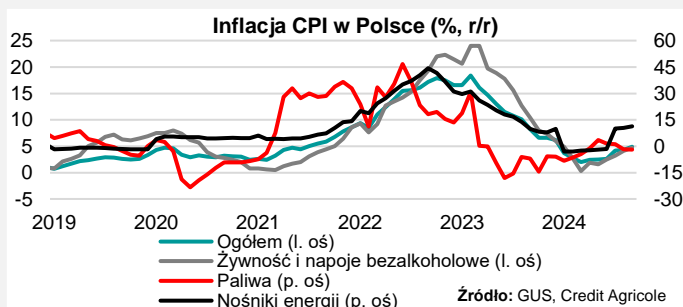
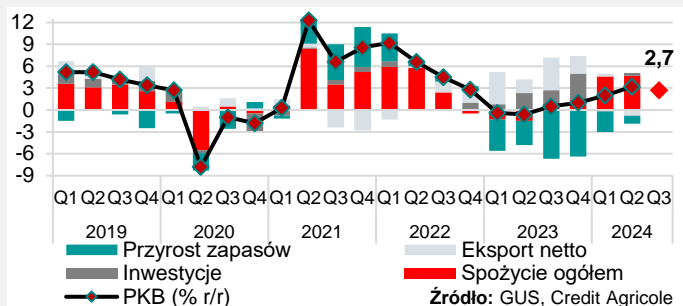


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce w III kw.** Prognozujemy, że dynamika PKB zmniejszyła się do 2,7% r/r z 3,2% w II kw. Głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy pomiędzy II i III kw. było wyhamowanie wzrostu konsumpcji. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (2,9%), a tym samym jej materializacja będzie negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy dane z USA.** Naszym zdaniem inflacja CPI zwiększyła się w październiku do 2,6% r/r wobec 2,4% we wrześniu, przy jednoczesnym zwiększeniu się inflacji bazowej do 3,4% r/r wobec 3,3% we wrześniu. Dane zasygnalizują zatem utrzymującą się presję inflacyjną w USA. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,4% we wrześniu. Nieznaczne spowolnienie wzrostu sprzedaży w październiku jest spójne z naszym scenariuszem, zakładającym osłabienie wzrostu konsumpcji w USA. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej w październiku nie zmieniła się względem września i wyniosła -0,3% m/m, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury w przetwórstwie przemysłowym. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
- W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z Chin.** Oczekujemy, że sygnałów świadczących o ożywieniu aktywności gospodarczej w Chinach dostarczą dane o sprzedaży detalicznej, która zgodnie z naszą prognozą wzrosła o 4,0% r/r w październiku wobec 3,2% we wrześniu, produkcji przemysłowej (5,5% wobec 5,4%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (3,6% wobec 3,4%). Wzrost ten wynikał w dużej mierze z ekspansywnej polityki fiskalnej rządu, stanowiącej wsparcie dla wydatków inwestycyjnych oraz konsumenckich. Dane z Chin dostarczą cennych informacji w kontekście perspektyw ożywienia w chińskiej gospodarce i tendencji w handlu międzynarodowym oraz oceny prawdopodobieństwa uruchomienia kolejnych działań po stronie polityki fiskalnej i monetarnej w celu stymulacji wzrostu gospodarczego. Uważamy, że oczekiwana przez nas publikacja lepszych od konsensusu danych z Chin będzie lekko pozytywna dla kursu złotego.
- W piątek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 5,0% r/r w październiku wobec 4,9% we wrześniu. Zgodnie ze wstępnymi danymi wzrost inflacji ogółem wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen paliw, która zgodnie z wstępnym szacunkiem zwiększyła się w październiku do 0,0% r/r wobec -2,0% we wrześniu, co wynikało z efektu niskiej bazy sprzed roku. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



- W **środe** poznamy dane nt. **polskiego bilansu płatniczego**. Prognozujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 1955 mln EUR we wrześniu z 2827 mln EUR w sierpniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się do 1,4% r/r we wrześniu wobec -3,3% w sierpniu, a dynamika importu do 7,6% wobec 4,9%, co w znacznym stopniu wynikało z korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w październiku do 49,2 pkt. wobec 48,6 pkt. we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (48,4 pkt.) i naszej prognozy (48,3 pkt.)**. Niemniej, mimo odnotowanego w październiku wzrostu indeks już od 30 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, zapasów i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla nowych zamówień i czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługuje odnotowany wzrost bieżącej produkcji (składowa ukształtowała się powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od kwietnia 2022 r.). Naszym zdaniem jest to jednak tylko pozornie dobra wiadomość. Dokładniejsza analiza struktury indeksu PMI wskazuje, że wzrost produkcji zmaterializował się głównie dzięki realizacji zaległości produkcyjnych, które zmniejszyły się w październiku już 29 miesiąc z rzędu. Jednocześnie napływ nowych zamówień ogółem był słabszy niż we wrześniu. Stąd uważamy, że bez trwałej poprawy w zakresie popytu zarejestrowany w październiku wzrost produkcji ma charakter przejściowy (por. MAKROpuls z 04.11.2024). Taką ocenę wspiera również indeks dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, który choć pozostaje powyżej granicy 50 pkt. to w październiku odnotował lekki spadek i osiągnął najniższą wartość od sierpnia 2023 r. Indeks PMI ukształtował się w październiku wyraźnie powyżej swojej średniej wartości w III kw. (47,9 pkt.). Nie zmienia to jednak naszego scenariusza lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego w IV kw. (do 2,5% r/r w wobec 2,7% w II kw.).
- Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%)**. Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Rada powtórzyła swoją ocenę, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej presji inflacyjnej (por. MAKROpuls z 02.10.2024). Utrzymany został również zapis, zgodnie z którym obecny poziom stóp procentowych sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. W komunikacie powtórzono ocenę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych, który zależeć będzie od napływających informacji nt. perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. W ubiegłym tygodniu opublikowano także wyniki listopadowej projekcji inflacji. Ścieżka inflacji została zrewidowana w górę względem lipcowej projekcji, przy czym nadal zakłada ona powrót inflacji do celu inflacyjnego dopiero w 2026 r. W dół zrewidowana została z kolei ścieżka PKB, do czego naszym zdaniem przyczynił się głównie niższy punkt startowy. W ubiegłym tygodniu miała także miejsce zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego, który dał do zrozumienia, że obecny wzrost inflacji nie stanowi zaskoczenia dla Rady. Zwrócił również uwagę, że prognozy NBP są obciążone dużą niepewnością związaną z przyszłością działań osłonowych na rynku energii. Jego zdaniem nie zagraża to jednak powrotowi inflacji do celu w 2026 r. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP, wyniki listopadowej projekcji NBP, a także wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza stabilizacji stóp procentowych w najbliższych kwartałach. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą pierwsza obniżka stóp nastąpi w III kw. 2025 r., a więc w okresie, w którym ze względu na efekt wysokiej bazy inflacja znacząco spadnie do

poziomu zbliżonego do 3,5%, stanowiącego górną granicę dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego RPP (2,5% +/- 1 pkt proc.).

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed obniżył docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25pb do [4,50%; 4,75%] z [4,75%; 5,00%]. Tym samym skala obniżki była zgodna z konsensusem rynkowym i naszą prognozą. W komunikacie po posiedzeniu nie wprowadzono istotnych zmian z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej. Fed zwrócił uwagę, że sytuacja na rynku pracy uległa na ogół pogorszeniu, podczas gdy inflacja bazowa pozostaje na podwyższonym poziomie. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell stwierdził, że wynik wyborów w USA w krótkim okresie nie będzie miał wpływu na politykę pieniężną. Dał do zrozumienia, że rolą Fed nie jest zgadywać przebieg polityki gospodarczej lecz dopiero uwzględniać ostatecznie prowadzone zmiany. Podtrzymujemy naszą prognozę, że Fed w grudniu dokona kolejnej obniżki stóp procentowy o 25pb. Rynek wycenia obecnie niepełną obniżkę. Uwzględniając jednak proinflacyjny charakter zapowiedzi wyborczych D. Trumpa dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza stóp procentowych w 2025 r. zakładającego łączną skalę obniżek stóp procentowych wynoszącą 100pb.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Chin. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane o saldzie bilansu handlowego, które zwiększyło się w październiku do 95,7 mld USD wobec 81,7 mld USD we wrześniu i ukształtowało się znacznie powyżej oczekiwań rynku (75,1 mld USD). Dynamika eksportu zwiększyła się w październiku do 12,7% r/r wobec 2,4% we wrześniu, a dynamika importu spadła do -2,3% wobec 0,3%, kształtując się odpowiednio powyżej i poniżej oczekiwań rynku (5,0% i -1,5%). W kierunku wzrostu dynamiki chińskiego eksportu oddziaływał zwiększony popyt ze strony importerów, którzy chcieli zdążyć przed wprowadzeniem podwyższonych ceł na chińskie towary. Ponadto, wzrostowi dynamiki eksportu sprzyjała realizacja dostaw, które zostały we wrześniu opóźnione przez utrudnienia logistyczne związane z tajfunami. Spadek dynamiki importu odzwierciedla z kolei utrzymujący się słaby popyt wewnętrzny w Chinach. Kluczowa z punktu widzenia perspektyw chińskiego eksportu w kolejnych kwartałach będzie polityka handlowa USA. Szacujemy, że realizacja obietnic wyborczych w postaci nałożenia na chińskie towary ceł w wysokości 60% w I poł. 2025 r. obniżyłaby dynamikę chińskiego PKB o 0,4 pkt. proc. w 2025 r. i o ok. 0,8-1,0 pkt. proc. w 2026 r. W konsekwencji dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszego scenariusza wzrostu gospodarczego w Chinach w najbliższych latach (4,2% w 2025 r. wobec 4,8% w 2024 r.).

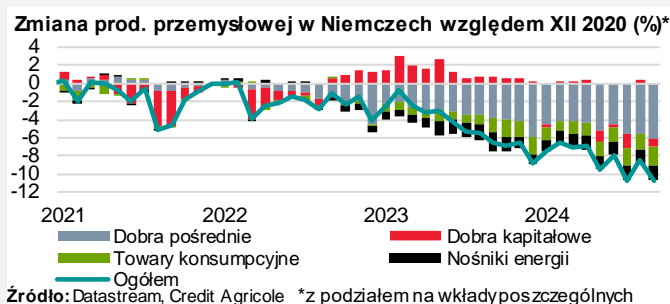
Realizuje się nasz scenariusz zakładający zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA oraz uzyskanie przez Republikanów większości w Senacie (zgodnie z najnowszymi informacjami Associated Press Republikanie zdobyli 53 miejsca wobec 47 miejsc Demokratów) i w Izbie Reprezentantów (do większości potrzebne jest 218 miejsc, zgodnie z najnowszymi informacjami Associated Press Republikanie zdobyli już 214 miejsc, podczas gdy nadal w przypadku 18 miejsc wyniki nie są znane). Oznacza to, że D. Trump będzie najprawdopodobniej współpracował z Kongresem, który będzie skłonny realizować jego program wyborczy. Jego kluczowymi elementami są łagodzenie polityki fiskalnej, deregulacja, a także zaostrzenie polityki migracyjnej oraz handlowej. Oceniamy, że realizacja programu wyborczego D. Trumpa będzie miała złożony wpływ na wzrost gospodarczy. Z jednej strony będzie ona pozytywna dla wzrostu ze względu na rozluźnienie polityki fiskalnej i deregulację. Z drugiej strony będzie ona ograniczać wzrost gospodarczy poprzez zaostrzenie polityki migracyjnej oraz handlowej. Jednocześnie prognozujemy, że realizacja programu wyborczego D. Trumpa będzie oddziaływała w kierunku wzrostu inflacji, który będzie wspierany przez wyższy zagregowany popyt, niższą podaż pracy oraz wzrost cen importowanych towarów. Szacujemy, że pełna realizacja zapowiedzi D. Trumpa może dodać do rocznej dynamiki cen nawet kilka punktów procentowych. Perspektywa wyższej inflacji będzie w naszej ocenie ograniczyć przestrzeń do obniżek stóp procentowych przez Fed, w szczególności w porównaniu do obecnie oczekiwanej przez inwestorów ścieżki łagodzenia polityki pieniężnej. Z tego powodu oczekujemy, że realizacja obietnic wyborczych D. Trumpa będzie oddziaływała w kierunku wystromienia krzywej dochodowości. Wyniki wyborów stanowią

jednocześnie ryzyko w dół dla naszej prognozy kursu EURUSD oraz ryzyko w górę dla naszej ścieżki kursu EURPLN. Z punktu widzenia Polski szczególnie istotna będzie dalsza polityka USA względem wojny w Ukrainie. Ewentualne zmniejszenie skali wsparcia USA dla Ukrainy miałyby w długim okresie negatywny wpływ na złoto i pozytywny wpływ na wysokość stóp procentowych w Polsce. Jednocześnie czynnikiem ryzyka dla realizacji obietnic wyborczych D. Trumpa, szczególnie w kontekście rozluźnienia polityki fiskalnej, jest ich potencjalnie silny wpływ na deficyt i dług publiczny (por. tabela).

Propozycje zmian	Min	Średni	Max
<i>Rozszerzenie i modyfikacja Ustawy o Redukcji Podatków i Miejscach Pracy (Tax Cuts and Jobs Act)</i>	-15,8%	-18,3%	-20,4%
<i>Zwolnienie z opodatkowania dochodów z nadgodzin</i>	-1,7%	-6,9%	-10,3%
<i>Zniesienie opodatkowania świadczeń społecznych</i>	-4,1%	-4,5%	-5,0%
<i>Obniżenie stawki podatku CIT do 15% dla krajowych producentów</i>	-0,5%	-0,7%	-2,1%
<i>Zwolnienie napiwków z opodatkowania</i>	-0,3%	-1,0%	-1,9%
<i>Wzmocnienie i modernizacja sił zbrojnych</i>	-0,3%	-1,4%	-8,4%
<i>Zabezpieczenie granic i deportacja nielegalnych imigrantów</i>	0,0%	-1,2%	-3,4%
<i>Wprowadzenie reform mieszkaniowych, w tym ulgi podatkowej dla osób kupujących pierwszy dom</i>	-0,3%	-0,5%	-1,2%
<i>Zwiększenie wsparcia dla opieki zdrowotnej, długoterminowej i opieki nad osobami zależnymi</i>	-0,2%	-0,5%	-1,0%
Suma częściowa: Obniżki podatków i zwiększenie wydatków	-23,3%	-35,0%	-53,7%
<i>Ustanowienie ogólnej stawki ceł i wprowadzenie dodatkowych ceł</i>	14,7%	9,3%	6,9%
<i>Cofnięcie obecnych polityk energetycznych/środowiskowych i rozszerzenie produkcji</i>	2,6%	2,4%	1,9%
<i>Redukcja marnotrawstwa, oszustw i nadużyć</i>	0,9%	0,3%	0,0%
<i>Likwidacja Departamentu Edukacji i wsparcie dla alternatywnych rodzajów szkolnictwa</i>	0,7%	0,7%	0,0%
Suma częściowa: Zwiększenie dochodów i redukcje wydatków	18,9%	12,7%	8,7%
Wzrost kosztów obsługi długu	-0,5%	-3,4%	-7,0%
Wpływ na saldo sektora finansów publicznych	-5,0%	-25,7%	-51,9%

*Skumulowane efekty w latach 2026-2035
 Źródło: CRFB, CBO, Credit Agricole

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się we wrześniu o 2,5% m/m wobec wzrostu 2,6% w sierpniu (rewizja w dół z 2,9%), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (spadek o 1,1%). Obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej miało szeroki



zakres i zostało odnotowane we wszystkich jej głównych działach: w przetwórstwie, energetyce i budownictwie. Najsilniejszy spadek produkcji miał miejsce w kategoriach „produkcja skór i wyrobów skórzanych” (-12,7% m/m) oraz „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” (-7,8%). Silny spadek produkcji przemysłowej w tych kategoriach w ujęciu miesięcznym wynika w dużej mierze z efektu wysokiej bazy sprzed miesiąca. We wrześniu obniżyła się również produkcja w branżach energochłonnych (o 3,2% m/m), która kształtuje się obecnie na poziomie o ok. 17% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem wojny w Ukrainie. W kierunku zmniejszenia produkcji w branżach energochłonnych oddziaływał spadek produkcji we wszystkich jej pięciu branżach (metalurgicznej, szklarskiej, chemicznej, petrochemicznej i koksowniczej oraz papierniczej) W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w przetwórstwie, których miesięczna dynamika zwiększyła się we wrześniu do 4,2% wobec -5,4% w sierpniu (rewizja w górę z -5,8%), kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (1,5%). Ich silny wzrost w istotnym stopniu wynikał z dużych zamówień w kategorii „pozostały sprzęt transportowy”, które charakteryzują się wysoką zmiennością. Dynamika nowych zamówień zwiększyła się zarówno w

przypadku zamówień krajowych, jak i eksportowych. Wzrost zamówień eksportowych wynikał z wyższych zamówień z krajów strefy euro, podczas gdy zamówienia spoza obszaru wspólnej waluty spadły. Warto jednak zauważyć, że w ostatnich miesiącach zarówno zamówienia z krajów strefy euro jak i spoza obszaru wspólnej waluty pozostają w łagodnym trendzie spadkowym. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zmniejszyło się we wrześniu do 17,0 mld EUR wobec 21,4 mld EUR w sierpniu (rewizja w dół z 22,5 mld EUR), kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (21,0 mld EUR). Jednocześnie odnotowano spadek dynamiki eksportu do -1,7% m/m we wrześniu wobec 1,2% w sierpniu (rewizja w dół z 1,3%) oraz wzrost dynamiki importu (2,1% wobec -3,4%), które ukształtowały się odpowiednio poniżej i powyżej oczekiwań rynku (-1,4% i 0,5%). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB Niemczech nie zmieni się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniesie 0,2%, a w całym 2024 r. PKB Niemiec zwiększy się o 0,1% wobec spadku o 0,3% w 2023 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Indeks ISM dla usług wzrósł w październiku do 56,0 pkt. wobec 51,5 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (51,5 pkt.). W kierunku zwiększenia indeksu oddziaływały wyższe wkłady 2 z 4 jego składowych (dla zatrudnienia i czasu dostaw), a przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla aktywności biznesowej i nowych zamówień. Tym samym w październiku doszło do pogłębienia różnic w ocenie sytuacji pomiędzy przetwórstwem a sektorem usług (por. MAKROMAPA z 04.11.2024). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w listopadzie do 73,0 pkt. wobec 70,5 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (71,0 pkt.) i naszej prognozy (71,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zmniejszyła się w listopadzie do 2,6% wobec 2,7% w październiku, co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych stopniowo słabną, choć pozostają na podwyższonym poziomie. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą Fed na grudniowym posiedzeniu obniży stopy procentowe o 25pb (patrz powyżej).

Agencja Standard & Poor's utrzymała długookresowy rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W raporcie agencja odnotowała pozytywny fakt odblokowania dostępu do środków unijnych. S&P zaznaczył, że stabilna perspektywa ratingu odzwierciedla równowagę pomiędzy sprzyjającymi średnioterminowymi perspektywami wzrostu gospodarczego Polski względem krótkoterminowych czynników ryzyka wynikających z podwyższonych deficytów fiskalnych oraz szybko rosnącego zadłużenia, przy nasilających się niekorzystnych uwarunkowaniach w zakresie ryzyka zewnętrznego. Agencja zwróciła uwagę, że ocena wiarygodności kredytowej Polski może ulec poprawie, jeżeli polepszająca się sytuacja w zakresie praworządności i sytuacji instytucjonalnej będzie sprzyjała utrzymaniu napływu środków z UE oraz zagranicznych inwestycji bezpośrednich, wspierając średnioterminowe perspektywy wzrostu PKB. Z kolei obniżka ratingu możliwa byłaby w sytuacji, gdyby zadłużenie Polski wzrosło powyżej oczekiwań S&P. Obniżka ratingu mogłaby również zmaterializować się, jeżeli średnioterminowe perspektywy wzrostu PKB Polski znacząco by się pogorszyły, prawdopodobnie razem z pojawieniem się szoków zewnętrznych. Agencja ratingowa Fitch również utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W ocenie agencji, obecny rating z jednej strony odzwierciedla zdywersyfikowaną gospodarkę, 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, poziom deficytu publicznego oraz PKB per capita kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating A. Fitch potrzymał ocenę dotyczącą czynników, których materializacja mogłaby się przyczynić do decyzji pozytywnej dla ratingu Polski w przyszłości. Zdaniem Fitch podwyżka ratingu mogłaby nastąpić w przypadku

szybszego zmniejszania luki dochodowej pomiędzy Polską i krajami rozwiniętymi, trwałego spadku długu publicznego w relacji do PKB lub w przypadku dalszej poprawy sytuacji w zakresie praworządności. Negatywne dla oceny wiarygodności kredytowej Polski byłoby natomiast pogorszenie sytuacji w finansach publicznych lub perspektyw wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencje S&P i Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

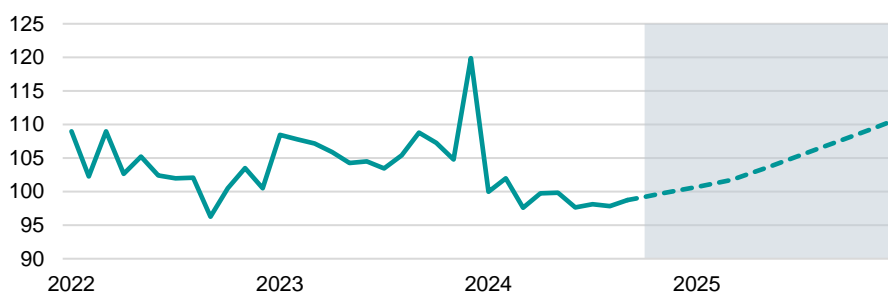
Przemysł, budownictwo i eksport u progu ożywienia

Precyzyjne śledzenie tendencji w gospodarce wymaga nie tylko celnych prognoz wzrostu PKB, ale również bardziej wnikliwego spojrzenia na wybrane sektory. Poniżej prezentujemy w skróconej formie nasze oczekiwania w zakresie budownictwa, eksportu i produkcji przemysłowej na 2025 r.

Kluczowym elementem oczekiwanego przez nas przyspieszenia wzrostu gospodarczego w 2025 r. będzie prognozowane przez nas ożywienie w inwestycjach publicznych i powiązany z nim boom w budownictwie. Popyt w branży budowlanej jest obecnie nadal silnie ograniczany przez obniżoną absorpcję środków unijnych. Na podstawie profilu czasowego absorpcji środków unijnych w ramach perspektywy 2014-2020 oczekujemy, że wykorzystanie funduszy UE wyraźnie przyspieszy w 2025 r. i utrzyma się na wysokim poziomie 2026 r. Zakładamy, że ożywienie inwestycji publicznych w 2025 r. będzie dodatkowo wspierane przez kumulację projektów realizowanych w ramach KPO (w związku z koniecznością ich rozliczenia w 2026 r.). W połączeniu z efektami niskiej bazy z 2024 r. oczekujemy, że inwestycje publiczne wzrosną w ujęciu realnym w dwucyfrowym tempie. Realizacja inwestycji infrastrukturalnych będzie silnym wsparciem dla aktywności w budownictwie.

Dodatkowo, sytuacja w budownictwie mieszkaniowym poprawia się stopniowo, co znajduje odzwierciedlenie w obserwowanej w ostatnich miesiącach tendencji do wzrostu liczby mieszkań w budowie oraz liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto. Oczekujemy, że w 2025 r. budownictwo mieszkaniowe pozostanie czynnikiem wspierającym aktywność w budownictwie. W MAKROmapie z 23.09.2024 przedstawiliśmy naszą prognozę liczby oddanych mieszkań. Na podstawie wyników modelowania ekonometrycznego oczekiwaliśmy wówczas, że roczna liczba oddanych mieszkań ustabilizuje się w latach 2024-2025 na poziomie ok. 125 tys., poniżej wartości z 2023 r. (142 tys.). Dopiero II połowa 2025 r. okaże się naszym zdaniem okresem silnego wzrostu podaży na rynku mieszkań.

Produkcja budowlano-montażowa w Polsce (01.2024 = 100, SA)

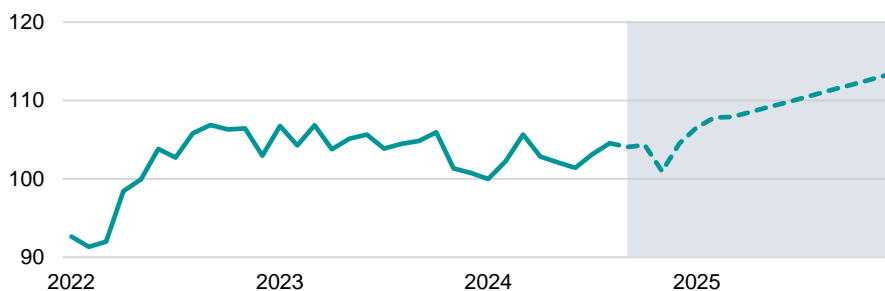


Źródło: GUS, Credit Agricole

W rezultacie prognozujemy, że odsezonowany poziom produkcji budowlano-montażowej na koniec 2025 r. ukształtuje się 10% wyżej niż na koniec br. (por. wykres). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrost produkcji przyspieszy w II poł. przyszłego roku. Dostrzegamy również ryzyko w dół dla tego scenariusza związane z ograniczeniami po stronie

podażowej. W warunkach wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych i silnego popytu może dochodzić do opóźnień w realizacji projektów i wzrostów kosztów. Ponadto, zgodnie z informacjami medialnymi widzimy obecnie opóźnienia w realizacji przetargów publicznych na projekty, które miały być realizowane w 2025 r.

Drugim ważnym elementem ożywienia w przyszłym roku będzie poprawa w zakresie popytu zagranicznego. Krótkookresowe perspektywy produkcji w polskich branżach eksportowych wciąż pozostają niekorzystne ze względu na obniżoną aktywność w przetwórstwie w strefie euro, w tym w Niemczech i zgłaszane z tego powodu niższe zapotrzebowanie na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce. Październikowe wyniki badań koniunktury PMI zasygnalizowały tylko ograniczoną poprawę w tym zakresie. Warto przypomnieć, że połowa polskiego eksportu towarów do strefy euro i Niemiec to dobra pośrednie. Oczekujemy jednak, że w kolejnych kwartałach zaobserwujemy umiarkowane szybki wzrost gospodarczy wynoszący 0,3-0,4% w ujęciu kwartalnym. Już dane za III kw. wskazały na wyraźne ożywienie wzrostu PKB. Tym samym poprawa koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski będzie czynnikiem dynamizującym eksport towarów. Wygrana D. Trumpa w wyborach prezydenckich i zwiększone prawdopodobieństwo nasilenia tendencji protekcyjnych ze strony USA wiąże się z niewielkim bezpośrednim ryzykiem dla Polski z uwagi na małą wagę USA w naszym handlu zagranicznym. USA są bowiem odbiorcą tylko 3% polskiego eksportu, z czego ponad połowa skoncentrowana jest w trzech kategoriach („reaktory jądrowe, kotły, maszyny i urządzenia mechaniczne; ich części”, „maszyny i urządzenia elektryczne oraz ich części; rejestratory i odtwarzacze dźwięku, rejestratory i odtwarzacze obrazu i dźwięku oraz części i akcesoria do tych artykułów”, „przyrządy i aparatura, optyczne, fotograficzne, kinematograficzne, pomiarowe, kontrolne, precyzyjne, medyczne lub chirurgiczne; ich części i akcesoria”). Pośredni negatywny wpływ podniesienia ceł objawiający się spadkiem popytu z krajów, dla których pełniemy rolę dostawcy (np. Niemcy) będzie w dużej mierze rekompensowany przez ożywienie wzrostu gospodarczego w strefie euro.

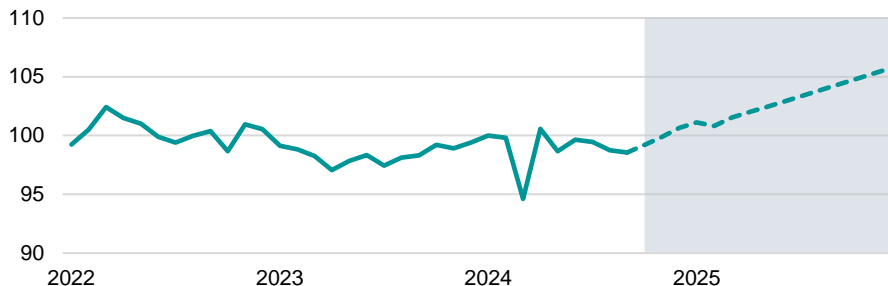
Eksport towarów z Polski (01.2024 = 100, SA)


Źródło: GUS, Credit Agricole

Ponadto wyniki naszych analiz (por. MAKROMAPA z 14.10.2024) wskazują, że Polska skorzystała na ostatnich trendach związanych z *nearshoringiem* i *friendshoringiem*. Świadczy o tym rosnący udział Polski w światowym eksporcie towarów i usług. Jednocześnie obserwujemy relatywnie stabilny udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych w polskim PKB.

Warto zwrócić uwagę, że wzrost udziału Polski w globalnych łańcuchach tworzenia wartości byłby prawdopodobnie jeszcze silniejszy, gdyby nie utrzymujące się w ostatnich kwartałach spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro. Zgodnie z wynikami badań empirycznych sytuacja gospodarcza w kraju pochodzenia inwestycji ma bowiem istotne znaczenie dla skłonności firm do realizacji projektów za granicą. Efekty podażowe powiązane ze skumulowanym napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski i reorientacją geograficzną w zakresie globalnych łańcuchów dostaw będą czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu eksportu w 2025 r. Tym samym prognozujemy, że eksport towarów będzie na koniec przyszłego roku wyższy o 8,4% w porównaniu do końca 2024 r.

Produkcja przemysłowa w Polsce (01.2024 = 100, SA)



Źródło: GUS, Credit Agricole

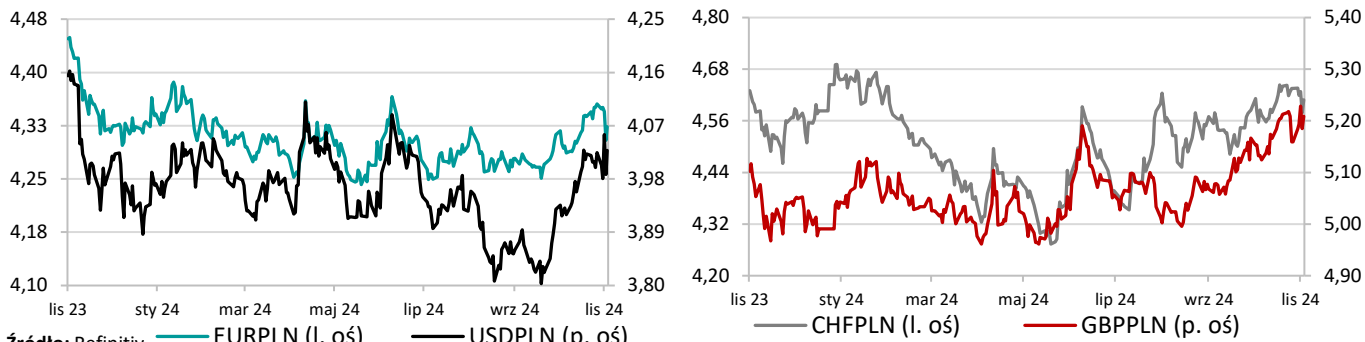
składowych produkcji przemysłowej. W trzecim segmencie, który koncentruje się na zaopatrywaniu rynku krajowego, spodziewamy się mniejszej skali ożywienia. Będzie ono ograniczane przez oczekiwane przez nas (realizujące się w warunkach podwyższonej inflacji i spowolnienia wzrostu nominalnych płac) obniżenie dynamiki konsumpcji w 2025 r. Ta niekorzystna tendencja będzie częściowo kompensowana przez dynamiczny wzrost inwestycji. W sumie, oczekujemy, że produkcja przemysłowa będzie na koniec 2025 r. o 5% w wyższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Podsumowując, mimo, że w drugiej połowie br. najprawdopodobniej odnotowane zostanie wyraźne spowolnienie wzrostu PKB (wstępny odczyt PKB za III kw. poznamy w czwartek – patrz wyżej), to oczekujemy, że 2025 r. będzie czasem ożywienia gospodarczego mającego szeroki zakres. Podtrzymujemy zatem naszą prognozę przyspieszenia wzrostu PKB do 3,5% r/r średniorocznie w 2025 r. z 2,6% w 2024 r.

Analiza perspektyw produkcji przemysłowej wymaga spojrzenia na trzy główne segmenty przemysłu, tj. w branży eksportowej, powiązane z budownictwem oraz pozostałe kategorie. Z uwagi na zarysowane powyżej oczekiwane przez nas tendencje w budownictwie i eksporcie oczekujemy relatywnie dynamicznego wzrostu w przypadku dwóch pierwszych wyróżnionych

Silna korekta kursu EURPLN w reakcji na wynik wyborów w USA

Kursy walutowe

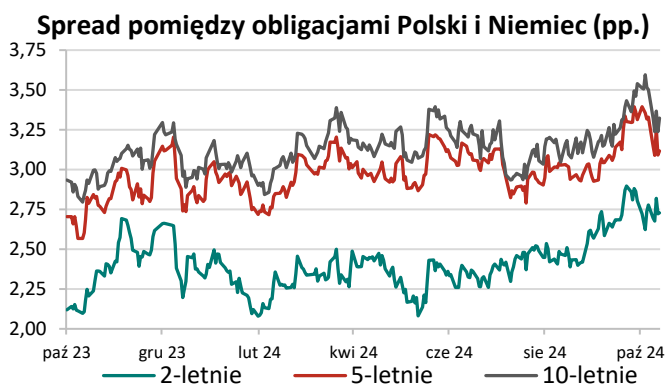
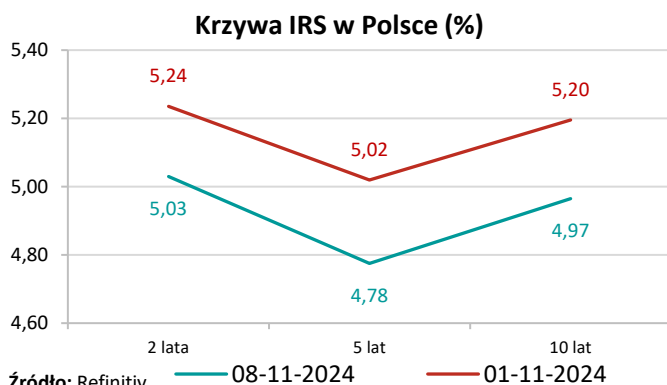


Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3266 (umocnienie złotego o 0,8%). W ubiegłym tygodniu dominującym czynnikiem kształtującym sytuację na rynku walutowym były wybory w USA. Informacje o zdecydowanym zwycięstwie D. Trumpa doprowadziły do wyraźnego spadku kursu EURUSD. Jednocześnie obniżenie niepewności na rynku znalazło odzwierciedlenie w umocnieniu złotego względem euro. Pod koniec tygodnia doszło do stabilizacji kursu EURPLN.

Opublikowane w piątek decyzje agencji Fitch i S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy są neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą krajowe dane o PKB (czwartek), które w przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu prognozy mogą przyczynić się do osłabienia złotego. Przeciwny wpływ mogą mieć natomiast zaplanowane na piątek publikacje danych z Chin. Pozostałe dane z polskiej i ze światowej gospodarki będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Kluczowy dla kursu złotego pozostanie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do wzrostu kursu EURPLN.

Dane o polskim PKB w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,03 (spadek o 21pb), 5-letnie do 4,78 (spadek o 24pb), a 10-letnie do 4,97 (spadek o 23pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku zmniejszenia stawek IRS na rynkach bazowych oddziaływała decyzja Fed o obniżce stóp procentowych. Jednocześnie wynik wyborów w USA miał pozytywny wpływ na stawki IRS.

Opublikowane w piątek decyzje agencji Fitch i S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy są neutralne dla krzywej. Uważamy, że kluczowa dla stawek IRS w tym tygodniu będzie czwartkowa publikacja danych o polskim PKB. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu prognozy dane mogą oddziaływać w kierunku spadku stawek IRS. Zaplanowane na ten tydzień publikacje pozostałych danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS. Istotnym czynnikiem dla krzywej pozostanie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do zwiększenia stawek IRS.

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	4,00	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	4,64	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**
Wtorek 12.11.2024 r.					
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Listopad	13,1	12,8
Środa 13.11.2024 r.					
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Październik	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Październik	0,3	0,3
Czwartek 14.11.2024 r.					
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	3,2	2,7 2,9
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,4	0,4
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	1,8	-1,2
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Wrzesień	-2827	-1955 -1261
Piątek 15.11.2024 r.					
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	3,2	4,0
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	5,4	5,5
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	4,9	5,0 5,0
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	-11,9	-0,7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	0,4	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Październik	77,5	77,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-0,3	-0,3
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Wrzesień	0,3	0,2

* 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