookresowy rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W raporcie agencja S&P, podobnie jak Fitch, odnotowała pozytywny fakt odblokowania dostępu

do środków unijnych przez nowy rząd. Jednocześnie S&P zwrócił uwagę, że napięty kalendarz wyborczy, jak również spolaryzowane środowisko polityczne będą utrudniały przeprowadzenie reform w zakresie polityki gospodarczej, co w połączeniu z planowanymi znaczącymi wydatkami na obronę narodową będzie ograniczało spadek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Według S&P podniesienie oceny ratingowej Polski byłoby możliwe, gdyby obserwowana była trwała poprawa sytuacji instytucjonalnej i w zakresie praworządności, która przyczyniłaby się do stałego napływu środków unijnych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a sytuacja w finansach publicznych okazałaby się lepsza od prognoz agencji. Oczekujemy, że obie agencje potwierdzą w tym tygodniu zarówno rating Polski, jak i jego perspektywę, co będzie neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

W zeszłym tygodniu

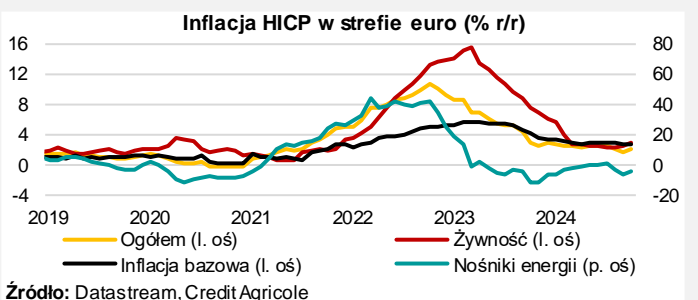
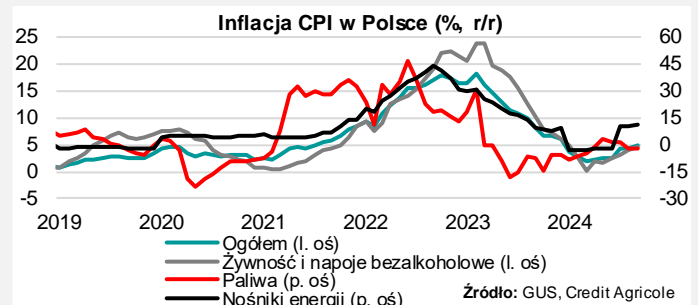
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w październiku do 5,0% wobec 4,9% we wrześniu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i naszą prognozą. GUS opublikował

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 była wyższa dynamika cen w kategorii „paliwa” (-2,0% r/r w październiku wobec -1,7% we wrześniu), co w znacznym stopniu wynikało z efektów niskiej bazy sprzed roku. Do wzrostu inflacji przyczyniła się również wyższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,9% wobec 4,7% - w naszej ocenie w znacznym stopniu ze względu na wyższe tempo wzrostu cen warzyw i owoców oraz masła) oraz „nośniki energii” (11,5% wobec 11,4%). Przeciwny wpływ miała natomiast inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w październiku do 4,2% r/r wobec 4,3% we wrześniu. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,4% m/m, czyli powyżej swojego wzorca sezonowego (ok. 0,2% w październiku). W naszej ocenie wskazuje to, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje umiarkowanie silna. Czynnikiem utrwalającym podwyższoną inflację bazową pozostaje wysoka dynamika cen usług. 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%.

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

(-4,6% r/r w październiku wobec -6,1% we wrześniu) oraz żywności (2,9% wobec 2,4%). Inflacja bazowa nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 2,7%. W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się wysoka dynamika cen usług oraz wyraźnie niższe tempo wzrostu cen towarów. 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 na kolejnych posiedzeniach będzie kontynuował cykl łagodzenia polityki pieniężnej i na każdym z nich będzie obniżał stopy procentowe o 25pb, aż w kwietniu 2025 r. osiągną one docelowy poziom (2,25% w przypadku stopy depozytowej).

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w III kw. do 0,4% wobec 0,2% w II kw. Tym samym ukształtowała się ona powyżej konsensusu rynkowego (0,2%) i zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 0,9% r/r w III kw. wobec 0,6% w II kw. Spośród największych gospodarek strefy euro zwiększenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (0,2% kw/kw w I kw. wobec -0,1% w II kw., przy naszej prognozie równej 0,1%) oraz we Francji (0,4% wobec 0,2%, zgodnie z naszą prognozą). Tempo wzrostu PKB w Hiszpanii nie zmieniło się (0,8% w III kw. i II kw., przy naszej prognozie równej 0,3%), podczas gdy we Włoszech uległo ono obniżeniu (0,0% wobec 0,2%, przy naszej prognozie równej 0,2%). W świetle napływających wyników badań koniunktury ze strefy euro (por. MAKROmapa z 28.10.2024) dostrzegamy jednak ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w IV kw. kwartalna dynamika PKB w strefie euro spadnie do 0,3%, a w całym 2024 r. PKB zwiększy się o 0,8% r/r wobec wzrostu o 0,5% w 2023 r

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w październiku o 12,0 tys. wobec wzrostu o 233 tys. we wrześniu (rewizja w dół z 254 tys.) i ukształtowało się znacząco poniżej oczekiwań rynku (125 tys.) i naszej prognozy (110 tys.). Uważamy, że efekt huraganów tylko częściowo tłumaczy tak niski przyrost zatrudnienia i w naszej ocenie październikowe dane, w połączeniu z rewizjami w dół za poprzednie dwa miesiące (w łącznej skali 112 tys.) wskazują na pogarszającą się sytuację na amerykańskim rynku pracy. Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+57,0 tys.), w sektorze rządowym (+40,0 tys.) oraz w handlu hurtowym (+10,4 tys.). Z kolei do najsilniejszego spadku zatrudnienia doszło w usługach biznesowych (-47,8 tys.), przetwórstwie (-46,0 tys.) oraz w handlu detalicznym (-6,4 tys.). Stopa bezrobocia nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 4,1%, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i poniżej naszej prognozy (4,2%). Tym samym stopa bezrobocia w USA od 5 miesięcy kształtuje się lekko powyżej stopy bezrobocia naturalnego, szacowanej przez Fed na poziomie 4,0%. Współczynnik aktywności zawodowej obniżył się w październiku do 62,6% wobec 62,7% we wrześniu, a tym samym pozostaje on poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (63,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego zwiększyła się w październiku do 4,0% r/r wobec 3,9% we wrześniu (rewizja w dół z 4,0 %). W naszej ocenie wskazuje to, że presja płacowa w amerykańskiej gospodarce pozostaje na podwyższonym poziomie. Warto jednak zaznaczyć, że w kierunku wzrostu dynamiki wynagrodzeń w październiku oddziaływał efekt huraganów, które szczególnie silnie ograniczyły zatrudnienie w relatywnie słabo płatnych sektorach takich jak turystyka. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również pierwszy szacunek PKB w III kw., zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się do 2,8% wobec 3,0% w II kw. Jego zmniejszenie wynikało z niższych wkładów zapasów oraz inwestycji, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady konsumpcji prywatnej, wydatków rządowych oraz eksportu netto. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w III kw., podobnie jak w II kw., była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która zmniejszyła się we wrześniu do 2,1% r/r wobec 2,3% w sierpniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie inflacja bazowa nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 2,7%. Niemniej odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych zwiększyła się do 0,3% m/m we wrześniu wobec 0,2% w sierpniu, wskazując na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który obniżył się w październiku do 46,5 pkt. wobec 47,2 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (47,6 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych

(dla bieżącej produkcji, zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady dla zatrudnienia i nowych zamówień. Warto zauważyć, że zarówno składowa dla bieżącej produkcji jak i nowych zamówień kształtują się wyraźnie poniżej granicy 50 pkt., co wskazuje na utrzymujący się spadek aktywności w amerykańskim przetwórstwie. Jest to spójne z odnotowanym w tym sektorze silnym spadkiem zatrudnienia w październiku (patrz powyżej). Na poprawę nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych wskazał indeks Conference Board, który zwiększył się w październiku do 108,7 pkt. wobec 99,2 pkt. we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (99,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Poprawa nastrojów stanowi pewne zaskoczenie w świetle podwyższonej niepewności związanej z wyborami prezydenckimi w USA. Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej ufności konsumenckiej pozostaje dobra sytuacja na amerykańskim rynku pracy. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Fed obniży stopy procentowe jeszcze o 50pb w br. (25pb w listopadzie i 25pb w grudniu). Jednocześnie nie uważamy, aby wyraźnie słabsze od oczekiwań październikowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem będą dla FOMC wystarczającym argumentem za obniżką stóp procentowych o 50pb w listopadzie.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się w październiku do 50,3 pkt. wobec 49,3 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,6 pkt.). W kierunku spadku indeksu oddziaływały wyższe wkłady 2 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień i bieżącej produkcji), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych oraz dla bieżącej produkcji. W naszej ocenie poprawę tych wskaźników można znacznym stopniu tłumaczyć zwiększonymi zamówieniami zagranicznych firm, które skumulowały swój popyt chcąc zdążyć przed wzrostem ceł na chińskie towary wprowadzanymi m.in. przez USA i UE. Na nieznaczną poprawę koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks NBS PMI, który zwiększył się w październiku do 50,1 pkt. wobec 49,8 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (49,9 pkt.). Prognozujemy, że chiński PKB zwiększy się w IV kw. o 4,8% r/r wobec wzrostu o 4,6% w III kw., a w całym 2024 r. wzrośnie o 4,8% wobec 5,2% w 2023 r.

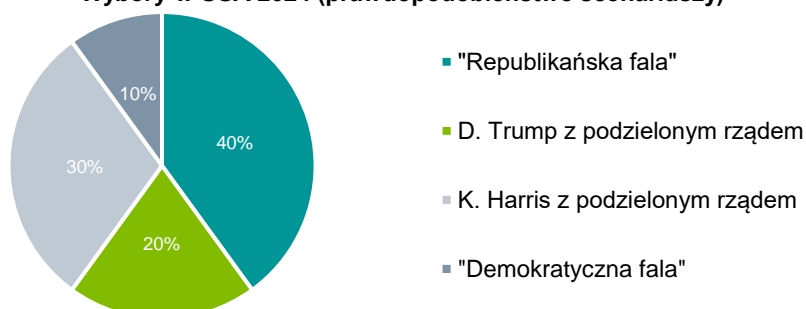
Zrewidowaliśmy naszą prognozę dotyczącą struktury wzrostu gospodarczego w III kw. Roczna dynamika PKB pozostała bez zmian względem naszych wcześniejszych oczekiwań (2,7%). Z uwagi na silny spadek sprzedaży detalicznej we wrześniu (por. MAKROpuls z 22.10.2024) obniżyliśmy naszą prognozę wzrostu konsumpcji do 2,1% r/r wobec 4,7% w II kw. Jednocześnie napływające dane zasygnalizowały, że inwestycje publiczne i gospodarstw domowych były prawdopodobnie wyższe niż wcześniej zakładaliśmy. Tym samym zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę nakładów brutto na środki trwałe do 2,2% r/r wobec 2,7% w II kw.

Czy wybór Donalda Trumpa spowolni wzrost gospodarczy w Chinach?

W tym tygodniu odbędą się wybory w USA. Wybrany zostanie w nich zarówno kolejny prezydent USA, jak również skład osobowy kolejnego Kongresu. Ich wynik będzie miał wpływ nie tylko na gospodarkę USA, ale również będzie wiązał się z globalnymi konsekwencjami. W szczególności zaś będzie on istotny dla dalszego rozwoju relacji pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami, a co za tym idzie dla perspektyw handlu zagranicznego i gospodarki Chin.

W ogólnokrajowych sondażach, po dwóch miesiącach wyraźnej przewagi wiceprezydent K. Harris nad D. Trumpem, w październiku doszło do silnego zbliżenia średniego poziomu poparcia dla obu kandydatów i wyrównania obu wyników. Co równie istotne, w tzw. „wahających się” stanach (ang. *swing states*), czyli

stanach, które w odróżnieniu od stanów „bezpiecznych” nie posiadają silnego stałego faworyta, sondaże również są bardzo zbliżone, przez co wynik wyborów prezydenckich jest trudny do przewidzenia. Dodatkowym czynnikiem niepewności w kwestii polityki gospodarczej pozostają wybory do Kongresu. Są one kluczowe z punktu widzenia możliwej współpracy pomiędzy władzą ustawodawczą i prezydentem. Obecnie w Senacie przewagę mają Demokraci, a w Izbie Reprezentantów Republikanie.

Wybory w USA 2024 (prawdopodobieństwo scenariuszy)


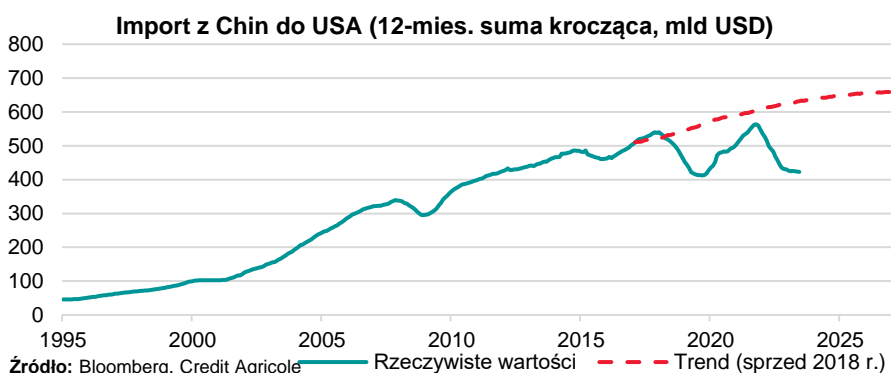
Źródło: Credit Agricole

Z uwagi na zarysowane powyżej podwyższoną niepewność dostrzegamy cztery możliwe scenariusze w kontekście rezultatów wyborów w USA:

- ▄ W pierwszym scenariuszu, który uważamy za najbardziej prawdopodobny (ok. 40-procentowe prawdopodobieństwo), dochodzi do „republikańskiej fali”, czyli zwycięstwa D. Trumpa w wyborach prezydenckich, połączonego z przewagą partii Republikańskiej w obu izbach Kongresu (Senacie i Izbie Reprezentantów). Oznaczałoby to swobodę działania dla D. Trumpa w kontekście realizacji jego obietnic wyborczych, a co za tym idzie największe zmiany w zakresie polityki gospodarczej w porównaniu z bieżącą administracją. W tym scenariuszu można spodziewać się m.in. ekspansywnej polityki fiskalnej (poprzez obniżkę podatków), agresywnej polityki celnej oraz zmniejszenia napływu imigrantów. W kontekście rynkowym, materializacja tego scenariusza wiązałaby się z umocnieniem dolara i wzrostem rentowności amerykańskich obligacji. Oddziaływałby on również w kierunku wyraźnego wzrostu inflacji (proinflacyjny wpływ ceł, ekspansywnej polityki fiskalnej oraz zmniejszonego napływu imigrantów).
- ▄ W drugim scenariuszu, którego prawdopodobieństwo szacujemy na 20%, D. Trump również wygrywa, jednak przynajmniej jedna z Izb Kongresu trafia w ręce Demokratów. W tym scenariuszu kierunek polityki gospodarczej pozostaje podobny jak w scenariuszu pierwszym, jednak możliwości jej implementacji są łagodzone koniecznością negocjacji z Demokratami w Kongresie. Materializacja tego scenariusza również przyczyni się do umocnienia dolara i wzrostu rentowności obligacji w USA, jednak w mniejszej skali niż w pierwszym scenariuszu. Ten scenariusz również byłby proinflacyjny, jednak w mniejszym stopniu niż w pierwszym wariantcie.
- ▄ W 3 scenariuszu, którego prawdopodobieństwo szacujemy na 30%, K. Harris wygrywa wybory prezydenckie, a Republikanie kontrolują przynajmniej jedną z Izb Kongresu. Byłby to scenariusz najbardziej zbliżony do obecnej sytuacji i można w nim oczekiwać kontynuacji polityki gospodarczej bieżącej administracji. Wiązałby się on z ograniczonymi zmianami w zakresie polityki migracyjnej i protekcjonistycznej oraz luzowania polityki fiskalnej. Scenariusz ten oddziaływałby w kierunku osłabienia dolara i wzrostu cen długu USA i miałby ograniczony wpływ na inflację biorąc pod uwagę status quo w zakresie polityki gospodarczej.
- ▄ Z kolei w 4 scenariuszu, który uznajemy za najmniej prawdopodobny (10%), dochodzi do „demokratycznej fali” – K. Harris wygrywa wybory prezydenckie, a Demokraci przejmują kontrolę w obu Izbach Kongresu. Oznaczałoby to ekspansję polityki fiskalnej w zakresie wydatków, których zwiększenie byłoby częściowo skompensowane podwyżką podatków. Jego materializacja oddziaływałaby w kierunku osłabienia dolara i wzrostu rentowności obligacji USA i lekkiego wzrostu inflacji (z uwagi na proinflacyjny wpływ polityki fiskalnej).

Kluczowym obszarem zależnym od wyniku wyborów jest kształtowanie się dalszych relacji pomiędzy Chinami a USA. Handel pomiędzy tymi dwoma państwami jest wysoce niebilansowany, skutkując wysoką nadwyżką Chin i proporcjonalnym deficytem po stronie USA. Podczas swojej pierwszej prezydentury, w

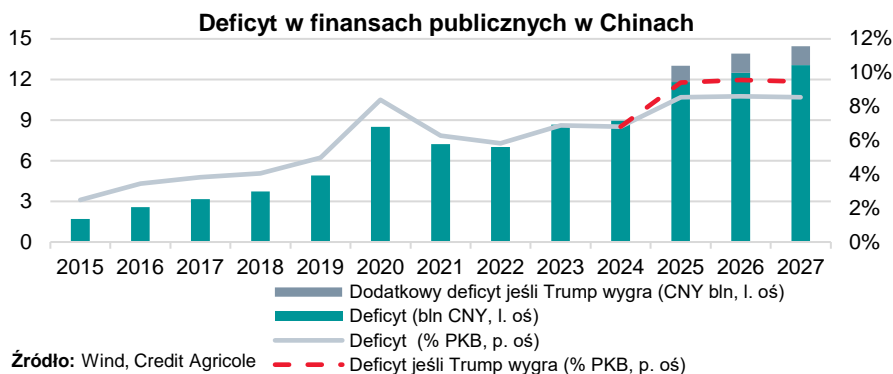
2018 r., D. Trump wprowadził szereg cef na chińskie towary, które następnie zostały utrzymane i rozszerzone (por. MAKROmapa z 14.10.2024), tym samym stając się przedmiotem konsensusu międzypartyjnego. Należy się jednak liczyć z tym, że wygrana D. Trumpa, szczególnie w scenariuszu „republikańskiej fali”, będzie wiązała się ze znacznym wzrostem ostrości amerykańskiej polityki celnej wobec Chin. Jedną z kluczowych obietnic wyborczych D. Trumpa stało się wprowadzenie szerokiego 60% cła na wszystkie chińskie towary, w połączeniu z utrzymaniem już istniejących podwyższonych stawek na niektóre dobra (jak np. 100% cło na samochody elektryczne). W zależności od obranej ścieżki legislacyjnej, podwyższone cła dla wybranych dóbr mogłyby wejść w życie nawet już w I kw. 2025 r., w szczególności w przypadku grup towarów, dla których już przeprowadzona została analiza wpływu zaostrożonych działań protekcyjnych. Ponadto, agenda wyborcza Trumpa zakłada również zablokowanie chińskich inwestycji w nieruchomości i przemysł na terenie USA. Kolejnym narzędziem nacisku na Chiny może być przyspieszone rozszerzanie dotychczasowej listy podmiotów objętych sankcjami.



W przypadku wejścia w życie podwyższonych cef, należy liczyć się ze znaczącym obniżeniem tempa wzrostu PKB w Chinach. Zgodnie z naszymi szacunkami ten negatywny wpływ może sięgnąć 0,4 pkt. proc. w 2025 r. i 0,8-1,0 pkt. proc. w 2026 r. Wpływ ten będzie istotnie silniejszy niż w przypadku cef wprowadzonych w 2018 r. (0,2 pkt. proc. w 2018 r. i 0,4 pkt. proc. w

2019 r.), które przyczyniły się do wyraźnego obniżenia importu z Chin do USA (por. wykres). Należy jednocześnie wymienić kilka czynników oddziałujących w kierunku złagodzenia gospodarczych konsekwencji zwiększonego protekcyjizmu ze strony USA w porównaniu do sytuacji z 2018 r. Udział USA jako odbiorcy eksportu z Chin zmalał z 19% w 2018 r. do 15% obecnie, zmniejszając ekspozycję Chin na ryzyko związane z cłami. Ponadto relokacja w zakresie globalnych łańcuchów dostaw trwa już od wielu lat i uległa intensyfikacji po pandemii, a co za tym idzie zmalało znaczenie bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Chinach, a wzrosło znaczenie inwestycji z Chin w innych krajach. Dodatkowo, można oczekiwać, że Ludowy Bank Chin (LBC) będzie bardziej aktywny na rynku walutowym w celu ograniczenia wahań kursu chińskiego juana.

Uważamy, że odpowiedź Chin na zwiększony protekcyjizm ze strony USA będzie skoncentrowana w dwóch obszarach. Z jednej strony, prawdopodobne jest wprowadzenie cef odwetowych na amerykańskie towary – jednak w odróżnieniu od cef wprowadzonych przez stronę amerykańską, będą one najpewniej skoncentrowane na konkretnych kategoriach produktów, gdzie jest możliwość względnie prostego pozyskania ich od innego dostawcy. W przypadku wielu amerykańskich produktów (np. zaawansowane maszyny, instrumenty precyzyjne, wyroby farmaceutyczne) nie ma jednak takiej możliwości. Możliwą odpowiedzią jest również ograniczenie eksportu niektórych rzadkich minerałów.

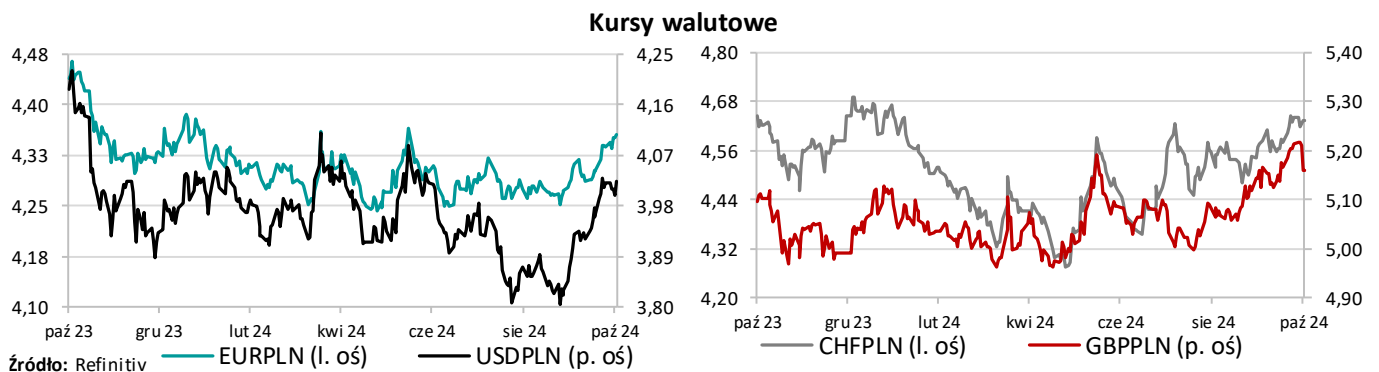


Najważniejszym elementem odpowiedzi Chin będą jednak zmiany w zakresie krajowej polityki gospodarczej, mające na celu wsparcie popytu krajowego, tak aby skompensował on negatywny wpływ spadku eksportu. Kluczowym aspektem takiej polityki będą cięcia stóp procentowych przez LBC, stanowiące kontynuację utrzymującego się trendu w tym

zakresie. Można również oczekiwać dalszej ekspansji polityki fiskalnej chińskiego rządu, mającej na celu stymulowanie konsumpcji i znajdujący się w trudnym położeniu rynek nieruchomości. Uważamy, że w scenariuszu „republikańskiej fali” deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych Chin w relacji do PKB zwiększy się do ok. 9,5% w latach 2025-2027 wobec ok. 6,8% w 2024 r. W przypadku zwycięstwa K. Harris szacujemy, że deficyt kształtowałby się w okolicach 8,6% PKB w latach 2025-2027.

Wynik wyborów będzie miał również istotny wpływ na kursu juana względem dolara. Już w okresie przedwyborczym możemy zaobserwować istotny wzrost jego zmienności. W przypadku realizacji scenariusza „republikańskiej fali” i związanej z nim podwyżki ceł, możemy spodziewać się wzrostu kursu USDCNY do ok. 7,30 na koniec 2024 r. i 7,50 w II poł. 2025 r. Uważamy, że czynnikiem łagodzącym deprecjację juana będą interwencje walutowe ze strony LBC.

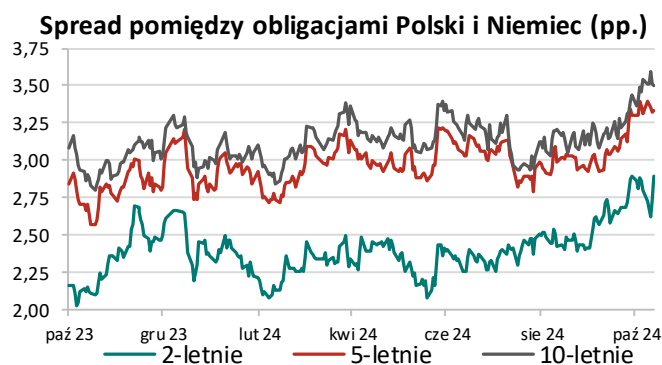
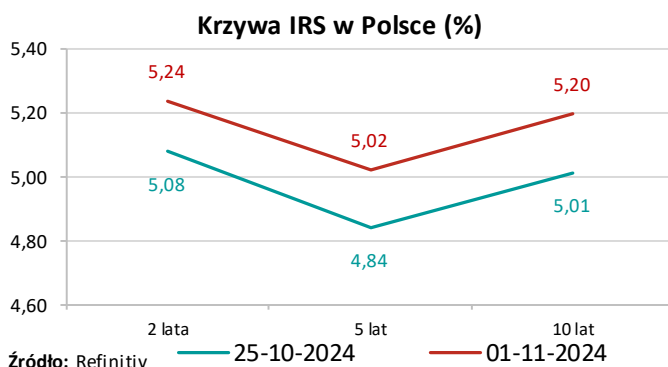
Niezależnie od wyników wyborów w USA, Chiny będą musiały zmierzyć się z szeregiem innych problemów. Eksport, który od lat stanowił jeden z głównych filarów wzrostu PKB w Chinach, pozostaje mocną stroną gospodarki Chin, szczególnie w ramach „nowej trójki” – samochodów elektrycznych, paneli solarnych i baterii. Jednak właśnie te produkty znajdują się w centrum nowo wprowadzanych barier celnych (nie tylko ze strony USA, ale również UE), a eksport Chin jest coraz mocniej postrzegany jako zagrożenie dla lokalnych producentów oraz źródło nierównowagi w bilansach płatniczych wielu państw. Drugim filarem wzrostu chińskiego PKB były tradycyjnie inwestycje w infrastrukturę, w tym sektor nieruchomości, w ostatnich latach znajdujący się w niekorzystnej sytuacji. O znaczeniu tego sektora oraz jego problemów dla gospodarki Chin może świadczyć spadek jego udziału w PKB z ok. 25% w 2020 r. do ok. 16% obecnie. Taka tendencja była obserwowana wraz z silnym spadkiem cen nieruchomości oraz serią bankructw i niewypłacalności kluczowych deweloperów. Z tego względu ten rynek najprawdopodobniej będzie jednym z głównych beneficjentów ekspansywnej polityki fiskalnej w najbliższej czasie. Nasze zrewidowane prognozy wzrostu gospodarczego w Chinach opublikujemy po zapoznaniu się z wynikami wyborów w USA.


Posiedzenie FOMC w centrum uwagi


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3591 (osłabienie złotego o 0,4%). Początek ubiegłego tygodnia przyniósł nieznaczne umocnienie złotego, co było korektą po istotnym wzroście kursu EURPLN w ostatnich tygodniach (por. MAKROMAPA z 28.10.2024). W środę doszło jednak do ponownego osłabienia kursu polskiej waluty, któremu sprzyjała publikacja lepszych od oczekiwań danych o PKB w strefie euro. Był to również czynnik oddziałujący w kierunku umocnienia euro względem dolara. Opublikowane w piątek dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA doprowadziły do przejściowego wzrostu kursu EURUSD.

Dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa będzie naszym zdaniem neutralna dla złotego. W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będzie przewidziane na środę posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego. Podobny wpływ może mieć również zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Jednocześnie w kierunku osłabienia złotego mogą oddziaływać oczekiwania części inwestorów na zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Kluczowy dla kursu złotego pozostanie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do wzrostu kursu EURPLN. Piątkowe aktualizacje polskiego ratingu przez agencje Fitch i S&P zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, tym samym ich wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Wybory w USA będą sprzyjać wzrostowi stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,24 (wzrost o 16pb), 5-letnie do 5,02 (wzrost o 18pb), a 10-letnie do 5,20 (wzrost o 19pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej. W kierunku zwiększenia rentowności na rynkach bazowych sprzyjają rosnące oczekiwania części inwestorów na zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Wzrostowi rentowności w Niemczech sprzyjała z kolei publikacja lepszych od oczekiwań danych o PKB w strefie euro.

Uważamy, że dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa będzie neutralna dla krzywej. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie przewidziane na środę posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Podobny efekt może mieć także zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Jednocześnie w kierunku wzrostu stawek mogą oddziaływać natomiast oczekiwania części inwestorów na zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Istotnym czynnikiem dla krzywej pozostanie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do zwiększenia stawek IRS. Piątkowe aktualizacje polskiego ratingu przez agencje Fitch i S&P zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, tym samym ich wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

| Wskaźnik | 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 | lis 24 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa referencyjna NBP* (%) | 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 | 5,75 |
| Kurs EURPLN* | 4,45 | 4,35 | 4,33 | 4,32 | 4,31 | 4,29 | 4,33 | 4,27 | 4,30 | 4,29 | 4,28 | 4,28 | 4,35 | 4,37 |
| Kurs USDPLN* | 4,21 | 4,00 | 3,93 | 4,00 | 3,99 | 3,97 | 4,06 | 3,94 | 4,02 | 3,96 | 3,87 | 3,85 | 4,01 | 4,08 |
| Kurs CHFPLN* | 4,62 | 4,56 | 4,64 | 4,64 | 4,52 | 4,40 | 4,41 | 4,36 | 4,47 | 4,50 | 4,56 | 4,54 | 4,63 | 4,70 |
| Inflacja CPI (r/r, %) | 6,6 | 6,6 | 6,2 | 3,7 | 2,8 | 2,0 | 2,4 | 2,5 | 2,6 | 4,2 | 4,3 | 4,9 | 5,0 | |
| Inflacja bazowa (r/r, %) | 8,0 | 7,3 | 6,9 | 6,2 | 5,4 | 4,6 | 4,1 | 3,8 | 3,6 | 3,8 | 3,7 | 4,3 | 4,2 | |
| Produkcja przemysłu (r/r, %) | 2,0 | -0,3 | -3,5 | 3,0 | 3,2 | -5,7 | 7,8 | -1,6 | 0,0 | 5,3 | -1,3 | -0,4 | 1,8 | |
| Inflacja PPI (r/r, %) | -4,2 | -5,1 | -6,9 | -10,6 | -10,0 | -9,9 | -8,5 | -7,0 | -5,8 | -5,1 | -5,5 | -6,3 | -6,3 | |
| Sprzedaż detaliczna (r/r, %) | 4,8 | 2,6 | 0,5 | 4,6 | 6,7 | 6,0 | 4,3 | 5,4 | 4,7 | 5,0 | 3,2 | -2,2 | 1,3 | |
| Wynagrodzenie w SP (r/r, %) | 12,8 | 11,8 | 9,6 | 12,8 | 12,9 | 12,0 | 11,3 | 11,4 | 11,0 | 10,6 | 11,1 | 10,3 | 10,1 | |
| Zatrudnienie w SP (r/r, %) | -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 | 5,1 | 5,4 | 5,4 | 5,3 | 5,1 | 5,0 | 4,9 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | |
| Saldo ROB (mln EUR) | 2121 | 1182 | -102 | 1575 | 1752 | 1239 | 623 | -451 | 485 | -1116 | -2827 | -1955 | | |
| Eksport (r/r, %, EUR) | 2,1 | -2,0 | -6,3 | -3,1 | 2,0 | -8,7 | 7,5 | -6,0 | -7,3 | 4,7 | -3,3 | 1,4 | | |
| Import (r/r, %, EUR) | -6,0 | -6,1 | -9,3 | -4,1 | 2,1 | -7,2 | 4,7 | 0,1 | 0,6 | 9,1 | 4,9 | 7,6 | | |

* 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 | 2,1 | 2,9 | 2,5 | 2,1 | 2,0 | 1,8 | -0,3 | 3,6 | 2,2 | |
| Inwestycje (% r/r) | -1,8 | 2,7 | 2,2 | -5,8 | 5,5 | 7,5 | 8,4 | 8,7 | 12,6 | -1,4 | 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 | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 1,2 | 1,2 | 0,9 | -0,2 | 2,0 | 1,3 |
| | Inwestycje (pp.) | -0,2 | 0,4 | 0,4 | -1,4 | 0,7 | 1,2 | 1,3 | 2,0 | 2,1 | -0,3 | 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 04.11.2024 r. | | | | | |
| 9:00 | Polska | Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Październik | 48,6 | 48,3 48,4 |
| 9:55 | Niemcy | Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Październik | 42,6 | 42,6 42,6 |
| 10:00 | Strefa euro | Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Październik | 45,9 | 45,9 45,9 |
| 10:30 | Strefa euro | Indeks Sentix (pkt.) | Listopad | -13,8 | -12,5 |
| 16:00 | USA | Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m) | Wrzesień | -0,2 | -0,4 |
| Wtorek 05.11.2024 r. | | | | | |
| 16:00 | USA | Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.) | Październik | 54,9 | 53,8 53,8 |
| Środa 06.11.2024 r. | | | | | |
| | Polska | Decyzja o stopach procentowych NBP (%) | Listopad | 5,75 | 5,75 5,75 |
| 8:00 | Niemcy | Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m) | Wrzesień | -5,8 | 1,8 |
| 10:00 | Strefa euro | Indeks PMI dla usług (pkt.) | Październik | 51,2 | 51,2 51,2 |
| 10:00 | Strefa euro | Finalny indeks Composite PMI | Październik | 49,7 | 49,7 49,7 |
| 11:00 | Strefa euro | Inflacja PPI (% r/r) | Wrzesień | -2,3 | -3,5 |
| Czwartek 07.11.2024 r. | | | | | |
| | Chiny | Bilans handlowy (mld USD) | Październik | 81,7 | 75,1 |
| 8:00 | Niemcy | Produkcja przemysłowa (% m/m) | Wrzesień | 2,9 | -1,0 |
| 8:00 | Niemcy | Bilans handlowy (mld €) | Wrzesień | 22,5 | 20,9 |
| 11:00 | Strefa euro | Sprzedaż detaliczna (% m/m) | Wrzesień | 0,2 | 0,5 |
| 13:00 | Wlk. Brytania | Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%) | Listopad | 5,00 | 4,75 |
| 16:00 | USA | Zapasy w hurtowniach (% m/m) | Wrzesień | -0,1 | -0,1 |
| 16:00 | USA | Sprzedaż hurtowa (% m/m) | Wrzesień | -0,1 | |
| 20:00 | USA | Decyzja o stopach procentowych Fed (%) | Listopad | 5,00 | 4,75 4,75 |
| Piątek 08.11.2024 r. | | | | | |
| 16:00 | USA | Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.) | Listopad | 70,5 | 71,5 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


Jakub BOROWSKI

 Główny Ekonomista
 tel.: 600 457 021

jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krzysztof JAWORSKI

 Starszy Ekonomista
 tel.: 512 191 822

krzysztian.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.