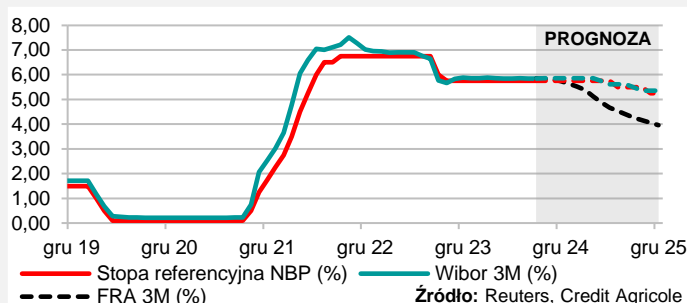
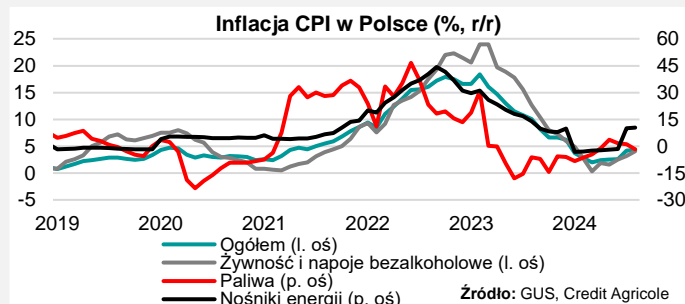


W tym tygodniu




Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75%). Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego we wrześniu. Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensem 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 perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Podczas ostatniej konferencji A. Głapiński powiedział, że dyskusja o dostosowaniu polityki pieniężnej może być zasadna przed powrotem inflacji do celu, najpewniej w II połowie 2025 r., aczkolwiek wcześniejsza obniżka nie jest wykluczona. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.




Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja wstępnych danych o wrześniowej inflacji w Polsce. Naszym zdaniem zwiększyła się ona do 4,8% r/r wobec 4,3% w sierpniu. Wyższa inflacja we wrześniu będzie przede wszystkim skutkiem wzrostu dynamiki cen żywności związanego ze słabymi zbiorami owoców i warzyw w tym roku. Ponadto inflacja bazowa zwiększyła się naszym zdaniem do 4,0% r/r we wrześniu wobec 3,7% w sierpniu ze względu na efekty niskiej bazy. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (4,9%), a tym samym jej materializacja będzie naszym zdaniem lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Prognozujemy, że zwiększyło się ono o 145 tys. osób we wrześniu wobec wzrostu o 142 tys. w sierpniu, przy stopie bezrobocia pozostającej na poziomie 4,2%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. we wrześniu wobec wzrostu o 99 tys. w sierpniu). We wtorek opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Naszym zdaniem, wzrósł on we wrześniu do 47,5 pkt. z 47,2 pkt. w sierpniu, pozostając szóstym miesiącem z rzędu poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Z kolei w piątek poznamy indeks ISM poza przetwórstwem dla USA, który naszym zdaniem wzrósł we wrześniu do 51,7 pkt. z 51,5 pkt. w sierpniu. Pomimo powrotu indeksu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej spadek i wzrost aktywności, będzie on nadal wyraźnie niższy niż w 2023 r. i na początku br. Sygnalizuje to wysokie prawdopodobieństwo spowolnienia wzrostu gospodarczego w USA w drugiej połowie 2024 r. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

-  **We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się we wrześniu do 1,7% r/r wobec 2,2% w sierpniu, co wynikało z niższej dynamiki cen żywności, nośników energii i inflacji bazowej. Dzisiaj dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zmniejszyła się ona do 1,7% r/r we wrześniu wobec 2,0% w sierpniu. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się poniżej konsensusu (1,9%), a tym samym jej realizacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i cen długu.
-  **We wtorek opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa.** Prognozujemy, że zmniejszył się on we wrześniu do 47,6 pkt. wobec 47,8 pkt. w sierpniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku wskaźnika było pogorszenie koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu rynkowego (47,3 pkt.), a tym samym uważamy, że publikacja indeksu PMI dla Polski będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
-  **Dzisiaj rano poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zmniejszył się do 49,3 pkt. we wrześniu wobec 50,4 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.).** W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, bieżącej produkcji i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla zapasów. W danych na szczególną uwagę zasługuje silny spadek składowej dla nowych zamówień, która obniżyła się wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. osiągając najniższą wartość od września 2022 r. Zgodnie z komunikatem ankietowane firmy tłumaczyły obniżenie zamówień spadkiem popytu wewnętrznego, zwiększoną konkurencją oraz słabą ogólną koniunkturą. We wrześniu doszło również do spadku składowej dla zamówień eksportowych, co było tłumaczone pogarszającymi się perspektywami gospodarczymi na zagranicznych rynkach. Na nieznaczną poprawę koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast opublikowany dzisiaj indeks NBS PMI, który zwiększył się we wrześniu do 49,8 pkt. wobec 49,1 pkt. w sierpniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (49,5 pkt.). Dostrzegamy lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą chiński PKB zwiększy się w III kw. o 4,6% wobec wzrostu o 4,7% w II kw., a w całym 2024 r. wzrośnie o 4,7% wobec 5,2% w 2023 r. Tempo wzrostu gospodarczego może spowolnić silnie mimo ogłoszonego we wrześniu znaczącego pakietu stymulacyjnego (skoncentrowanego na dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej oraz fiskalnej, a także pobudzeniu aktywności na rynku nieruchomości). Uważamy, że dane z Chin są lekko negatywne dla kursu złotego.

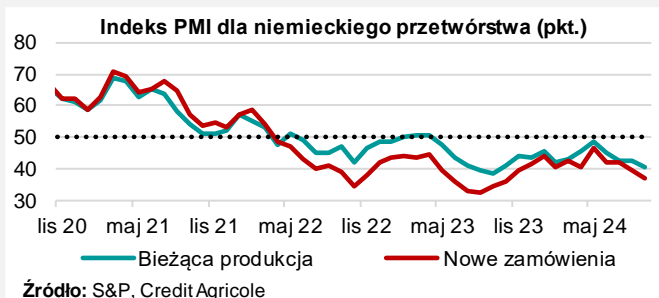
W zeszłym tygodniu

-  **Dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w sierpniu do 3,2% r/r wobec 5,0% w lipcu, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (4,2%).** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych obniżyła się w sierpniu do 2,6% wobec 4,4% w lipcu, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (3,4%) i naszej prognozy (3,5%). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w sierpniu o 1,9% m/m. Tym samym pozostaje ona w łagodnym trendzie wzrostowym, sugerując kontynuację umiarkowanego ożywienia popytu konsumpcyjnego. Spadek realnej dynamiki sprzedaży detalicznej odnotowano w większości kategorii, czemu sprzyjał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. W konsekwencji, szacowane przez nas tempo wzrostu tzw. sprzedaży bazowej, czyli sprzedaży po wyłączeniu samochodów, paliw i żywności sprzedawanej w wyspecjalizowanych sklepach obniżyło się w sierpniu do 1,4% r/r wobec 2,7% w lipcu i od czerwca br. pozostaje w trendzie spadkowym (por. MAKROpuls z 23.09.2024). Dane o sprzedaży detalicznej, w połączeniu z wynikami badań koniunktury konsumenckiej są zatem spójne z naszym scenariuszem

zakładającym stopniowy spadek dynamiki konsumpcji w kolejnych kwartałach (3,3% r/r w III kw. i 2,9% w IV kw. wobec 4,7% w II kw. i 4,6% w I kw.).

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce zmniejszyła się w sierpniu do -9,6% r/r wobec -1,4% w lipcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (-7,2%) i naszej prognozy (-8,5%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w sierpniu o 0,5% m/m, a tym samym pozostaje ona w wyraźnym trendzie spadkowym. W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu nieodsezonowanej produkcji budowlano-montażowej pomiędzy lipcem a sierpniem oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. W konsekwencji roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej silnie obniżyła się w dwóch z trzech raportowanych kategorii: „roboty budowlane specjalistyczne” oraz „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”. Nieznaczny wzrost rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej został odnotowany jedynie w kategorii „budowa budynków”, czemu sprzyja obserwowana w ostatnich miesiącach poprawa aktywności w budownictwie mieszkaniowym (por. MAKROpuls z 25.09.2024). Podtrzymujemy naszą ocenę, że w kolejnych miesiącach budownictwo mieszkaniowe pozostanie czynnikiem wspierającym aktywność w budownictwie, która jest obecnie silnie ograniczana przez zmniejszoną absorpcję środków unijnych. Wpływ tego czynnika będzie w coraz większym stopniu wzmacniany przez realizację projektów w ramach KPO. Skala ożywienia może być jednak mniejsza od naszych wcześniejszych oczekiwań, ze względu na zapowiedziane przez rząd przesunięcie środków z planowanego przez rząd programu wsparcia kredytobiorców (tzw. kredyt 0%) na pomoc dla powodzi (patrz poniżej).

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro spadł we wrześniu do 48,9 pkt. wobec 51,0 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.). Obniżenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze zmniejszenia jego



składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, jak i aktywności biznesowej w usługach. W ujęciu geograficznym pogorszenie koniunktury odnotowano we Francji, w Niemczech i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniami. Warto odnotować, że szczególnie duży spadek miał miejsce w przypadku indeksu PMI dla usług we Francji (48,3 pkt. wobec 55,0 pkt.), co wynikało z wygaśnięcia efektu związanego z organizacją Igrzysk Olimpijskich w Paryżu. Kluczowy z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa zmniejszył się we wrześniu do 40,3 pkt. wobec 42,4 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (42,3 pkt.). Tym samym osiągnął on najniższą wartość od września 2023 r. W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji, nowych zamówień i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Zgodnie z komunikatem, skutkiem zmniejszenia aktywności w niemieckim przetwórstwie jest utrzymujący się spadek zatrudnienia, który osiągnął we wrześniu najszybsze tempo od 2009 r. (wyłączając początkową fazę pandemii), co było związane z dużymi zwolnieniami w branży motoryzacyjnej. Słabe nastroje w niemieckim przetwórstwie znalazły odzwierciedlenie w dalszym spadku indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, który po raz pierwszy od lutego 2024 r. obniżył się poniżej granicy 50 pkt. Zgodnie z komunikatem istotnym źródłem pogorszenia oczekiwań niemieckich firm były napływające doniesienia medialne o problemach firmy Volkswagen, które mogą przenieść się na inne sektory niemieckiego przetwórstwa związane z branżą motoryzacyjną. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach, który spadł we wrześniu do 85,4 pkt. wobec

86,6 pkt. w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (86,0 pkt.). Zmniejszenie indeksu wynikało z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury miało szeroki zakres i objęło 3 z 4 badanych sektorów gospodarki (przetwórstwo, usługi, handel), podczas gdy budownictwo odnotowano poprawę sytuacji. Średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro zmniejszyła się w III kw. do 50,0 pkt. wobec 51,6 pkt. w II kw., co stanowi wsparcie dla naszego zrewidowanego scenariusza wzrostu gospodarczego w strefie euro (patrz poniżej).

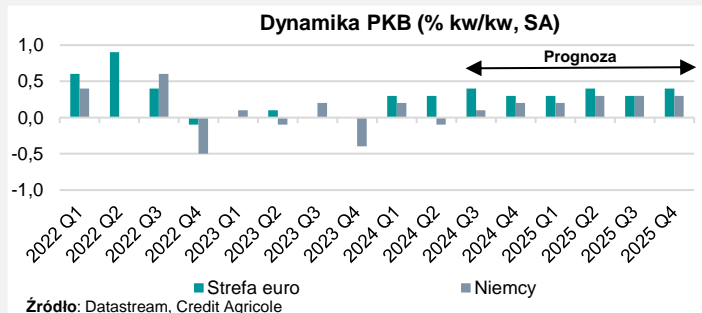
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z trzecim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA w II kw. nie zmieniło się w porównaniu do drugiego szacunku i wyniosło 3,0%. Złożyły się na to wyższe wkłady zapasów i wydatków rządowych oraz niższe wkłady konsumpcji prywatnej, eksportu netto i inwestycji. Tym samym, trzeci szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu w amerykańskiej gospodarce w II kw., podobnie jak w I kw., była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która zmniejszyła się w sierpniu do 2,2% r/r wobec 2,5% w lipcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (2,3%). Jednocześnie inflacja bazowa zwiększyła się do 2,7% r/r w sierpniu wobec 2,6% w lipcu. Niemniej odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych obniżyła się w sierpniu do 0,1% m/m wobec 0,2% w lipcu, wskazując na słabnącą presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. Dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w sierpniu do 0,0% m/m wobec 9,9% w lipcu (rewizja w górę z 9,8%) i ukształtowała się powyżej oczekiwań rynku (-2,6%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w sierpniu do 0,5% wobec -0,1% w lipcu. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zwiększyła się w sierpniu do 0,2% r/r wobec -0,2% w lipcu. Nieznacznie wzrosła również jej trzymiesięczna średnia ruchoma, co wskazuje na lekką poprawę perspektyw inwestycji w USA. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również dane o sprzedaży nowych domów (716 tys. w sierpniu wobec 751 tys. w lipcu). Uwzględniając opublikowane dwa tygodnie temu dane o nowych pozwoleniach na budowę, rozpoczętych budowach domów oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (por. MAKROmapa z 23.09.2024) oceniamy, że aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości pozostaje na obniżonym poziomie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Na pogorszenie nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się we wrześniu do 98,7 pkt. wobec 105,6 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (104,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się we wrześniu do 70,1 pkt. wobec 67,9 pkt. w sierpniu i 69,0 pkt. we wstępnym szacunku. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia się jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się do 1,7% w III kw. wobec 3,0% w II kw. Jednocześnie, zgodnie z naszym scenariuszem w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 2,5% wobec wzrostu o 2,9% w 2023 r.

W zeszłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB). SNB podjął decyzję o obniżeniu głównej stopy procentowej o 25pb do poziomu 1,00%, co było zgodne z konsensusem rynkowym. Po raz kolejny obniżka została uzasadniona stwierdzeniem, że presja inflacyjna zmniejszyła się od ostatniego posiedzenia banku centralnego. W komunikacie znalazł się również zapis, że w nadchodzących kwartałach mogą być konieczne dalsze obniżki stopy procentowej, jeżeli wymagałaby tego stabilizacja cen w średnim okresie. SNB ponownie zakomunikował również swoją gotowość do interwencji walutowych w razie potrzeby, zwracając uwagę na postępującą aprecjację franka szwajcarskiego. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także najnowsze projekcje makroekonomiczne SNB. Ścieżka inflacji na kolejne lata została zrewidowana w dół do 1,2% w 2024 r. (1,3% w czerwcowej projekcji), 0,6% w 2025 r. (1,1%) i 0,7% w 2026 r. (1,0%)., co zostało uzasadnione niższym punktem startowym z uwagi na aprecjację franka szwajcarskiego i spadek cen ropy naftowej oraz zapowiedzianą na początek

2025 r. obniżkę cen energii elektrycznej. Ubiegłotygodniowa decyzja SNB jest spójna z naszą prognozą kursów EURCHF (0,94 na koniec 2024 r. i 0,98 na koniec 2025 r.) oraz CHFPLN (4,51 na koniec 2024 r. i 4,29 na koniec 2025 r.). Uważamy, że w najbliższych kwartałach w kierunku umocnienia kursu franka szwajcarskiego będzie oddziaływać podwyższona niepewność geopolityczna (wybory w USA, tendencje recesyjne z USA i w strefie euro).

Ze względu na pogarszającą się koniunkturę w strefie euro (patrz powyżej), a także lepsze od naszych oczekiwań dane o PKB z II kw. w ubiegłym tygodniu zrewidowaliśmy nasze prognozy dla obszaru wspólnej waluty. Obecnie oczekujemy, że PKB w strefie euro zwiększy się o 0,4% kw/kw w III kw.

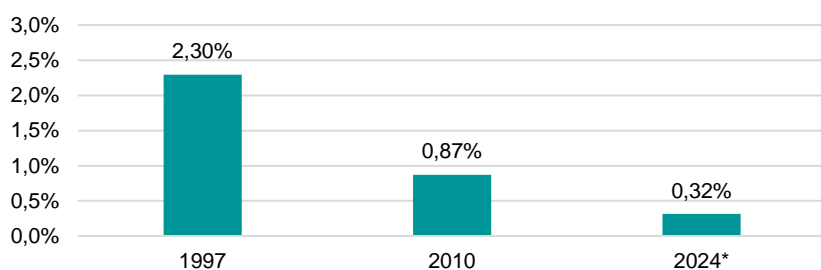
i 0,3% w IV kw. (odpowiednio 0,5% i 0,4% przed rewizją). Nieznacznie obniżyliśmy również naszą ścieżkę PKB w 2025 r. W konsekwencji uwzględniając wyższy punkt startowy w II kw. obecnie prognozujemy, że w całym 2024 r. PKB w strefie euro zwiększy się o 0,8% r/r w 2024 r. oraz o 1,3% w 2025 r. (odpowiednio 0,8% i 1,5% przed rewizją). Uważamy, że głównym źródłem wzrostu PKB w 2024 r. będzie eksport netto, podczas gdy w 2025 r. będzie to konsumpcja. Zrewidowaliśmy również prognozy PKB dla Niemiec. Prognozujemy, że PKB w Niemczech zwiększy się w III kw. o 0,1% kw/kw, a w IV kw. wzrośnie o 0,2% (0,3% w III i IV kw. przed rewizją). Zmieniliśmy również prognozowany profil PKB w 2025 r. Obecnie oczekujemy, że tempo wzrostu PKB na początku 2025 r. będzie niższe niż wcześniej prognozowaliśmy, natomiast w II poł. 2025 r. przyspieszy do 0,3% kw/kw (wcześniej prognozowaliśmy, że będzie to 0,2%). W konsekwencji w całym 2024 r. PKB w Niemczech zwiększy się o 0,1% r/r, a w 2025 r. o 0,8% (odpowiednio 0,1% i 1,1% przed rewizją). Głównym źródłem wzrostu PKB w Niemczech w 2024 r. będzie, podobnie jak w przypadku całej strefy euro eksport netto, podczas gdy 2025 r. będzie to konsumpcja. Prognozowana przez nas mniejsza skala ożywienia gospodarczego w strefie euro w najbliższych kwartałach, w tym w Niemczech, jest spójna z naszym scenariuszem wzrostu PKB dla Polski (2,3% r/r w 2024 r. oraz 3,5% w 2025 r.).



Jaki będzie wpływ powodzi na wzrost gospodarczy?

Powódź, która w ciągu ostatnich dwóch tygodni przetoczyła się przez południowo-zachodnią Polskę, spowodowała znaczne zniszczenia, a jednocześnie może prowadzić do istotnego wzrostu wydatków publicznych związanych z koniecznością odtworzenia majątku trwałego. Poniżej przedstawiamy szacunkową skalę strat, obciążenia dla budżetu oraz ich wpływ na wzrost PKB Polski w najbliższych latach.

Straty związane z powodzią w Polsce (% PKB)



*Wstępny szacunek, brak danych dla w. śląskiego i części dotkniętych miejscowości
Źródło: informacje prasowe, Datastream, Credit Agricole

1997 roku (2,3% ówczesnego PKB) oraz 12,5 mld zł w 2010 roku (0,9% PKB).

Fala powodziowa, z którą mieliśmy do czynienia we wrześniu 2024 r. nie jest pierwszym tego rodzaju kataklizmem w historii III RP. Czternaście lat wcześniej, w 2010 roku, kraj dotknęła powódź, która znacznie zniszczyła dorzecze Wisły. Jeszcze wcześniej, w 1997 r., miała miejsce tzw. „powódź tysiąclecia” – jedno z najbardziej dramatycznych wydarzeń ostatnich dekad. Straty wywołane tymi powodzią wyniosły, według szacunków, 12 mld zł w

W przypadku obecnej powodzi, dysponujemy jedynie wstępnymi szacunkami, które według wojewodów wynoszą 4,2 mld zł (ok. 0,3% PKB). Oczekuje się jeszcze dodatkowych danych, szczególnie z województwa śląskiego i kilku szczególnie poszkodowanych miejscowości. Nawet przy założeniu, że szacunki te wzrosną, widać, że skala szkód jest znacznie mniejsza niż w przypadku poprzednich katastrof naturalnych (por. wykres). Głównym powodem tej różnicy jest fakt, że tegoroczna powódź nie dotknęła bezpośrednio żadnego miasta wojewódzkiego, a jedynym większym miastem, które ucierpiało, była Jelenia Góra. W przeciwieństwie do poprzednich powodzi, które zalały m.in. część Wrocławia i Opola, obecnie mieliśmy do czynienia z mniejszą liczbą osób poszkodowanych. Stan kryzysowy wprowadzony w związku z obecną powodzią objął całych 29 powiatów i 9 gmin w kolejnych powiatach na terenie czterech województw, jednak poważne zniszczenia wystąpiły jedynie w 21 gminach, zamieszkiwanych przez niecałe 400 tys. osób (1,1% populacji Polski według danych GUS). Szef KPRM J. Grabiec szacuje liczbę najbardziej poszkodowanych na 57 tys. (0,2% populacji).

Najpoważniejsze straty dotyczą nieruchomości, w tym obiektów użyteczności publicznej, takich jak szpital w Nysie oraz infrastruktury drogowej i kolejowej. Istotne są również zniszczenia budynków mieszkalnych. Zniszczenia infrastruktury produkcyjnej są niewielkie, co pozwala zakładać, że nie nastąpią poważne przerwy w produkcji. Udział zalanych gruntów rolnych również jest stosunkowo mały – powódź dotknęła 120 tys. ha użytków rolnych (0,8% ogółu), z czego na 27 tys. ha (0,3% powierzchni zasiewów) nie zebrano jeszcze plonów, głównie kukurydzy, soi, ziemniaków i buraków cukrowych. Wpływ powodzi na polskie rolnictwo wydaje się więc ograniczony, a tym samym nie powinien prowadzić do wzrostu cen żywności. Podsumowując, uważamy, że powódź nie oddziaływała w kierunku znaczącego zmniejszenia możliwości produkcyjnych, które obniżyłyby perspektywy wzrostu gospodarczego w średnim okresie. Branżą, która została relatywnie mocniej dotknięta powodzią na tle innych sektorów są usługi (głównie zakwaterowanie i rekreacja), jednak i w ich przypadku będzie miało to zanedbywalny wpływ na wzrost PKB.

Skala środków, jakie rząd planuje przeznaczyć na walkę ze skutkami powodzi, nie jest jeszcze doprecyzowana i zależy od decyzji, które zostaną podjęte przez rząd w najbliższym czasie. Premier D. Tusk zadeklarował możliwość finansowania na poziomie 23 mld zł, zastrzegając jednak, że nie oznacza to konieczności wydania całej tej kwoty. Minister finansów A. Domański zapowiedział natomiast, że na chwilę obecną w tegorocznym budżecie zabezpieczono 2 mld zł, z możliwością dalszego zwiększenia tej

kwoty. Z kolei w weekend Rada Ministrów przyjęła poprawki do ustawy budżetowej na 2025 r. Wśród zmian w projekcie pojawiło się zwiększenie rezerwy celowej na przeciwdziałanie i usuwanie skutków klęsk żywiołowych o 2,19 mld zł do 3,19 mld zł. Minister finansów, A. Domański w trakcie konferencji dodał, że w 2025 r. rząd przekaze 738 mln zł z rezerwy subwencji ogólnej samorządom dotkniętym powodzią. Istotnym elementem w zakresie finansowania działań rządu jest wsparcie z Komisji Europejskiej – przewodnicząca U. von der Leyen zapowiedziała, że Polska będzie mogła przesunąć 5 mld euro z funduszu spójności na niwelowanie skutków powodzi. Należy podkreślić, że będą to jednak środki, które i tak przysługiwałyby Polsce w ramach siedmioletniej perspektywy finansowej. Można jednak oczekiwać, że te środki zostaną wydane szybciej niż wynikałoby to z pierwotnego planu. Szefowa KE zapowiedziała, że zmienią się zasady wydawania tych pieniędzy – będą one wykorzystywane na zasadzie prefinansowania, a nie (jak dotychczas) zwrotu za poniesione już wydatki. Ponadto zniesiono wymóg wkładu własnego, co oznacza, że podmioty publiczne będą mogły finansować przedsięwzięcia w 100% ze środków unijnych bez konieczności angażowania własnych funduszy.

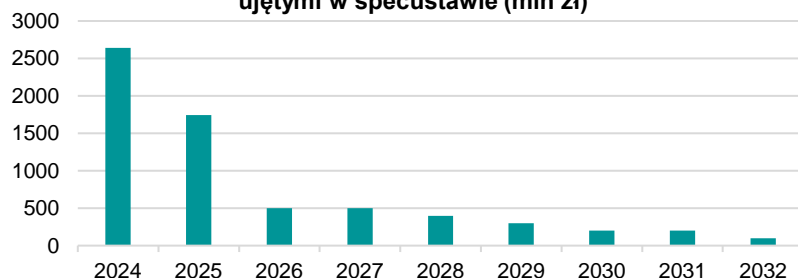
Wydatki budżetowe w 2024 r. w ramach projektu specustawy (mln zł) - łącznie 2,5 mld zł



Źródło: Sejm RP, Credit Agricole

wsparcie inwestycji mieszkaniowych, 0,2 mld zł na wydatki drogowe, a 0,3 mld zł zostanie rozdysponowane z wykorzystaniem Rządowego Funduszu Rozwoju Dróg (RFRD). W 2025 r. wydatki będą skoncentrowane w zakresie wydatków drogowych. Warto jednak zaznaczyć, że w najbliższych miesiącach najpewniej wprowadzone zostaną kolejne akty prawne wiążące się z dalszymi wydatkami na rzecz odbudowy i prewencji, zatem łączne wydatki mogą być o wiele większe niż te przedstawione bezpośrednio w specustawie – i ostatecznie mogą bliższe kwoty 23,0 mld zł wymienionej przez premiera D. Tuska. Wpływ dalszych wydatków będzie jednak rozłożony na wiele lat, co wynikać będzie z czasochłonnej natury prac budowlanych, szczególnie tych dotyczących budowy dużych obiektów hydrologicznych.

Wydatki sektora finansów publicznych związane z działaniami ujętymi w specustawie (mln zł)



*Nie obejmuje kategorii „Wydatki emisja SPW na rzecz RFRD”

Źródło: Sejm RP, Credit Agricole

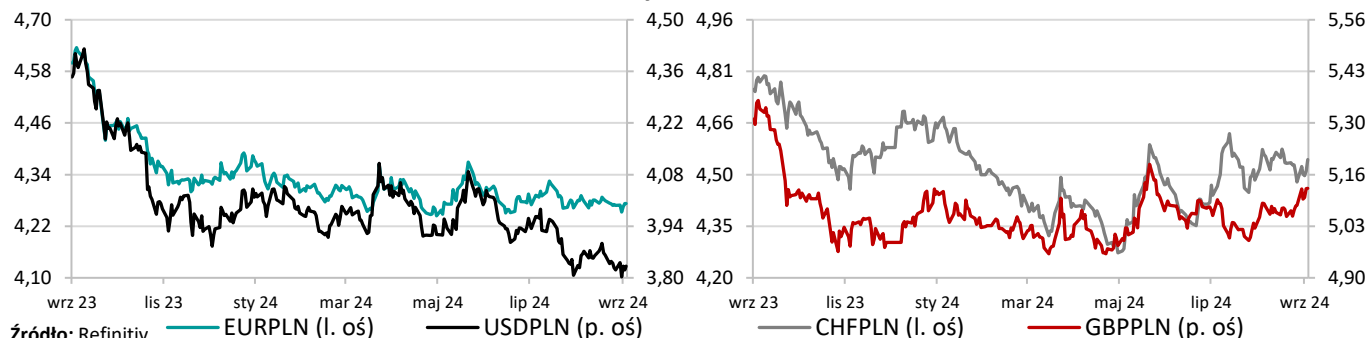
przejściowego wzrostu popytu na trwałe dobra konsumpcyjne, związane z koniecznością zastąpienia zalanych pojazdów, mebli, sprzętu RTV, AGD i innych dóbr, które normalnie byłyby wymieniane w późniejszym terminie. Warto zwrócić uwagę, że odbudowa infrastruktury i budownictwa mieszkaniowego w 2025 r. przyczyni się do wzrostu aktywności w sektorze budowlanym w okresie spodziewanego boomu budowlanego (powiązanego z cyklem w absorpcji środków unijnych). Z uwagi na ograniczone moce produkcyjne firm budowlanych, ten czynnik będzie oddziaływał w kierunku silniejszego wzrostu cen

Zgodnie z oceną skutków regulacji do "Specustawy powodziowej" przewiduje się, że w horyzoncie 10 lat działania pomocowe rządu będą oddziaływały w kierunku pogorszenia salda finansów publicznych o łącznie 6,6 mld zł. Wydatki są jednak głównie skoncentrowane w ciągu lat 2024 (2,6 mld zł, 0,08% PKB) i 2025 (1,7 mld zł, 0,05% PKB). W 2024 r. m.in. 1 mld zł trafi na odbudowę infrastruktury kolejowej, 0,5 mld zł na

Profil czasowy i skala planowanych wydatków ze strony rządu oznacza, że, podobnie jak zniszczenia spowodowane powodzią, będą one miały ograniczony wpływ na perspektywę wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. Jednocześnie część strat zostanie pokryta przez wypłaty odszkodowań przez ubezpieczycieli, które według szacunków S&P mogą wynieść około 2,9 mld zł. (0,08% PKB). Dodatkowo, można spodziewać się

materiałów budowlanych oraz przedłużenia czasu realizację inwestycji. Uwzględniając zarysowane powyżej tendencje uważamy, że wpływ strat wywołanych powodzią, jak również ich odbudowa będzie miał zaniedbywalny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB na 2024 r. (2,3%) i 2025 r. (3,5%). Ten wpływ pozostanie również nieznaczny w przypadku scenariusza, w którym suma wydatków zbliży się do 23 mld zł.

Wstępne dane o inflacji w Polsce i w strefie euro w centrum uwagi

Kursy walutowe


Źródło: Refinitiv

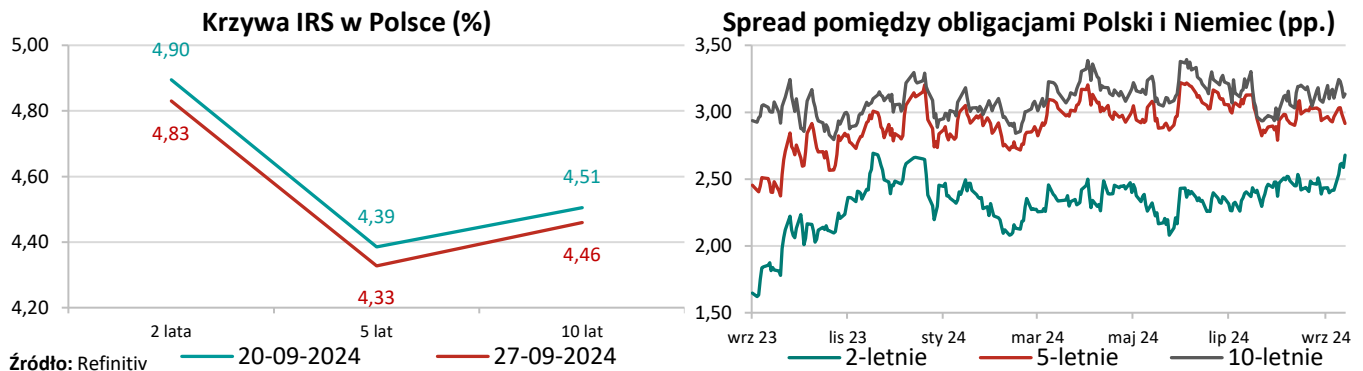
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2714 (osłabienie złotego o 0,1%). W pierwszej części tygodnia doszło do umocnienia się złotego względem euro, w znacznym stopniu ze względu na publikację słabszych od oczekiwań indeksów PMI dla strefy euro i Niemiec, która zwiększyła oczekiwania części inwestorów na obniżki stóp procentowych przez EBC. W drugiej części tygodnia doszło do korekty i wzrostu kursu EURPLN, który powrócił do poziomu zbliżonego do poniedziałkowego otwarcia.

Słabsze od oczekiwań wyniki badań koniunktury ze strefy euro doprowadziły również do osłabienia euro względem dolara. W dalszej części tygodnia doszło jednak do korekty i wzrostu kursu EURUSD, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu (por. MAKROMAPA z 23.09.2024).

Opublikowane dzisiaj rano dane o koniunkturze w chińskim przetwórstwie są lekko negatywne dla złotego. W tym tygodniu kluczowa dla inwestorów będzie zaplanowana na czwartek konferencja prezesa NBP A. Głapińskiego, podczas której możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu prognozy lekko negatywna dla kursu złotego może okazać się dzisiejsza publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. Z kolei wtorkowa publikacja wstępnego szacunku inflacji HICP w strefie euro może przynieść umocnienie złotego. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego.



Konferencja prezesa NBP może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,83 (spadek o 7pb), 5-letnie do 4,33 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 4,46 (spadek o 5pb). Na początku tygodnia doszło do wzrostu stawek IRS, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu. W dalszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkiem stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku obniżenia stawek IRS na rynkach bazowych oddziaływały rosnące oczekiwania inwestorów na obniżki stóp procentowych przez EBC, dodatkowo nasilone przez publikację słabszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie przewidziana na czwartek konferencja prezesa NBP, podczas której możemy mieć do czynienia ze zwiększoną zmiennością stawek IRS. W kierunku spadku stawek IRS mogą oddziaływać natomiast publikacje wstępnych danych o inflacji w Polsce i w strefie euro. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,27	4,27
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	3,82	3,83
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	4,54
Inflacja CPI (r/r, %)	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,8	4,8
Inflacja bazowa (r/r, %)	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,0	4,0
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,6	0,5	0,5
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,1	-5,7	-5,7
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	2,8	2,8
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,9	10,9
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0
Saldo ROB (mln EUR)	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	168	588	-1462	-1046	-1046	-1046
Eksport (r/r, %, EUR)	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-3,3	1,8	-8,5	6,5	-6,5	-6,0	4,6	-2,5	-2,5	-2,5
Import (r/r, %, EUR)	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-4,6	1,7	-7,6	7,0	-1,8	-0,2	10,5	1,6	1,6	1,6

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	3,2	2,1	2,2	3,1	3,3	3,4	3,6	0,2	2,3	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	4,7	3,3	2,9	2,5	2,1	2,0	1,8	-1,0	3,9	2,2	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	2,7	-4,1	-5,8	5,5	7,5	8,4	8,7	13,1	-2,9	7,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,5	3,4	1,5	2,5	5,3	5,7	4,3	7,1	3,4	2,0	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,1	5,4	4,9	4,7	5,1	5,3	4,3	3,9	-2,0	3,7	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,7	1,9	1,4	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,5	2,2	1,3
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	0,7	1,2	1,3	2,0	2,1	-0,5	1,3
	Eksport netto (pp.)	0,4	-0,8	-1,6	-0,9	0,4	0,5	0,2	1,8	3,3	-0,8	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,5	1,4	1,2	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	1,6	0,8	0,6	
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	4,4	5,2	5,5	5,2	3,6	3,4	11,6	3,7	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,86	5,86	5,61	5,49	5,36	5,88	5,86	5,36	
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	4,27	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,97	4,02	3,83	3,93	3,92	3,87	3,83	3,75	3,93	3,93	3,75	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 30.09.2024 r.						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	49,1		49,5
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	50,4		50,5
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	4,3	4,8	4,9
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	2,0	1,7	1,9
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Wrzesień	46,1		46,7
Wtorek 01.10.2024 r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	47,8	47,6	47,3
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	40,3	40,3	40,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	44,8	44,8	44,8
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	2,2	1,7	1,9
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	47,0		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	47,2	47,5	47,5
Środa 02.10.2024 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Październik	5,75	5,75	5,75
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	6,4		6,4
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Wrzesień	99		140
Czwartek 03.10.2024 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Wrzesień	50,5	50,5	50,5
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Wrzesień	48,9	48,9	48,9
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-2,1		-2,5
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	5,0	-0,4	0,0
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Wrzesień	51,5	51,7	51,5
Piątek 04.10.2024 r.						
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	4,2	4,2	4,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Wrzesień	142	145	135

* 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