



**BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLERSKIE**



**Komentarz  
walutowy**



Grudzień 2024 r.

Data wydania: 17.12.2024 r.



Obserwuj  
[@BM\\_BNPParibas](#)



**BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLERSKIE**

# Komentarz walutowy

## PERFORMANCE I AKTUALNE PROGNOZY

Para walutowa	Kurs	Nastawienie względem pary walutowej (od -1 do +1)*	Prognozowany poziom		Zmiana (w %)			
			3M	12M	1M	3M	6M	12M
EUR/USD	1,0492	-1	1,0300	1,0000	-1,0%	-5,6%	-2,3%	-4,0%
EUR/PLN	4,2615	0	4,2000	4,3500	-1,2%	-0,3%	-2,0%	-1,5%
USD/PLN	4,0618	1	4,0800	4,3500	-0,2%	5,6%	0,3%	2,6%
GBP/PLN	5,1578	0	5,1379	5,3070	0,0%	1,9%	0,2%	3,0%
CHF/PLN	4,5286	0	4,4211	4,7283	-1,7%	-0,3%	-0,6%	-0,8%
NOK/PLN	0,3623	0	0,3621	0,3816	-2,1%	0,0%	-4,6%	-4,8%

\* Przedstawione nastawienie względem naszych prognoz 3M i 12M. Tym samym "+1" oznacza oczekiwany wzrost kursu danej pary walutowej, a "-1" odpowiednio jej spadek.

## Otoczenie rynkowe

### Nowe prognozy gospodarcze na 2025 rok

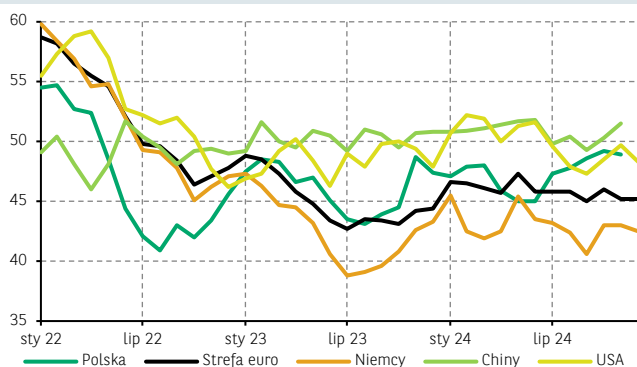
Oczekujemy lepszych perspektyw wzrostu gospodarczego za oceanem. Gospodarka Stanów Zjednoczonych wydaje się osiągnąć stan krótkoterminowego tzw. „miękkiego lądowania”, przy czym za kilka kwartałów oczekujemy spowolnienia wzrostu gospodarczego. Spodziewamy się, że z początkiem 2025r. taryfy handlowe zaczną być wprowadzane, przyrost siły roboczej spowolni ze względu na zmiany w polityce imigracyjnej, a wzrost produktywności nie będzie już tak silny. W rezultacie oczekujemy, że koniunktura gospodarcza może ulec schłodzeniu w trakcie 2026r. po czym powróci do trendu wzrostowego, a głównych czynników ryzyka upatrujemy w prowadzeniu polityki fiskalnej. W kontekście inflacji oczekujemy, że tempo wzrostu cen będzie spowalniać do celu wyznaczonego przez Fed na poziomie 2,0% do około pierwszego kwartału 2025r. i będzie wspierane przez normalizację kosztów wynajmu mieszkań, kontynuowaną po epidemii Covid-19. Następnie oczekujemy wzrostu tempa inflacji wynikającego z wyższego poziomu taryf handlowych oraz wyższych wynagrodzeń wynikających ze zmian w polityce imigracyjnej (mniejsza dostępność nowych pracowników). Polityka monetarna, a więc utrzymanie przez Fed wyższego poziomu stóp procentowych, powinna zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne i oczekujemy, że szczyt inflacji nastąpi w drugim kwartale 2026r., a następnie będzie powoli podążać do celu inflacji na poziomie 2,0%.

W strefie euro oczekujemy jedynie skromnego wzrostu gospodarczego w 2025 r., wspieranego poprawą realnych dochodów, łagodzeniem warunków kredytowych, siłą peryferyjnych gospodarek (w szczególności Hiszpanii) oraz zwiększonych wydatków fiskalnych. Powyższe czynniki w części zminimalizują negatywny wpływ wzmożonej niepewności polityki handlowej, spowolnienia wzrostu niemieckiej gospodarki, nacisków Francji na wstrzemięźliwość fiskalną i wyższych taryf handlowych. W kontekście inflacji, po trendzie horyzontalnym w krótkim terminie, oczekujemy, że dynamika CPI powróci w do trajektorii spadkowej w 2025r. Stabilna sytuacja na rynku pracy, z czasem powinna obniżyć presję inflacyjną. Oczekujemy, że czynniki proinflacyjne zostaną zneutralizowane przez osłabienie po stronie popytu.

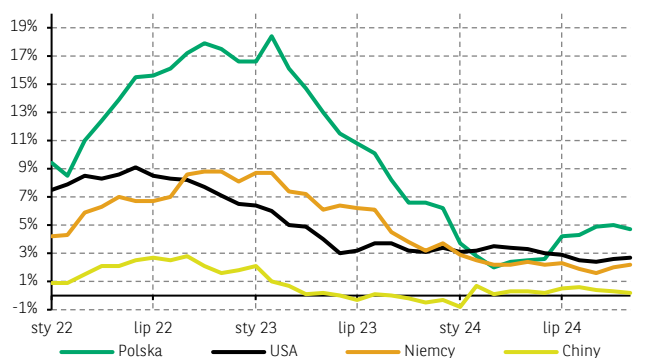
### Jastrzębi zwrot retoryki prezesa NBP Adama Glapińskiego

Polska gospodarka wydaje się być relatywnie mniej narażona, na tle innych krajów z regionu, na redukcję zewnętrznego popytu wynikającego z taryf handlowych. Ponadto, krajowy popyt powinien być za to wspierany stopniowo napływającymi funduszami z Unii Europejskiej. Nianajlepszy dla rodzimej gospodarki okazał się trzeci kwartał, kiedy to dynamika PKB wyniosła 2,7% w ujęciu r/r, przy oczekiwaniach na poziomie 3,2%. Nieco optymizmu przyniósł początek czwartego kwartału kiedy to mogliśmy obserwować poprawę w takich gałęziach jak produkcja przemysłowa, której roczna dynamika wyniosła 4,7% (oczekiwana 1,6%) oraz sprzedaż detaliczna (1,3% wobec konsensusu 0,5%). W październiku mogliśmy także obserwować niewielki wzrost inflacji (5,0% wobec 4,9% we wrześniu). Kluczowe dla polskiej gospodarki w 2025r. okażą się decyzje Narodowego Banku Polskiego ws. poziomu stóp procentowych. Na grudniowym posiedzeniu RPP zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy na niezmiennym poziomie, jednak retoryka prezentowana po decyzji skłania się w kierunku opóźnienia obniżek stóp w naszym kraju. RPP wydaje się bardziej skupiać na zagrożeniu utrzymania podwyższonej inflacji wynikającej z zamrożenia cen energii do połowy 2025r., niż stymulowania gospodarczego. W związku z tym obecnie oczekujemy pierwszego cięcia stóp procentowych w lipcu, a nie jak do tej pory uważaliśmy, w marcu, przy czym nadal uważamy, że na koniec roku stopa referencyjna uplasuje się na poziomie 4,0%.

Indeksy PMI dla przemysłu



Inflacja CPI r/r



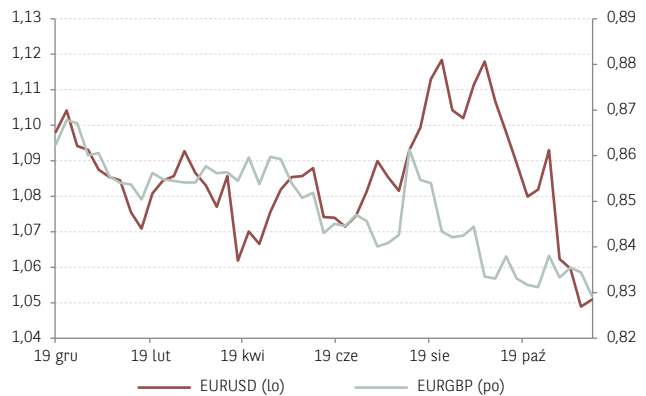
Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

## WYBRANE WALUTY

### EURUSD

Jeszcze na początku listopada kurs pary EUR/USD sięgał ponad 1,09. Ostatnie półtora miesiąca przyniosło jednak spadek notowań tej pary walutowej do poziomu poniżej 1,05. Wpływ na to miała wygrana Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Z uwagi na wyniki wyborów zrewidowaliśmy prognozy walutowe na kolejne kwartały. Widzimy przestrzeń do dalszej aprecjacji dolara w 2025 r. i spodziewamy się, że pod koniec przyszłego roku kurs EUR/USD może sięgnąć 1,00 (wobec 1,15 poprzednio). Oczekujemy, że ta aprecjacja będzie wynikała z poszerzenia się spreadów stóp procentowych w USA w stosunku do reszty świata, ponieważ Fed może nie być tak chętny do dalszego luzowania monetarnego w 2025 r. Powodem takich działań amerykańskiego banku centralnego prawdopodobnie będą decyzje administracji Donalda Trumpa, które mogą sprzyjać wyższej inflacji. Spodziewamy się, że USA nałożą cła na partnerów handlowych, w tym strefę euro, co będzie wywierać presję na walutę eurolandu. Ponadto dolar mógłby ponownie stać się popularnym celem tzw. carry trade, co spowodowałoby napływ kapitału do aktywów dolarowych. Oprócz tego, akcje amerykańskie mogą nadal odnotowywać silniejsze napływy niż akcje europejskie. Istnieje także ryzyko, że reakcja fiskalna UE na możliwe cła będzie opóźniona. Oczekujemy też, że siła USD będzie najbardziej widoczna w stosunku do walut, których banki centralne są skłonne tolerować słabość walut, aby stymulować wzrost. W takiej sytuacji jest właśnie Europejski Bank Centralny, które z uwagi na niską inflację i słabnącą aktywność gospodarczą będzie zmuszony do dalszych cięć stóp.

Wykres za 12M



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

### EURUSD

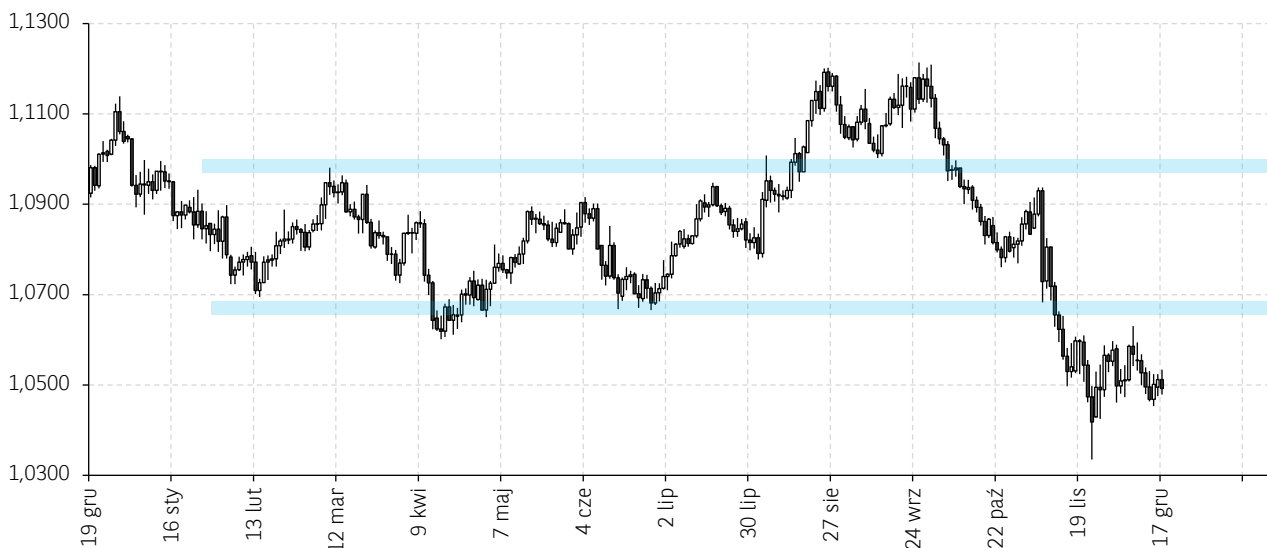
#### Argumenty za spadkiem kursu EURUSD

- Pogorszenie sytuacji makroekonomicznej w Chinach albo Europie będzie umacniało dolara
- Zaostrzenie konfliktu na linii Ukraina-Rosja oraz eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie
- Przyjęcie bardziej gołębiej retoryki przez ECB w wypadku obniżenia prognoz wzrostu gospodarczego
- Nałożenie wysokich ceł lub retoryka administracji Donalda Trumpa możliwości ich nałożenia na kraje strefy euro.

#### Argumenty za wzrostem kursu EURUSD

- Poprawa sytuacji makroekonomicznej na świecie będzie osłabiła dolara względem innych walut
- Powrót Fed do obniżek stóp procentowych
- Załagodzenie konfliktu na linii Ukraina-Rosja, czy Izrael-Hamas/Iran
- Stabilizacja rynku energetycznego w Europie i cen surowców

### Analiza techniczna EURUSD



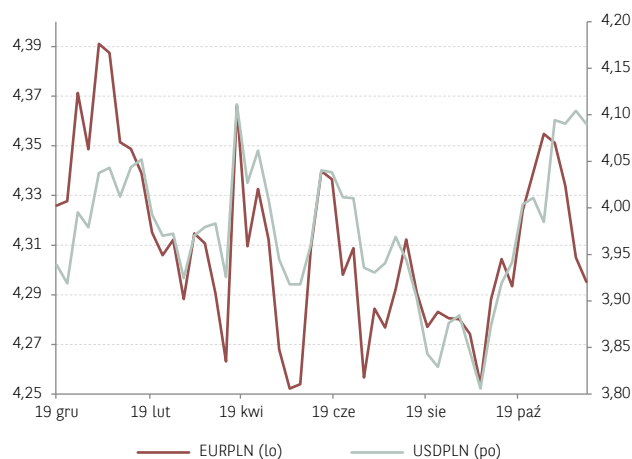
Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

## WYBRANE WALUTY

### EURPLN

Notowania pary EUR/PLN w ciągu ostatnich tygodni mocno zniżują, a kurs odbił się na początku listopada od strefy oporu na poziomie 4.36-4.38, docierając ponownie do dolnego ograniczenia długoterminowej konsolidacji w okolicach 4.25. Na początku grudnia, zgodnie z przewidywaniami Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego obniżyła stopy procentowe w strefie euro o 25pb, w tym stopę depozytową do 3,00%. Zarówno samo posiedzenie jak i komunikat dały raczej gotębi wydzwięk, co potwierdziła także konferencja Prezeski Banku Christine Lagarde. W jej trakcie powiedziała ona, że na wczorajszym spotkaniu dyskutowane było głębsze cięcie stóp procentowych o 50pb. Odnosząc się do przyszłych decyzji stwierdziła że kierunek jazdy jest znany, a polityka pieniężna pozostaje restrykcyjna co efektywnie zapowiada dalszy ruch stóp procentowych w strefie euro w dół na początku przyszłego roku. Rynek wycenia, że na koniec przyszłego roku stopa depozytowa EBC spadnie do poziomu 1,75%. Biorąc także pod uwagę fakt, że nastąpił niespodziewany zwrot w retoryce prezesa NBP Adama Głapińskiego na bardziej jastrzębią, nasi ekonomiści zmienili swoją predykcję dotyczącą pierwszego cięcia stóp w Polsce i obecnie oczekują oni pierwszej obniżki w lipcu przyszłego roku. W takich warunkach dość zachowawczego spojrzenia RPP na politykę monetarną w Polsce, oraz wyznaczona w strefie euro ścieżka łagodzenia może skutkować spadkiem kursu EUR/PLN w horyzoncie najbliższych 3 miesięcy w okolice 4.20. Natomiast w dłuższej perspektywie 12 miesięcy spodziewamy się osłabienia złotego i stabilizacji kursu EUR/PLN na poziomie 4.35.

Wykres za 12M



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

### EURPLN

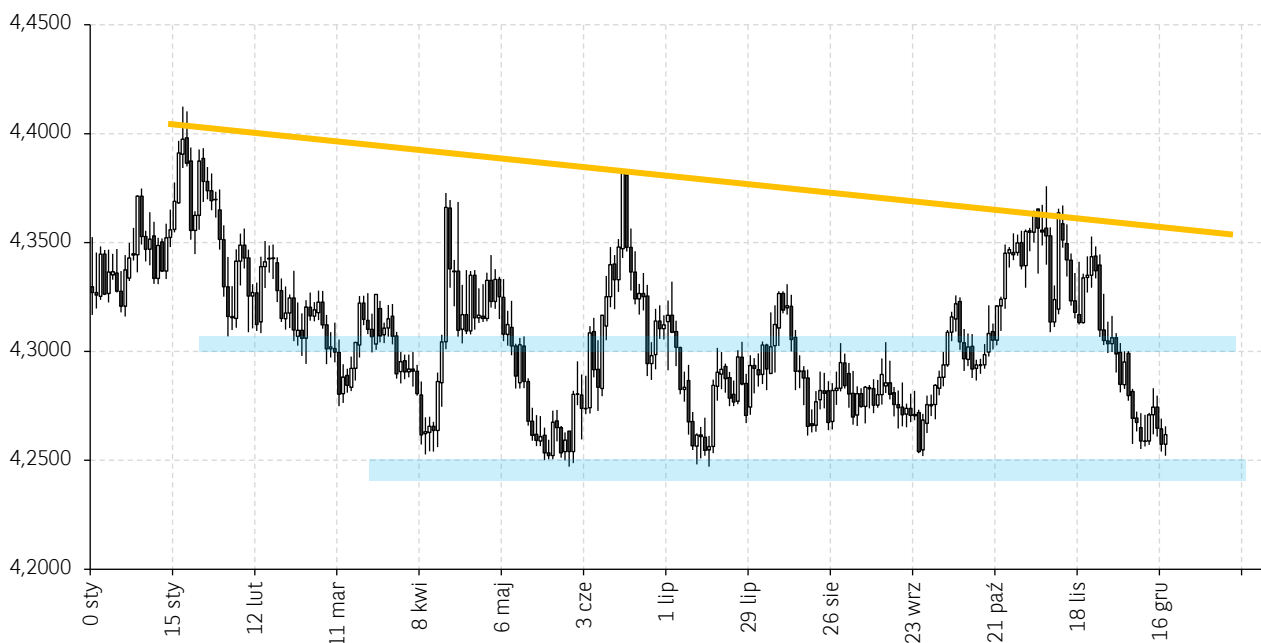
#### Argumenty za spadkiem kursu EURPLN

- Późniejszy powrót do cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce
- Lepsze od oczekiwań dane makroekonomiczne w Polsce
- Pozytywne rozwiązanie czynników ryzyka geopolitycznego w kraju i na świecie

#### Argumenty za wzrostem kursu EURPLN

- Szybsze od oczekiwań obniżki stóp procentowych w Polsce
- Wyższe od oczekiwań dane dotyczące inflacji w Polsce
- Ucieczka kapitału z rynków rozwijających się w związku z awersją do ryzyka wywołaną np. przez czynniki geopolityczne w Europie i na świecie

### Analiza techniczna EURPLN



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

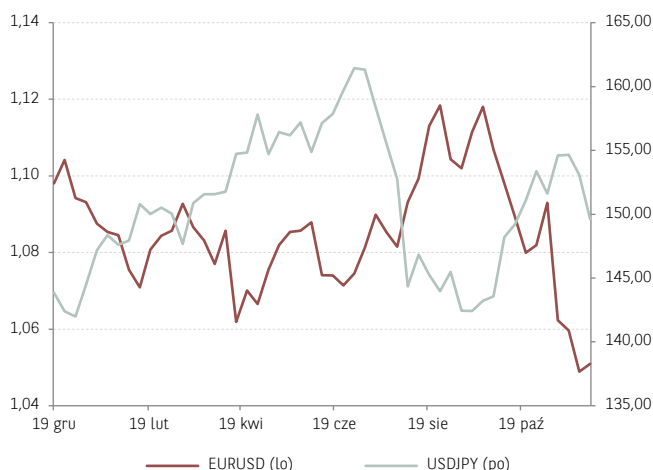


## WYBRANE WALUTY

### USDPLN

We wrześniu notowania pary USD/PLN były na najniższym poziomie od kilku lat i za dolara płacono nawet ok. 3,80 zł. Kolejne miesiące przyniosły jednak aprecjację amerykańskiej waluty, która potęgowana była przez wynik wyborów prezydenckich w USA. W efekcie, w połowie listopada para USD/PLN sięgnęła ok. 4,20 zł. Oczekiwane działania nowej administracji w Białym Domu wpłynęły na umocnienie amerykańskiej waluty. Jednak w połowie grudnia kurs USD/PLN dokonał korekty i zszedł do ok. 4,05 zł, na co wpływ miała bardziej jastrzębia retoryka płynąca z wypowiedzi prezesa NBP. Adam Glapiński przyznał, że rozważania dotyczące obniżki stóp procentowych w marcu stały się obecnie nieaktualne, a pierwszy taki krok mógłby mieć miejsce nawet dopiero w 2026 r. Zdaniem ekonomistów BNP Paribas, na ten moment lipiec przyszłego roku jest najbardziej prawdopodobnym terminem startu cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce. Spodziewamy się dalszej deprecjacji złotego względem dolara w 2025 r. W przypadku nakładania ceł przez administrację Donalda Trumpa na największych partnerów handlowych, jak Chiny i strefa euro, napięcia w handlu mogą presję na walutach rynków wschodzących. W efekcie, zrewidowaliśmy nasze prognozy na kolejne kwartały. Spodziewamy się teraz, że na koniec 2025 r. notowania USD/PLN będą oscylować blisko 4,35 zł, w porównaniu z poprzednią prognozą na poziomie 3,73 zł.

Wykres za 12M



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

### USDPLN

#### Argumenty za spadkiem kursu USDPLN

- Załagodzenie konfliktu linii Ukraina-Rosja lub deeskalacja napięć na Bliskim Wschodzie.
- Powrót do jastrzębniej polityki monetarnej przez Radę Polityki Pieniężnej.
- Silne obniżki stóp procentowych w USA.
- Lepsze od oczekiwań dane makroekonomiczne w kraju i na świecie.
- Spadek ryzyka związanego z nakładaniem ceł przez USA na partnerów handlowych.

#### Argumenty za wzrostem kursu USDPLN

- Bardziej gołębia polityka RPP niż zakłada konsensus rynkowy.
- Zaostrzenie konfliktu na linii Ukraina-Rosja lub wzrost napięć na Bliskim Wschodzie.
- Wzrost napięć w globalnym handlu z uwagi na wprowadzanie ceł przez USA.
- Bonowny wzrost inflacji w Stanach Zjednoczonych.
- Bogorszenie się koniunktury gospodarczej w kraju i na świecie.

### Analiza techniczna USDPLN



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

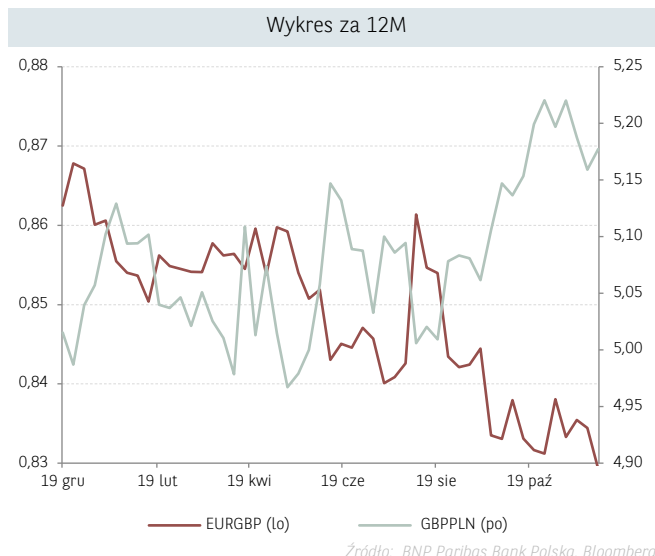


## WYBRANE WALUTY

### GBPPLN

Kurs GBPPLN od połowy października charakteryzował się podwyższoną zmiennością. Przy czym z uwagi na fakt, że w tym okresie doszło do osłabienia zarówno funta brytyjskiego, jak i złotego, zasięg wzrostów nie był aż tak duży jak w przypadku pozostałych par z PLN. Kurs GBPPLN zwyżkował w szczytowym momencie, w pierwszej połowie listopada, do 5,27, aby w kolejnych tygodniach powrócić ponownie poniżej 5,15, czyli poziomów sprzed dwóch miesięcy. Listopadowa deprecjacja funta również w dużej mierze wynikała z rynkowej niepewności powyborczej w Stanach Zjednoczonych i obaw o wpływ wojen celnych pośrednio na brytyjską gospodarkę. Dodatkowo na horyzoncie pojawiają się prognozy o niższym wzroście gospodarczym w przyszłym roku, co może skłonić Bank Anglii do głębszych cięć stóp procentowych. Powyższe, przy jednoczesnym umocnieniu dolara amerykańskiego, przełożyło się na spadek GBPUSD z 1,31 w połowie października do okolic 1,27 obecnie.

W naszej ocenie funt brytyjski w najbliższych miesiącach powinien pozostać umiarkowanie mocny, a wsparciem pozostaje dość jastrzębie stanowisko BoE (w 2025 r. oczekujemy cięć o 100pb, czyli 25 pb kwartalnie do poziomu 3,75%), tym bardziej w otoczeniu programów fiskalnych, które będą wywierać presję na inflację. Dodatkowo perspektywy dla gospodarki pozostają dobre (stymulus fiskalny, łagodzenie polityki monetarnej), a ekspozycja na negatywne skutki ceł pozostaje relatywnie niska vs UE (70% handlu transatlantyckiego w Wielkiej Brytanii to usługi). Tym samym spodziewamy się, że kurs GBPPLN ustabilizuje się w okolicy 5,13 w najbliższych miesiącach, natomiast na koniec 2025 r. może wzrosnąć w okolice 5,30% w odpowiedzi na dynamiczne cięcia stóp procentowych w Polsce.



### GBPPLN

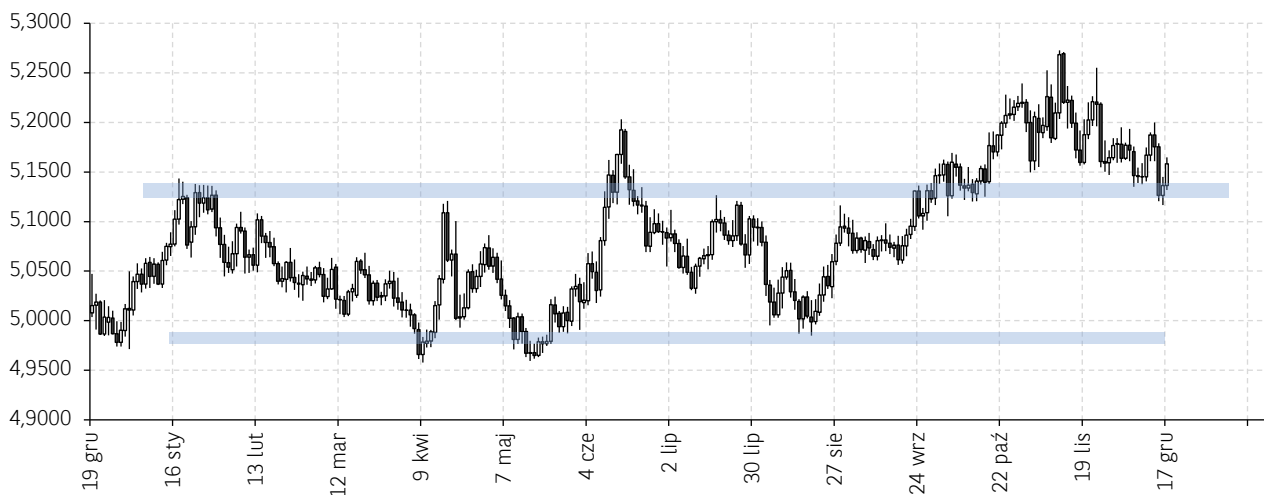
#### Argumenty za spadkiem kursu GBPPLN

- Relatywnie wysoki wzrost PKB w Polsce na tle Europy Zachodniej + napływ całości środków z KPO oraz pozostałych programów UE, słabsze dane makroekonomiczne w Wielkiej Brytanii, w tym deficyt na rachunku bieżącym
- Niepewność polityczna w UK wraz z tworzeniem się nowego rządu (tarcia wewnątrz UK oraz na linii UK-UE), zmniejszenie ryzyka politycznego w Polsce
- Obniżki stóp procentowych przez BoE, brak obniżek przez RPP
- Załagodzenie konfliktu na linii Ukraina-Rosja i spadek globalnej awersji do ryzyka (tzw. risk-on)

#### Argumenty za wzrostem kursu GBPPLN

- Powrót do obniżek stóp procentowych w Polsce
- Mniejsza ekspozycja gospodarki UK na kondycję chińskiej gospodarki
- Bardziej ekspansywna polityka fiskalna w Polsce
- Wyższe od oczekiwań dane dotyczące inflacji w Polsce
- Zaostrzenie konfliktu na linii Ukraina-Rosja oraz eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie
- Spadek salda na rachunku bieżącym i słabszy bilans handlowy Polski

### Analiza techniczna GBPPLN



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg



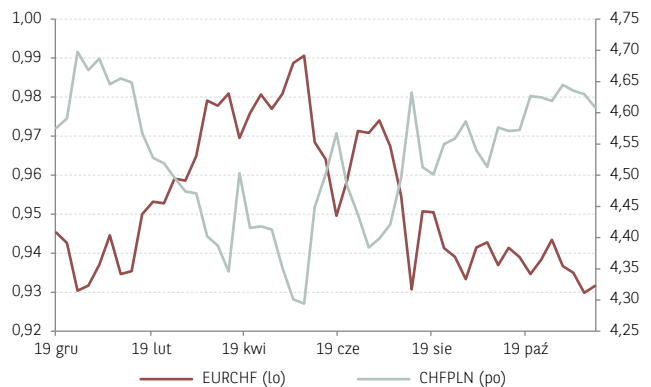
# Komentarz walutowy

## WYBRANE WALUTY

### CHFPLN

Od przetomu maja i czerwca obserwowaliśmy sukcesywny wzrost notowań pary walutowej CHF/PLN, którego szczyt miał miejsce w drugiej połowie listopada, kiedy to kurs wzrósł powyżej poziomu 4,70. Do połowy grudnia mogliśmy obserwować niewielkie osłabienie franka względem złotego i kurs relacji obniżył się w okolice 4,55. Wcześniejsza względna siła szwajcarskiej waluty wynikała z poprawy salda obrotów bieżących oraz słabszej kondycji gospodarek Strefy Euro i obecnie oczekujemy dalszego osłabienia się franka w I kw. 2025r. Nie bez znaczenia pozostaną decyzje Narodowego Banku Szwajcarii (SNB), który podczas grudniowego posiedzenia dokonał większej niż oczekiwano obniżki stóp procentowych (0,50% vs. 0,25%) i obecnie główna stopa procentowa Szwajcarii znajduje się na poziomie 0,50%, czyli najniżej od ponad dwóch lat. Decyzja ta była podyktowana mocną aprecjacją franka oraz zrewidowanymi prognozami inflacji, która kontynuuje trend spadkowy. Ponadto, przekaz SNB implikuje kontynuację cięcia stóp. W związku ze zmianą narracji RPP, zrewidowaliśmy nasze oczekiwania i pierwszej obniżki o 25 pb oczekujemy dopiero w lipcu 2025r., a poziom stopy referencyjnej szacujemy na 4,00% na koniec 2025r. Obecnie oczekujemy, że w ciągu 12 miesięcy relacja CHF/PLN będzie się kształtować na poziomie 4,73.

Wykres za 12M



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

### CHFPLN

#### Argumenty za spadkiem kursu CHFPLN

- Zakończenie działań wojennych na Ukrainie, powrót światowej gospodarki na wzrostową ścieżkę dynamiki PKB i w konsekwencji wzrost „apetytu na ryzyko”
- Możliwe interwencje walutowe Szwajcarskiego Banku Centralnego
- Przewartościowanie franka w stosunku do innych walut
- Utrzymanie rozpoczętej gotębiej polityki przez SNB w obliczu spadku oczekiwań inflacyjnych
- Pogorszenie sytuacji w szwajcarskim sektorze bankowym

#### Argumenty za wzrostem kursu CHFPLN

- Powrót do jastrzębiego tonu w zakresie polityki pieniężnej przez SNB oraz utrzymanie oczekiwań inflacyjnych w Szwajcarii
- Utrzymywanie się zmienności na rynkach w połączeniu z obawami o przyszły poziom wzrostu gospodarczego i wyprzedają ryzykownych aktywów
- Potencjalna eskalacja napięć politycznych i handlowych zwiększająca popyt na tzw. bezpieczne aktywa do których należy frank szwajcarski

### Analiza techniczna CHFPLN



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg



**BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLERSKIE**

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego  
Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska  
ul. Grzybowska 78, 00-844 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl  
www.bnpparibas.pl

# Komentarz walutowy

## WYBRANE WALUTY

### NOKPLN

Względem poprzedniego komentarza walutowego z połowy października, kurs NOK/PLN nie zmienił się istotnie i oscyluje wokół 0,365. Niemniej na przestrzeni listopada notowania wspomnianej pary dotarły aż do poziomu 0,375. Powyższe było pośrednim rezultatem dynamicznej aprecjacji amerykańskiego dolara (wynik wyborów w USA + wpływ na Fed), która przełożyła się na osłabienie walut rynków rozwijających się w tym, krajowego złotego. Po za tym na deprecjację PLN wpływ miały czynniki bardziej lokalne, jak zapowiedź zwiększenia deficytu budżetowego, gotębie zapowiedzi prezesa RPP na listopadowym posiedzeniu, czy wzrost napięcia za naszą wschodnią granicą (zmiana dekretu atomowego Rosji). Odwrócenie powyższych tendencji nastąpiło już na przełomie listopada i grudnia, co było efektem zatrzymania aprecjacji amerykańskiego dolara vs waluty EM. Wsparciem dla złotego pozostawały także rosnące szanse na pozytywne rozstrzygnięcie na linii UA-RU, a także zaskakująco jastrzębie stanowisko RPP po grudniowym posiedzeniu.

Podtrzymujemy ocenę, że krajowa waluta pozostanie silna w najbliższych miesiącach, co w dużej mierze wynika z rewizji prognoz dla terminu powrotu do obniżek stóp procentowych przez RPP (obecnie lipiec'25, wcześniej marzec'25). Stąd przy utrzymaniu również jastrzębiego stanowiska przez Norges Bank (utrzymanie stóp procentowych na poziomie 4,50%, deklaracje Norges Bank o możliwym przeciwdziałaniu osłabieniu waluty, plus potencjalne wzrosty cen ropy naftowej wsparciem dla gospodarki, w otoczeniu ewentualnej wojen celnych na inne produkty na linii USA-EU), spodziewamy się utrzymania kursu NOK/PLN w okolicy 0,360 na początku przyszłego roku. Jednak w kolejnych miesiącach w scenariuszu dynamicznych obniżek stóp procentowych przez RPP (-175 pb w pół roku) złoty może się osłabić, co powinno doprowadzić do wzrostu notowań NOK/PLN w okolice 0,38.

Wykres za 12M



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

### Analiza techniczna NOKPLN



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg





## WYBRANE WALUTY

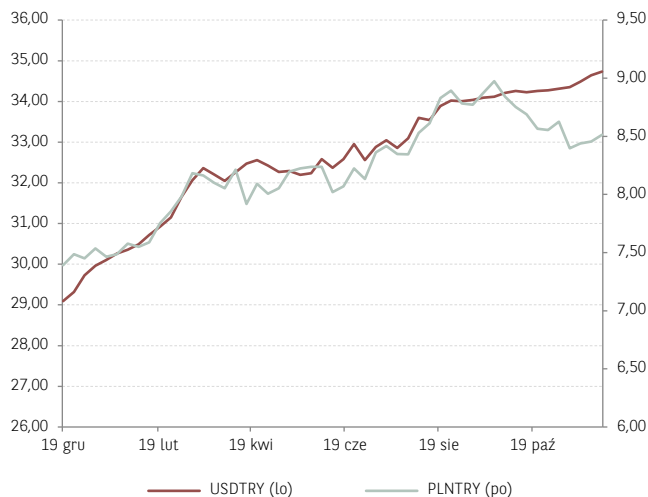
### USDTRY

Od maja kurs pary walutowej USD/TRY podąża znowu w górę i w grudniu wyznaczył nowy szczyt w okolicy poziomu 35,0 liry za dolara. Znacząca skala deprecjacji tureckiej waluty nastąpiła już wcześniej, kiedy to kontrowersyjny prezydent Recep Tayyip Erdoğan został wybrany w wyborach na kolejną kadencję, a bank centralny nie dostarczał oczekiwanych przez rynek podwyżek stóp procentowych. Wyhamowanie deprecjacji liry w II kw. 2024r. można wiązać z utrzymaniem stóp procentowych na podwyższonych poziomach w kolejnych miesiącach, co by pokazało silną determinację tureckiego banku centralnego (CBRT) do walki z inflacją. Jednak jak widać te działania okazały się niewystarczające. Prognozujemy, że w przeciągu kolejnych dwunastu miesięcy kurs USD/TRY znajdzie się w okolicy 45,50.

Walucie Turcji nie pomaga ciężka sytuacja gospodarcza z 8,8% stopą bezrobocia. Saldo na rachunku bieżącym jest nadal niskie jednak weszło w ostatnich miesiącach na dodatnie poziomy (1,88 mld USD). Poziom inflacji jest nadal wysoki i we wrześniu wyniósł 47,09%, jednakże jest to wysoki spadek obserwowany od maja kiedy to poziom wskaźnika wynosił 75,45%, co jest zasługą restrykcyjnej polityki monetarnej. W czerwcu 2023r. Bank Centralny rozpoczął cykl podwyżek stóp procentowych, jednak skala zacieśniania monetarnego była poniżej oczekiwań rynkowych. Od marca bank centralny utrzymuje stopy na poziomie 50,0% co ma na celu wyhamowanie deprecjacji liry. Obecnie ekonomiści BNP Paribas oczekują niewielkiej obniżki stóp procentowych na jednym z nadchodzących posiedzeń.

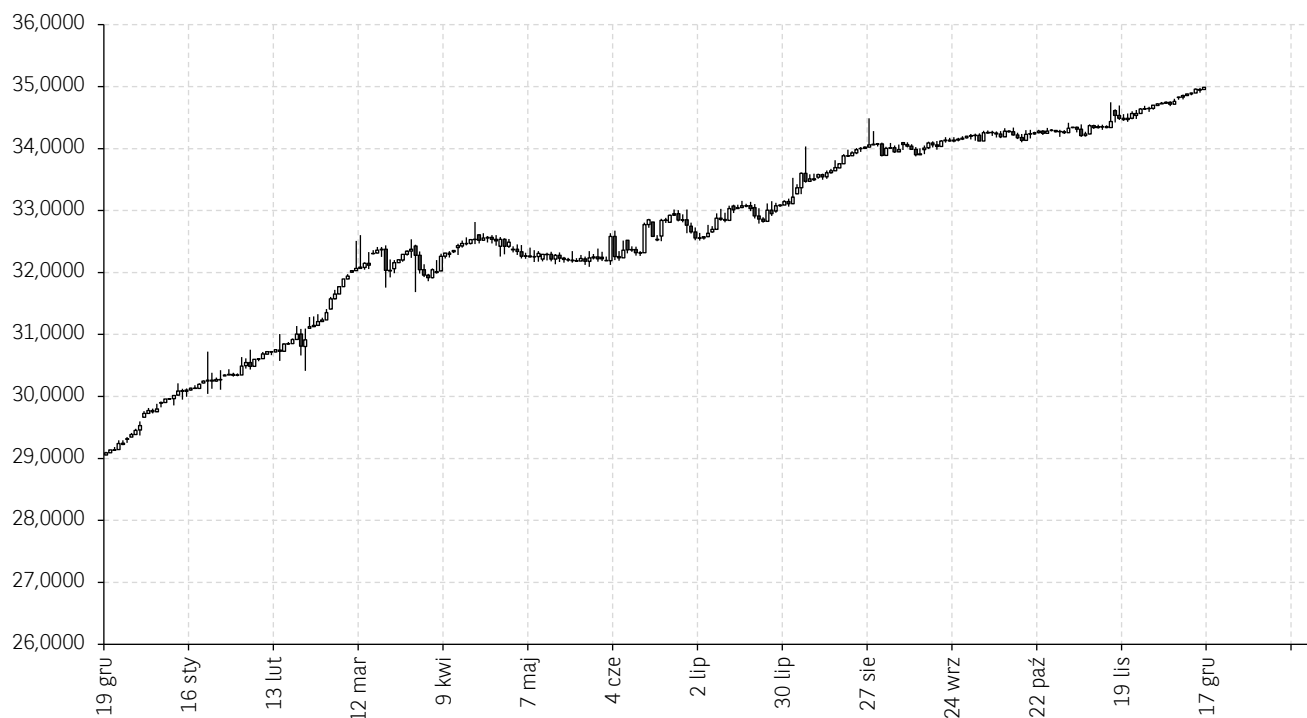
Chociaż w średnim terminie nie spodziewamy się istotnego umocnienia dolara amerykańskiego utrzymujące się ryzyko geopolityczne w regionie w związku z wojną w Ukrainie (dotychczas polityka zagraniczna Turcji balansowała między Zachodem a Rosją – Turcja należy przy tym do NATO) oraz na Bliskim Wschodzie a także brak istotnej poprawy kondycja tureckiej gospodarki, nie nasuwają przesłanek sugerujących odwrócenie się trajektorii kształtowania pary walutowej USD/TRY.

Wykres za 12M



Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg

### Analiza techniczna USDTRY



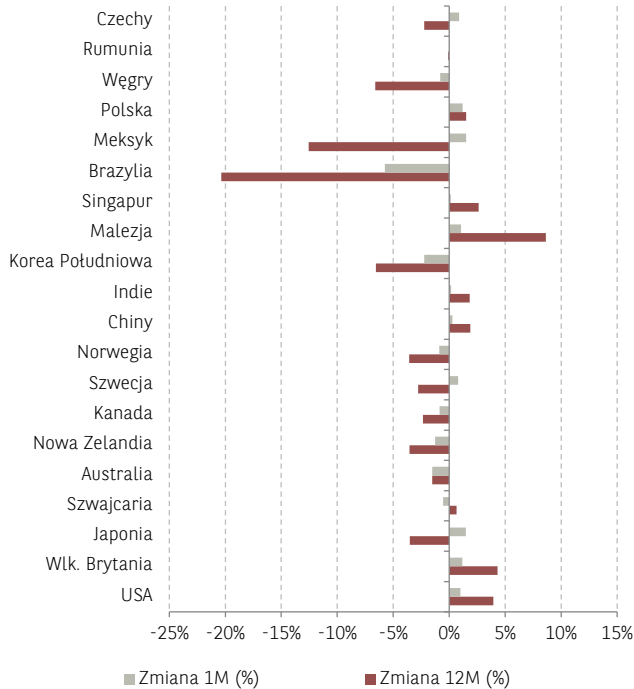
Źródło: BNP Paribas Bank Polska, Bloomberg



# Komentarz walutowy

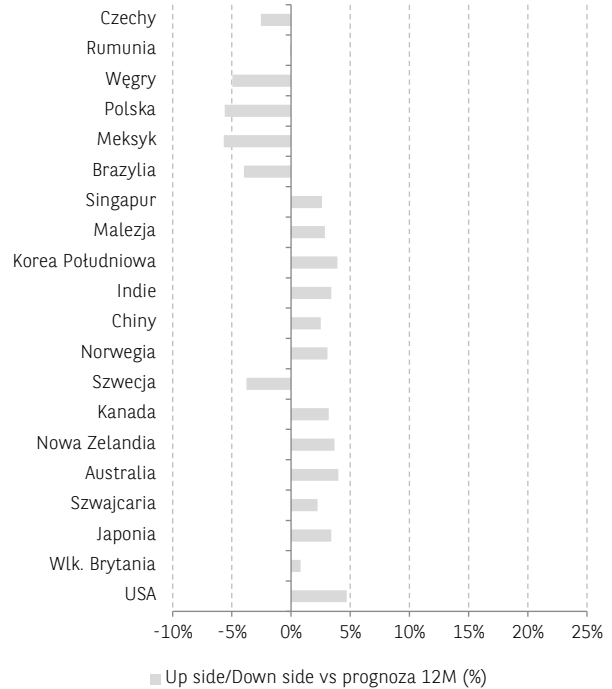
## STOPY ZWROTU

Stopa zwrotu w danym okresie w relacji do EUR



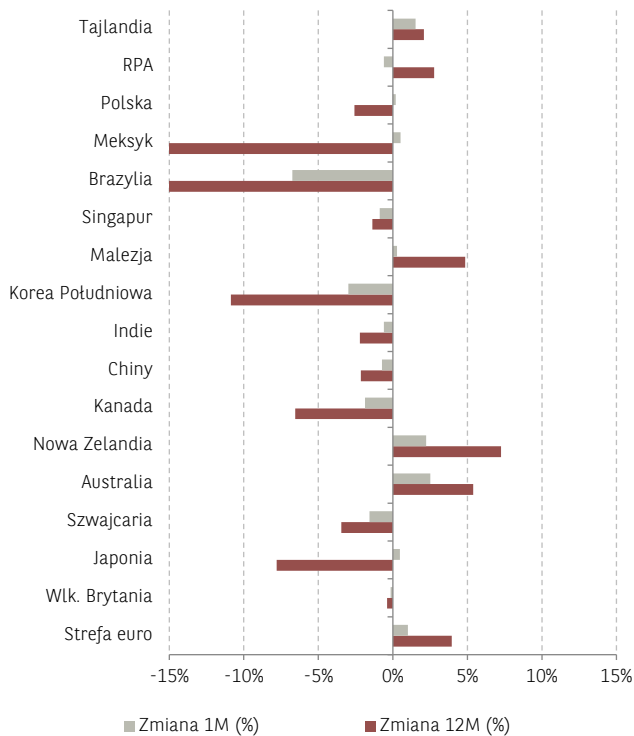
Źródło:BNP Paribas Bank Polska, BNP Paribas, Bloomberg

Potencjalna stopa zwrotu 12M vs EUR na bazie prognoz



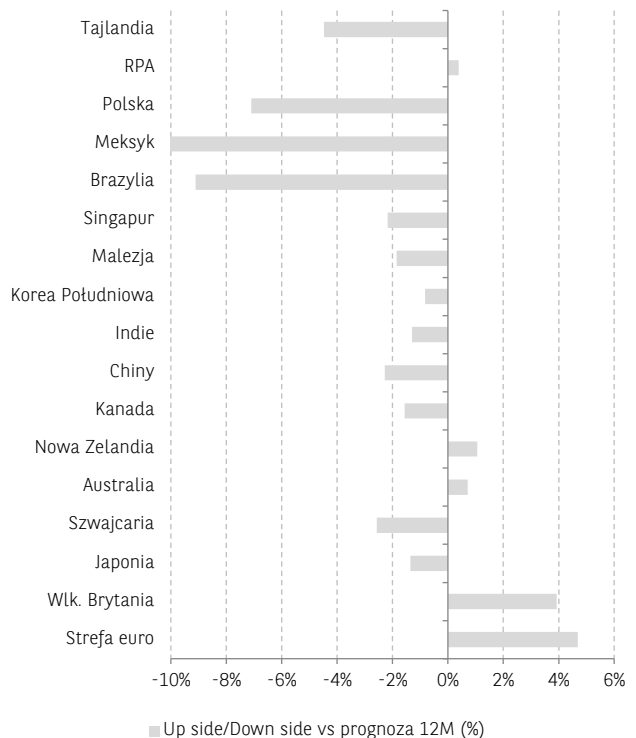
Źródło:BNP Paribas Bank Polska, BNP Paribas, Bloomberg

Stopa zwrotu w danym okresie w relacji do USD



Źródło:BNP Paribas Bank Polska, BNP Paribas, Bloomberg

Potencjalna stopa zwrotu 12M vs USD na bazie prognoz



Źródło:BNP Paribas Bank Polska, BNP Paribas, Bloomberg



## SŁOWNIK NAJWAŻNIEJSZYCH POJĘĆ

**Agencja ratingowa** - (np. S&P, Moody's, Fitch) osoby prawne, które oceniają zdolność kredytową i wypłacalność różnych podmiotów, w tym spółek, instytucji finansowych i państw

**Bilans handlu zagranicznego** - różnica między eksportem a importem danego państwa

**BoE** - Bank Centralny Wielkiej Brytanii (z ang. Bank of England)

**BoJ** - Bank Centralny Japonii (z ang. Bank of Japan)

**CAC40** - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 40 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie w Paryżu (Francja)

**DAX** - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 40 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie we Frankfurcie (Niemcy)

**Deficyt budżetowy** - ujemne saldo w budżecie instytucji - sytuacja, w której wydatki w budżecie danej instytucji są wyższe niż jej dochody w danym okresie rozliczeniowym (roku budżetowym)

**Dług publiczny** - jest wskaźnikiem zadłużenia sektora finansów publicznych określającym wysokość zobowiązań zaciągniętych przez poszczególne jednostki sektora na rynku finansowym

**Duracja obligacji** - czas trwania obligacji; średni ważony okres oczekiwania na wpływ środków pieniężnych z obligacji (średni termin wykupu obligacji); pozwala na uporządkowanie obligacji ze względu na ryzyko stopy procentowej

**ECB** - Europejski Bank Centralny (z ang. European Central Bank (ECB))

**Emerging Markets** - z ang. rynki wschodzące, które znalazły się na drodze z gospodarki rozwijającej się do gospodarki rozwiniętej

**EV/EBITDA** - wskaźnik wartości przedsiębiorstwa do EBITDA (ang. enterprise value to EBITDA). Wartość przedsiębiorstwa liczymy jako sumę jego rynkowej kapitalizacji i długu netto (zadłużenie minus gotówka). EBITDA to zysk przedsiębiorstwa przed uwzględnieniem przychodów i kosztów finansowych, podatków oraz amortyzacji. W przybliżeniu określa ile gotówki może generować firma z działalności operacyjnej

**Fed** - Rezerwa Federalna (z ang. Federal Reserve System) - bank centralny Stanów Zjednoczonych

**FOMC** - Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku to organ ustalający docelowy poziom podaży pieniądza w USA. Jednym z narzędzi wykorzystywanym przez FOMC w tym celu jest ustalanie wysokości stóp procentowych

**FTSE100** - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 100 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie w Londynie (Wielka Brytania)

**Indeks Chicago PMI** - obrazuje on zmiany aktywności gospodarczej sektora wytwórczego w rejonie Chicago, będącym jednym z największych okręgów przemysłowych na świecie

**Indeks Fed z Filadelfii** - indeks publikowany przez Bank Rezerwy Federalnej w Filadelfii na podstawie ankiet wypełnianych przez managerów firm działających w rejonie Pensylwanii, New Jersey i Delaware

**Indeks Fed z Richmond** - indeks aktywności produkcyjnej publikowany przez Bank Rezerwy Federalnej w Richmond na podstawie ankiet przeprowadzanych na próbie ok. 100 przedsiębiorstw

**Indeks Ifo** - indeks klimatu gospodarczego instytutu Ifo (Ifo Business Climate); obrazuje on nastroje wśród niemieckich przedsiębiorców

**Indeks ISM** - wskaźnik aktywności gospodarczej w sektorze produkcyjnym bądź usługowym, popularny w USA. Odczyt powyżej 50 oznacza poprawę w stosunku do okresu poprzedniego, natomiast odczyt poniżej tej wartości pogorszenie sytuacji

**Indeks PMI** - wskaźnik aktywności gospodarczej w sektorze produkcyjnym bądź usługowym w danym kraju. Odczyt powyżej 50 oznacza poprawę w stosunku do okresu poprzedniego, natomiast odczyt poniżej tej wartości pogorszenie sytuacji

**Indeks Uniwersytetu Michigan** - indeks powstający na podstawie ankiet telefonicznych przeprowadzanych na reprezentatywnej grupie 500 amerykańskich gospodarstw domowych, które proszone są o ocenę bieżących warunków ekonomicznych oraz oczekiwań co do kształtowania się tych warunków w przyszłości

**Indeks zaufania konsumentów Conference Board** - raport sporządzany na podstawie badań ankietowych przeprowadzanych na próbie 5000 gospodarstw domowych. Badani udzielają odpowiedzi na pytania dotyczące oceny bieżących i oczekiwań w stosunku do przyszłych warunków ekonomicznych, w tym zatrudnienia, dochodów, planowanych zakupów

**Indeks ZEW** - indeks niemieckiego Instytutu ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej na danym obszarze

**Inflacja CPI** - wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych czyli inflacja konsumencka to główna miara zmiany cen na terenie kraju

**Inflacja PPI** - ceny produkcji sprzedanej przemysłu (inflacja produkcyjna) obrazują zmiany cen w przemyśle, definiowanych jako kwoty pieniędzy które otrzymuje producent za produkty, pomniejszone o należne podatki oraz o ewentualne rabaty i opusty

**ISIN** - (ang. International Securities Identification Number) - jest to 12-cyfrowy kod, który jednoznacznie oznacza papiery wartościowe lub instrumenty finansowe ułatwiając tym samym ich identyfikację w obrocie i rozliczeniach na rynku finansowym

**Non-farm-payrolls** - zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, czyli zmiana liczby pracowników zatrudnionych w amerykańskich przedsiębiorstwach (w sektorze prywatnym) i w instytucjach rządowych

**Nikkei225** - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 225 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie w Tokio (Japonia)

**P/BV** - (ang. price to book value), wskaźnik kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstwa do jego wartości księgowej, czyli wartości kapitału własnego wykazywanego w bilansie. Wskaźnik informuje jak inwestorzy wyceniają majątek posiadany przez spółkę

**P/E** - (ang. price to earnings ratio), wskaźnik kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstwa do osiąganego zysku netto (narastająco za ostatnie cztery kwartały). Wskaźnik można również obliczyć jako stosunek ceny akcji do zysku na akcję (ang. earnings per share - EPS) danego przedsiębiorstwa. Wskaźnik pokazuje jak inwestorzy wyceniają zyski osiągnięte przez spółkę

**PKB** - Produkt Krajowy Brutto obrazuje końcowy rezultat działalności wszystkich podmiotów gospodarki narodowej, a więc finalną wartość dóbr i usług wytworzonych na terenie kraju w ciągu określonego czasu. Jest on miarą wielkości gospodarki

**Polityka fiskalna** - ogół działań państwa polegających na wykorzystaniu szeregu instrumentów fiskalnych, takich jak podatki i inne daniny publiczne, wydatki, deficyt publiczny itp., wpływających na budżet państwa; różni się polityką fiskalną ekspansywną (polegającą na zwiększaniu wydatków państwa i/lub zmniejszaniu podatków) oraz restrykcyjną (polegającą na zmniejszaniu wydatków państwa i/lub zwiększaniu podatków).

**Produkcja budowlano-montażowa** - dotyczy robót które zostały zrealizowane na terenie kraju przez przedsiębiorstwa budowlane, które zatrudniały więcej niż 9 osób

**Produkcja przemysłowa** - (właściwie produkcja sprzedana przemysłu) podstawowy miernik działalności gospodarczej przedsiębiorstw i firm przemysłowych (zatrudniających powyżej 9 osób)

**Polityka pieniężna** - (monetarna) część polityki gospodarczej, polegająca na systematycznych działaniach mających na celu zapewnienie stabilności cen, czyli niskiej inflacji. Dzieli się na politykę restrykcyjną (twardą; "jastrzębie" wypowiedzi; wysokie stopy procentowe) oraz ekspansywną (miękką; "gołębie" wypowiedzi; niskie stopy procentowe)

**Raport ADP** - raport przedstawiający szacunkową zmianę zatrudnienia w USA w poprzednim miesiącu, w sektorze prywatnym, poza rolnictwem

**Rentowność obligacji** - rentowność jest to zysk jaki można osiągnąć kupując obligacje przy założeniu utrzymania do terminu zapadalności/wykupu; jeśli rentowność spada, to znaczy że cena obligacji rośnie; natomiast jeśli rentowność rośnie to znaczy że cena spada

**Ropa Brent** - ropa naftowa wydobywana na Morzu Północnym (Europa)

**Ropa WTI** - ropa naftowa wydobywana w Zachodnim Teksasie (USA)

**RPP** - Rada Polityki Pieniężnej - organ decyzyjny Narodowego Banku Polskiego (NBP) w odniesieniu do polityki monetarnej

**SNB** - Szwajcarski Bank Narodowy (z ang. Swiss National Bank (SNB))

**Spread Polska-Niemcy (10Y)** - różnica rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Polski oraz Niemiec

**Sprzedaż detaliczna** - sprzedaż towarów konsumpcyjnych i niekonsumpcyjnych dokonywana przez punkty sprzedaży detalicznej, placówki gastronomiczne oraz inne punkty sprzedaży (np. sklepy, magazyny), w ilościach wskazujących na zakupy dla potrzeb indywidualnych nabywców

**Stopa bezrobocia** - obliczana jest jako udział zarejestrowanych bezrobotnych wśród ludności aktywnej zawodowo

**Stopa procentowa** - koszt kapitału albo inaczej cena, jaka przysługuje posiadaczowi kapitału z racji udostępnienia go innym na określony czas (w Polsce wyznaczana jako stopa referencyjna)

**S&P500** - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 500 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie w Nowym Jorku (USA)



## NOTA PRAWNA

Nadzór nad Biurem Maklerskim BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Grzybowskiej 78, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej BM) dla klientów BM wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta BNP Paribas Bank Polska S.A. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Publikacja udostępniana jest na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska. i nie posiada daty ważności. Niniejsza publikacja jest publikacją handlową o której mowa w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. i nie została ona przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega ona żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A., ul. Grzybowska 78, 00-844 Warszawa - BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 799 870 zł, w całości wpłacony.

Data sporządzenia: 2024-12-17 14:18

