

## Słaby koniec kwartału w produkcji

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Na giełdzie amerykańskiej wzrosty indeksów akcyjnych wczoraj wytraciły impet a wczorajsza sesja upłynęła w atmosferze oczekiwania na raporty o zyskach kolejnych firm (Boeing, Tesla, United Parcel Service). Rentowności obligacji na rynkach bazowych rosły, a dolar nieznacznie umocnił się wobec euro. Tendencje na rynkach globalnych nie sprzyjały walutom regionu. Na krajowym rynku powróciło osłabienie złotego. EURPLN wzrósł w okolice 4,32 a USDPLN - do ok. 3,98. Rentowności obligacji wzrosły, zwłaszcza na dłuższym końcu krzywej, podążając za rynkami bazowymi.
- **Dziś w centrum uwagi ponownie znajdują się dane z Polski.** Obraz aktywności gospodarczej z 3q24 uzupełnią dane o **sprzedaży detalicznej za wrzesień**. Jej wzrost wg nas utrzyma się wyraźnie poniżej dynamiki realnych dochodów i wyniesie 1,4% r/r, przy utrzymującym się przesunięciu preferencji wydatkowych w kierunku usług. **Istotne będą również pierwsze informacje o koniunkturze gospodarczej w październiku, które pomogą ocenić nastroje w przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach na początku 4q24.**
- **Zwieńczeniem dzisiejszych krajowych publikacji będą dane o podaży pieniądza M3, która wg nas wzrosła o 6,8% r/r vs 7,8% r/r w sierpniu, a spowolnienie wynika z efektu wysokiej bazy.** W tle znajdują się **dane fiskalne za 2q24 dla UE i Polski**, w tym m.in. o długu, deficycie oraz inwestycjach publicznych.
- Dzisiaj opublikowany zostanie **raport World Economic Outlook** z prognozami MFW. Rozpoczyna się też trwający do jutra **szczyt BRICS w Rosji**.
- **W regionie CEE najistotniejsze będzie posiedzenie węgierskiego MNB, który powinien pozostawić stopy procentowe bez zmian** (st. bazowa 6,50%). Zesłotygodniowa wypowiedź wiceprezesa B.Viraga, sugeruje pauzę w cyklu obniżek w kolejnych miesiącach. Większa ostrożność MNB może wynikać z pogorszenia otoczenia zewnętrznego oraz obaw przed proinflacyjnym wpływem osłabienia forinta.
- **Warto również śledzić wystąpienia przedstawicieli EBC** (Prezes Ch.Lagarde, weźmie udział w panelu MFW, poza tym przemawiać będą P.Lane, K.Knot, R.Holzman) oraz przedstawicieli Fed (P.Harker).

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

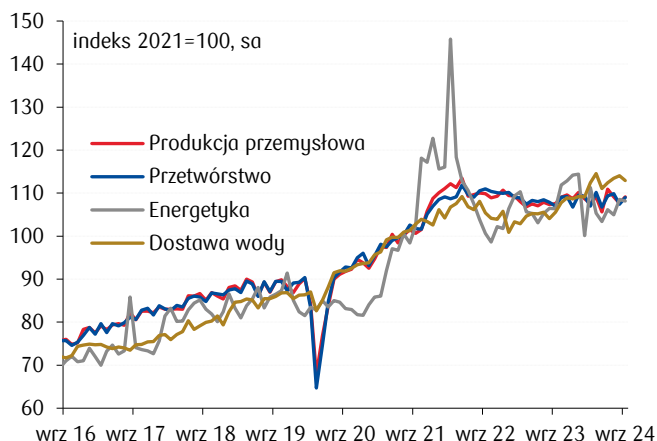
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

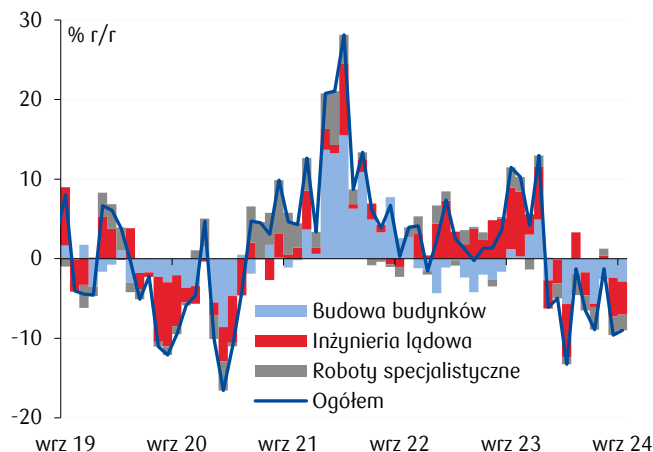
	Wartość 2024-10-21	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,3180	0,3
USDPLN	3,9852	0,5
CHFPLN	4,6067	0,6
GBPPLN	5,1874	0,3
EURUSD	1,0835	-0,2
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5,04	4
PL5Y	5,41	8
PL10Y	5,69	7
DE10Y	2,28	9
US10Y	4,19	11
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	82 084,9	-0,7
DAX	19 461,2	-1,0
S&P500	5 854,0	-0,2
Nikkei**	38 414,7	-1,4
Shanghai Comp.**	3 285,5	0,5
<b>Surowce:</b>		
Złoto	2720,82	0,1
Ropa Brent	74,29	1,7

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Główne kategorie produkcji przemysłowej



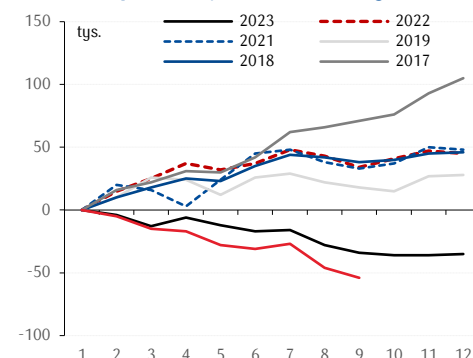
### Struktura zmiany produkcji budowlanej



## PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

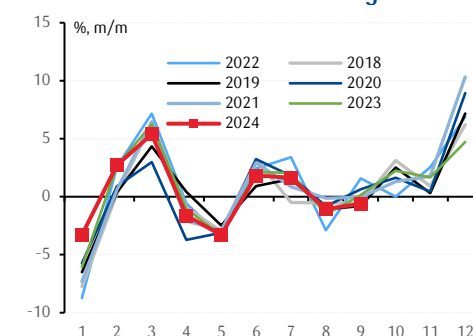
- POL:** Produkcja przemysłowa spadła o 0,3% r/r (kons. i PKOe: +0,3% r/r) wobec spadku o 1,2% r/r w sierpniu (rewizja z -1,5% r/r). W ujęciu odsezonowanym jej poziom jest relatywnie stabilny od połowy 2022. Wśród głównych ugrupowań przemysłowych obserwujemy spadek produkcji dóbr zaopatrzeniowych (-2,6% r/r) i inwestycyjnych (-1,2% r/r) przy wzroście dóbr konsumpcyjnych. W dalszym ciągu oczekujemy ożywienia w krajowym przemyśle, choć jego skala będzie mniejsza niż do niedawna sądziliśmy. Więcej w MakroFlashu: [Słaba jesień w produkcji – czekamy na wiosnę](#).
- POL:** Produkcja budowlana we wrześniu spadła o 9,0% r/r (kons.: -9,6% r/r, PKOe: -8,7% r/r) wobec spadku o 9,6% w sierpniu. To efekt negatywnego wpływu okresu przejściowego między unijnymi perspektywami finansowymi, spadku inwestycji prywatnych i w budownictwie mieszkaniowym (efekt wysokich stóp proc.). W 2025, wraz z rozruchem projektów z KPO, odbiciem inwestycji prywatnych i obniżkami stóp NBP, oczekujemy poprawy.
- POL:** Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu wzrosło o 10,3% r/r, czyli o 0,8pp wolniej od oczekiwań (PKOe i kons.: 11,1% r/r). W ujęciu realnym płace wzrosły o 5,2% r/r, najwolniej od grudnia 2023. Zatrudnienie w sektorze obniżyło się o 0,5% r/r, zgodnie z oczekiwaniami. Więcej w MakroFlashu: [Wyhamowanie płac wspiera obniżki stóp](#).
- POL:** Deflacja PPI we wrześniu wyniosła 6,3% r/r wobec 5,5% r/r w sierpniu. Za spadki cen w przetwórstwie (-5,5% r/r i -0,4% m/m) odpowiadają m.in. niższe ceny w branży naftowej. Deflacja nadal występuje jednak w większości branż.
- POL:** Z [Szybkiego Monitoringu NBP](#) wynika, że kondycja sektora przedsiębiorstw w 3q24 była osłabiona, jednak prognozy poprawiły się, zarówno na następny kwartał, jak i w perspektywie rocznej. Przyczyniła się do tego wyższa oczekiwana dynamika popytu krajowego. Jednocześnie prognozy wzrostu popytu zagranicznego, mimo nieznacznej poprawy, pozostają niskie. W danych finansowych wciąż obecna jest dywergencja nominalnego i realnego obrazu sektora – w ujęciu nominalnym przychody ze sprzedaży spadają (choć skala spadku r/r uległa zmniejszeniu), zaś w ujęciu realnym widać ożywienie (jednak dodatnia dynamika przychodów realnych r/r obniżyła się w 2q24). Mimo spadku przychodów nominalnych na poziomie całego sektora przedsiębiorstw, wzrost przychodów odnotowano w 48 spośród 76 analizowanych działów PKD. Koszty ogółem przedsiębiorstw niefinansowych w 2q24 obniżyły się o 3,3% r/r, a ich spadek był słabszy od spadku przychodów ogółem o 1,2pp. Największy wkład do spadku kosztów operacyjnych miały koszty surowców i materiałów oraz wydatki na towary przeznaczone do dalszej odsprzedaży (za sprawą m.in. spadku cen zaopatrzenia w kraju oraz umocnienia kursu złotego). Spadek kosztów dalej był ograniczany przez dwucyfrową dynamikę kosztów pracy. Jednocześnie szacunki NBP wskazują, że wzrost tej kategorii kosztów ma najsilniejszy wpływ na zyskowność przedsiębiorstw. Dane ankietowe wskazują, że w 3q24 odsetek podmiotów informujących o występowaniu presji płacowej nie zmienił się względem poprzedniego kwartału (67,0%), mimo że udział przedsiębiorstw, w których naciski na wzrost wynagrodzeń nasiliły się w stosunku do poprzedniego kwartału nieco się obniżył (o 1,1pp, do 14,3%). Jednocześnie odsetek firm planujących zwiększanie wynagrodzeń w następnym kwartale spadł, osiągając najniższy poziom od 4q20, jednak pozostając powyżej wieloletniej mediany. Realna dynamika inwestycji w 2q24 pogorszyła się względem 1q24 i wyniosła -7,9% r/r, jednak była zróżnicowana ze względu na wielkość przedsiębiorstw. W dużych nastąpił spadek o 10,8% r/r, zaś w sektorze MŚP trwa ożywienie, a inwestycje wzrosły o 9,0% r/r. Spadek nakładów inwestycyjnych był szczególnie widoczny

## Skumulowana zmiana zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw od stycznia



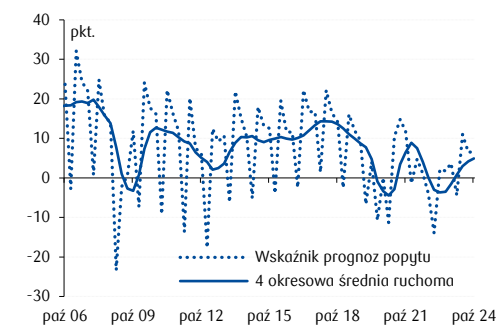
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Płace na tle wzorca sezonowego



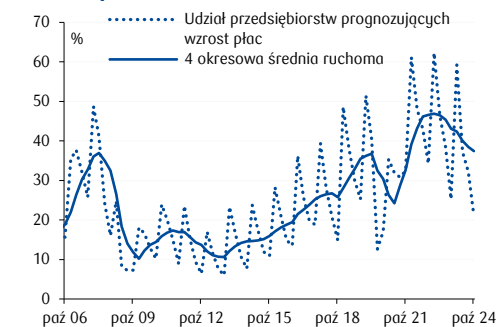
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Wskaźnik prognoz popytu



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Udział przedsiębiorstw prognozujących wzrost płac



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

w przedsiębiorstwach publicznych (-16,7% r/r) oraz samorządowych (-31,9% r/r) i wynikał m.in. z zakończenia perspektywy finansowej UE. **Optymizm inwestycyjny przedsiębiorstw w 4q24 poprawił się po przejściowym spadku w poprzednim kwartale** – wzrosła liczba firm zainteresowanych rozpoczynaniem nowych inwestycji i kontynuowaniem już rozpoczętych. Wzrosły również planowane zmiany nakładów inwestycyjnych, w perspektywie roku silniej niż w perspektywie kwartału, co sugeruje, że spadek apetytu na inwestycje może być przejściowy. W 3q24 wskaźniki płynności przedsiębiorstw uległy nieznacznemu pogorszeniu względem poprzedniego kwartału, jednak pozostają znacznie powyżej wieloletniej średniej, a w perspektywie 12 miesięcy oczekiwana jest dalsza poprawa sytuacji płynnościowej.

- **EUR: P.Kazimir (EBC)** powiedział, że dezinflacja ma "solidne podstawy" i możliwe są dalsze obniżki stóp, zastrzegając, że „wszystkie opcje pozostają na stole” do grudniowego posiedzenia EBC. **G.Simkus i M.Kazaks (EBC)** ocenili, że koszty finansowania zewnętrznego zostaną jeszcze bardziej obniżone, jeśli utrzyma się tendencja spadkowa inflacji.
- **USA: L.Logan (Dallas Fed, niegłosująca przedstawicielka FOMC)** rekomenduje obniżanie stóp procentowych w ostrożnym tempie, ponieważ otoczenie gospodarcze pozostaje niepewne. Według L.Logan mniej restrykcyjna polityka monetarna pomoże zrównoważyć ryzyko zarówno dla inflacji, jak i rynku pracy. **N.Kashkari (Minneapolis Fed, niegłosujący przedstawiciel FOMC)** powiedział, że spodziewa się mniejszej niż na ostatnim posiedzeniu skali obniżek w kolejnych kwartałach. W jego ocenie głębsze cięcia byłoby możliwe gdyby pojawiły się prawdziwe dowody, że koniunktura rynku pracy szybko się pogarsza. **M.Daly (San Francisco Fed, z prawem głosu w FOMC)** stwierdziła, że nie widzi powodów, aby cykl luzowania polityki pieniężnej miał zostać przerwany, dodając, że poziom stóp jest już restrykcyjny jak na gospodarkę, w której inflacja zmierza do 2% i nie chciałaby widzieć głębszej dekonjunktury na rynku pracy. **J.Schmid (Kansas City Fed, z prawem głosu w FOMC)** powiedział, że preferuje wolniejsze tempo redukcji stóp na kolejnych posiedzeniach, biorąc pod uwagę niepewność odnośnie do ich docelowego poziomu.
- **GER: Ceny produkcji przemysłowej we wrześniu obniżyły się o 0,5% m/m i 1,4% r/r, a skala spadku marginalnie przewyższyła oczekiwania.** Główną przyczyną deflacji cen producentów w ujęciu rocznym była kontynuacja obniżek cen energii (o 1,5% m/m i 6,6% r/r).
- **POL: Prezydent podpisał ustawę o dochodach jednostek samorządu terytorialnego.** Ustawa wprowadza zmianę w sposobie ustalania dochodów JST z tytułu udziałów w podatkach dochodowych. Dochody te mają być obliczane jako procent od dochodów podatników danego podatku z terenu danej JST.

### PPI w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 18 października</b>						
CHN: Wzrost PKB (3q)	4:00	% r/r	4,7	4,5	--	4,6
USA: Rozpoczęte budowy domów (wrz.)	14:30	mln	1,351	1,349	--	1,354
USA: Pozwolenia na budowę (wrz.)	14:30	tys.	1,470	1,450	--	1,428
<b>Poniedziałek, 21 października</b>						
GER: Inflacja PPI (wrz.)	8:00	% r/r	-0,8	-1,2	--	-1,4
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	10:00	% r/r	11,1	11,1	11,1	10,3
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	10:00	% r/r	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
POL: Produkcja przemysłowa (wrz.)	10:00	% r/r	-1,5	0,3	0,3	-0,3
POL: Inflacja PPI (wrz.)	10:00	% r/r	-5,1	-5,7	-5,7	-5,0
POL: Produkcja budowlano-montażowa (wrz.)	10:00	% r/r	-9,6	-9,6	-8,7	-9,0
<b>Wtorek, 22 października</b>						
POL: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	10:00	% r/r	2,6	2,3	1,4	--
POL: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	14:00	% r/r	7,8	6,8	6,9	--
HUN: Posiedzenie MNB (paź.)	14:00	%	6,50	6,50	6,50	--
<b>Środa, 23 października</b>						
POL: Koniunktura konsumencka (paź.)	10:00	pkt.	-13,9	-14,1	-12,0	--
POL: Stopa bezrobocia (wrz.)	10:00	%	5,0	5,0	5,0	--
EUR: Koniunktura konsumencka (paź., wst.)	16:00	pkt.	-12,9	-12,1	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (wrz.)	16:00	mln	3,86	3,90	--	--
ROM: Podaż pieniądza M2 (wrz.)	--	% r/r	10,8	--	--	--
<b>Czwartek, 24 października</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (paź., wst.)	9:30	pkt.	40,6	40,7	--	--
GER: PMI w usługach (paź., wst.)	9:30	pkt.	50,6	50,8	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (paź., wst.)	10:00	pkt.	45,0	45,3	--	--
EUR: PMI w usługach (paź., wst.)	10:00	pkt.	51,4	51,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (paź.)	14:30	tys	241	240	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (paź., wst.)	15:45	pkt.	47,3	47,5	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (wrz.)	16:00	tys	716	713	--	--
<b>Piątek, 25 października</b>						
HUN: Stopa bezrobocia (wrz.)	8:30	%	4,2	4,2	--	--
GER: Indeks Ifo (paź.)	10:00	pkt.	85,4	85,9	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	10:00	% r/r	2,9	2,9	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz., wst.)	14:30	% m/m	0,0	-1,0	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paź., rew.)	16:00	pkt.	70,1	69,5	--	--

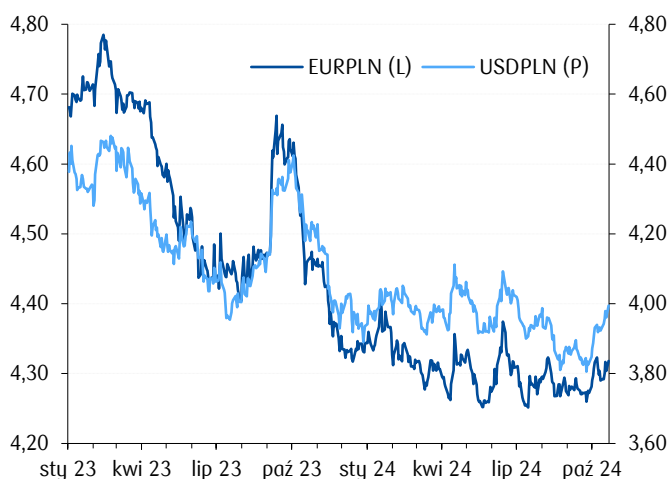
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

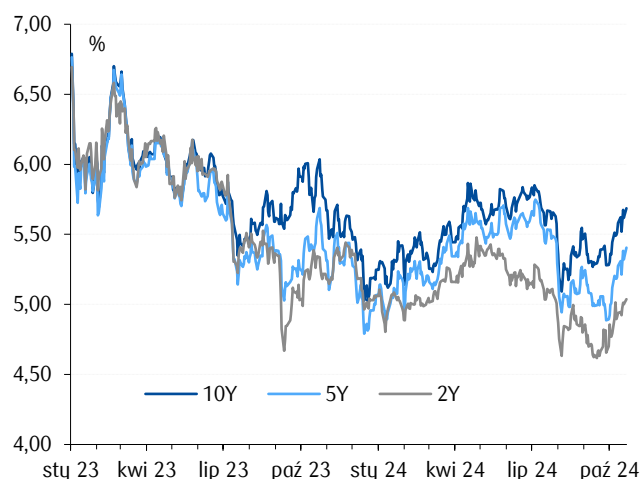
		Wartość 2024-10-21	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,3180	0,3	0,6	1,0	-3,3	-5,9
	USDPLN	3,9852	0,5	1,3	3,8	-5,2	0,8
	CHFPLN	4,6067	0,6	1,1	1,7	-2,1	7,6
	GBPPLN	5,1874	0,3	0,9	1,1	1,3	-4,4
	EURUSD	1,0835	-0,2	-0,7	-2,7	1,9	-6,6
	EURCHF	0,9373	-0,2	-0,5	-0,7	-1,2	-12,5
	GBPUSD	1,3001	-0,3	-0,4	-2,6	6,5	-5,2
	USDJPY	150,25	0,4	0,3	4,5	0,3	31,5
	EURCZK	25,28	0,2	0,1	0,7	2,6	-0,7
	EURHUF	401,90	0,5	0,3	1,8	5,3	11,0
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5,04	4	9	34	-30	322
	PL5Y	5,41	8	10	35	-28	310
	PL10Y	5,69	7	7	29	-35	294
	DE2Y	2,18	7	-8	1	-101	281
	DE5Y	2,11	9	-3	9	-66	258
	DE10Y	2,28	9	0	11	-59	243
	US2Y	4,02	8	8	43	-104	360
	US5Y	3,98	10	9	47	-82	282
	US10Y	4,19	11	11	44	-66	260
<b>Akcje</b>	WIG	82 084,9	-0,7	-1,4	0,2	20,5	10,0
	WIG20	2 278,8	-1,1	-2,1	-0,4	12,7	-7,4
	S&P500	5 854,0	-0,2	-0,1	2,4	38,8	30,5
	NASDAQ100	20 361,5	0,2	-0,4	2,6	39,4	33,1
	Shanghai Composite**	3 285,5	0,5	0,0	19,5	11,8	-7,9
	Nikkei**	38 408,7	-1,4	-3,0	1,8	23,9	32,3
	DAX	19 461,2	-1,0	-0,2	3,3	31,5	25,8
	VIX	18,36	0,3	-1,6	1,9	-8,2	-6,8
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	74,3	1,7	-4,1	0,5	-17,3	-11,9
	Ropa WTI	71,2	2,0	-6,5	-0,2	-17,5	-13,8
	Złoto	2720,8	0,1	2,8	3,5	37,6	53,9

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

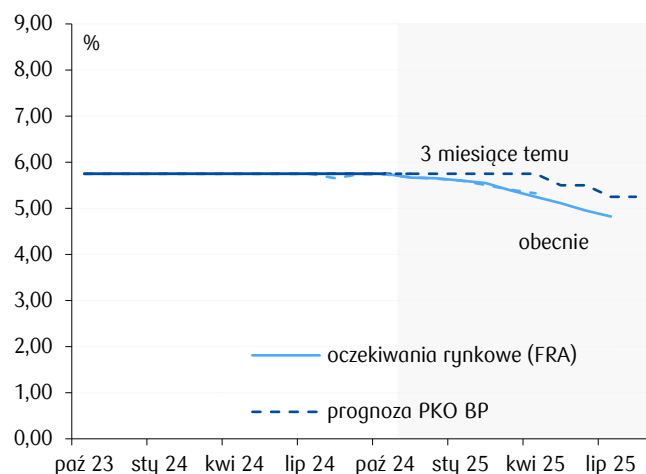
Notowania złotego wobec głównych walut



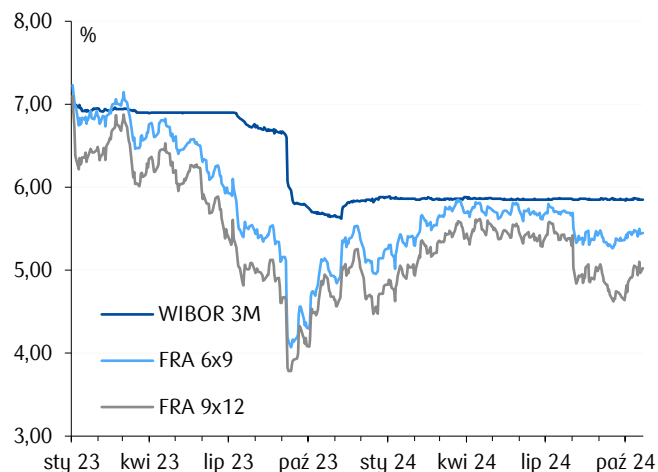
Rentowności polskich obligacji skarbowych



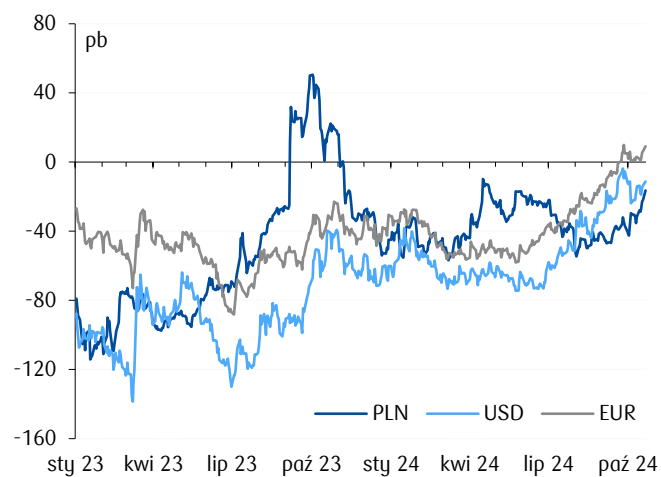
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



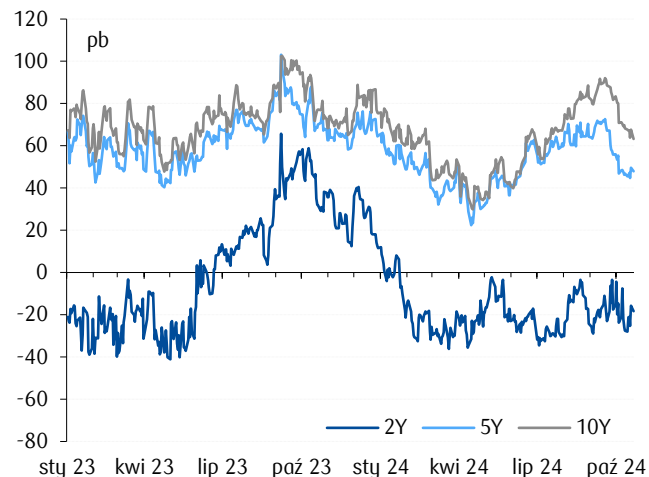
### Krótkoterminowe stopy procentowe



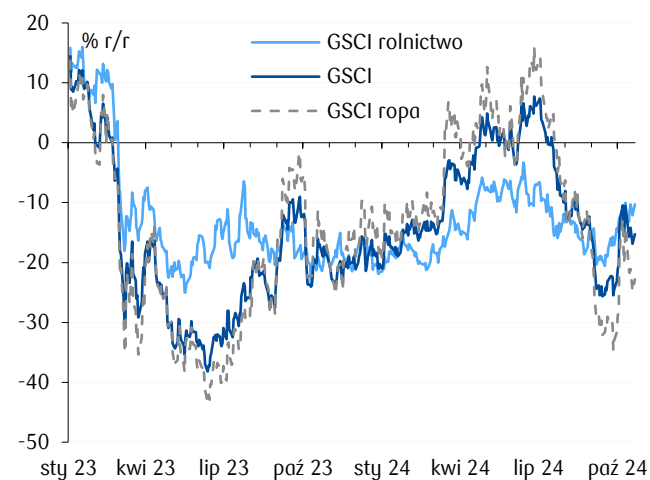
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



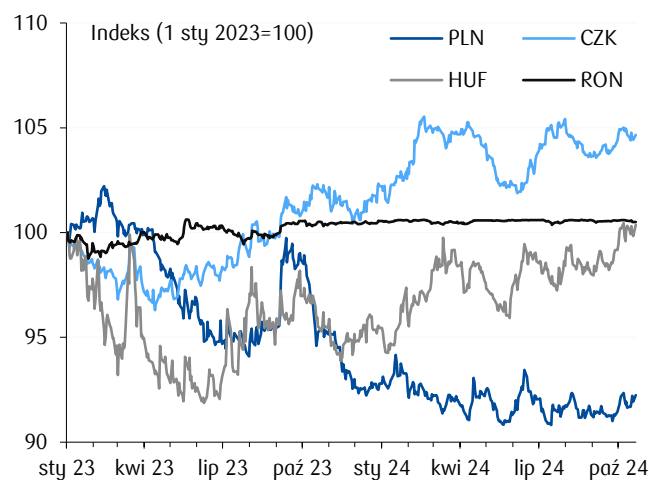
### Spread asset swap dla PLN



### Dynamika globalnych cen surowców w PLN



### Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, \*dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
tel: 22 521 80 84  
email: [analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	722 060 794
Szymon Fabiański	<a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>	722 051 585
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	723 670 836
Agnieszka Pierzak	<a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>	666 823 657
Michał Reczek	<a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	<a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a>	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

 @PKO\_Research



Centrum  
Analiz

### Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

#### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.