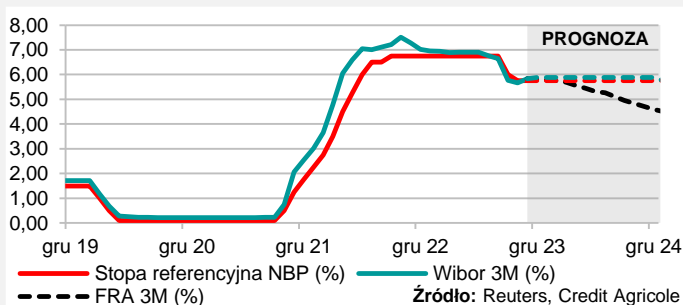
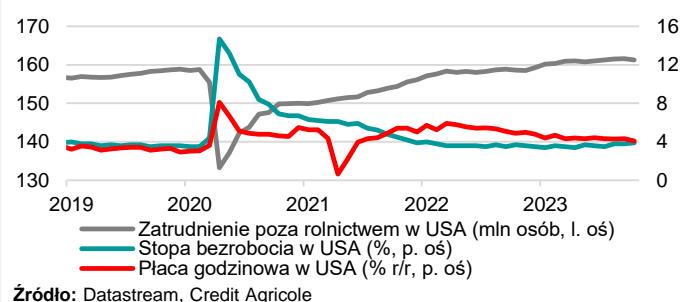


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Uważamy, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie (stopa referencyjna równa 5,75%). Wsparciem dla naszej prognozy zakładającej status quo w polityce pieniężnej jest treść komunikatu po listopadowym posiedzeniu RPP. Rada podkreśliła w nim niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację, a także dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP jako główne argumenty na rzecz ich stabilizacji. Decyzja o pozostawieniu stóp na dotychczasowym poziomie w tym tygodniu będzie spójna z konsensem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu zapewne odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która może rzucić więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej.



W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Prognozujemy, że zwiększy się ono o 170 tys. osób w listopadzie wobec wzrostu o 150 tys. w październiku, przy braku zmian stopy bezrobocia względem października (3,9%). Szybszy wzrost zatrudnienia będzie w znacznym stopniu wynikiem zakończenia strajków w branży motoryzacyjnej, które oddziaływały w kierunku obniżenia zatrudnienia w październiku. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. w listopadzie wobec wzrostu o 113 tys. w październiku). Prognozujemy, że wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan wskaże na nieznaczną poprawę nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych (61,8 pkt. w grudniu wobec 61,3 pkt. w listopadzie). Prognozowana przez nas wartość indeksu wciąż jednak sygnalizuje relatywnie słabe nastroje konsumentów, co będzie niekorzystnym czynnikiem dla konsumpcji w bieżącym kwartale i pierwszym kwartale 2024 r. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.



W czwartek opublikowane zostaną dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Rynek oczekuje, że saldo bilansu handlowego zmniejszyło się do 48,7 mld USD w listopadzie z 56,5 mld USD w październiku. Zgodnie z konsensem dynamika chińskiego eksportu zwiększy się do -1,5% r/r w listopadzie wobec -6,4% w październiku, zaś dynamika importu wzrośnie do 4,0% r/r z 3,0%. Zwiększenie dynamik obu wskaźników będzie spójne z postępującym ożywieniem w chińskiej gospodarce sygnalizowanym przez wzrost wskaźników PMI dla przetwórstwa (patrz poniżej). Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

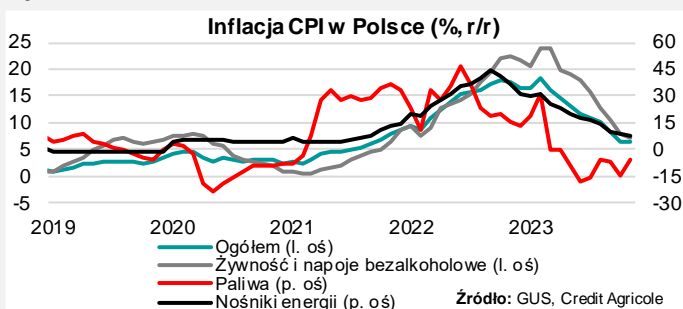
Dzisiaj poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki. Saldo bilansu handlu zagranicznego zwiększyło się w październiku do 17,8 mld EUR wobec 16,7 mld EUR we wrześniu. Odnotowano wzrost dynamiki eksportu (-0,2% m/m w październiku wobec -2,5% we wrześniu) oraz importu

(-1,2% wobec -1,9%). Mimo to październikowe dane wskazują, że niemiecki handel zagraniczny nadal pozostaje pod wpływem spowolnienia w światowej gospodarce. Czynnikiem oddziałującym w kierunku ograniczenia aktywności w światowym handlu, które dotyka niemiecki przemysł, jest dostosowanie poziomu zapasów do słabszej koniunktury. Opublikowane dzisiaj dane o bilansie handlowym są w naszej ocenie neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu poznamy jeszcze dane z Niemiec dotyczące produkcji przemysłowej i zamówień w przemyśle.

W zeszłym tygodniu

- Zgodnie z finalnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się do 0,5% r/r w III kw. b.r. wobec -0,6% r/r w II kw., kształtując się nieznacznie powyżej wstępnego szacunku (0,4%) i zgodnie z naszą prognozą.** Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w III kw. do 1,5% kw/kw wobec 0,3% w II kw. Tym samym III kw. był już trzecim kwartałem z rzędu, w którym odnotowano wzrost odsezonowanego PKB. W kierunku zwiększenia dynamiki PKB pomiędzy II a III kw. oddziaływały wyższe wkłady eksportu netto (5,9 pkt. proc. w III kw. wobec 2,1 pkt. proc. w II kw.), konsumpcji prywatnej (0,5 pkt. proc. wobec -1,6 pkt. proc.) oraz wydatków rządowych (0,6 pkt. proc. wobec 0,4 pkt. proc.). Przeciwny wpływ miały niższe wkłady przyrostu zapasów (-7,7 pkt. proc. wobec -3,0 pkt. proc.) oraz inwestycji (1,2 pkt. proc. wobec 1,5 pkt. proc.). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw., podobnie jak w II kw., był eksport netto. Zwiększenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w III kw. wynikało z silniejszego spadku dynamiki importu (-20,3% w III kw. wobec -6,8% w II kw.) od dynamiki eksportu (-11,0% r/r wobec -3,2%). Dane o PKB w III kw. wskazują na utrwalenie ożywienia gospodarczego w Polsce (por. MAKROpuls z 30.11.2023). W kolejnych kwartałach ożywienie to będzie wspierane przez spadek inflacji, oddziałujący w kierunku wzrostu konsumpcji, ożywienie inwestycji mieszkaniowych oraz wzrost popytu zewnętrznego sprzyjający wzrostowi eksportu i inwestycji przedsiębiorstw.




- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w listopadzie do 6,5% r/r wobec 6,6% października, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i poniżej naszej prognozy (6,6%).**



GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w

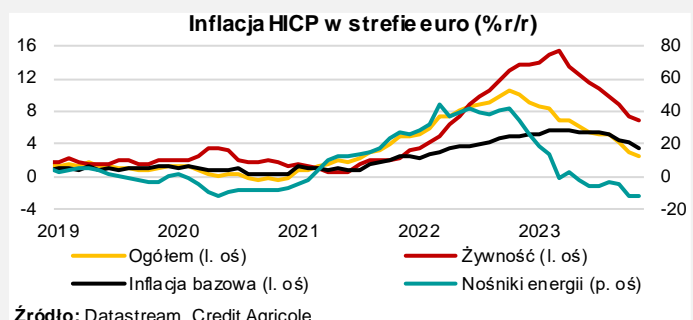
kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen w kategoriach: „żywność i napoje bezalkoholowe” (7,2% r/r w listopadzie wobec 8,0% w październiku), „nośniki energii” (7,9% wobec 8,3%), a także obniżenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się w listopadzie do 7,3% r/r wobec 8,0% w październiku. Miesięczna dynamika inflacji bazowej ukształtowała się naszym zdaniem poniżej wzorca sezonowego, co sygnalizuje słabnącą presję inflacyjną. Przeciwny wpływ na inflację ogółem miała natomiast wyższa dynamika cen paliw (-5,7% r/r w listopadzie wobec -14,4% w październiku). Prognozujemy, że inflacja w grudniu zwiększy się do 6,6% r/r (por. MAKROpuls z 30.11.2023). Uważamy, że na początku przyszłego roku czynnikami ograniczającymi spadek inflacji będzie przywrócenie standardowej stawki VAT na żywność, a także wzrost cen nośników energii. Mimo to prognozujemy, że inflacja w I kw. 2024 r. powróci do trendu spadkowego i w II kw. osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 4,6%. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza inflacji jest niepewność regulacyjna związana z decyzjami nowego rządu dotyczącymi przyszłości działań ostonowych skierowanych

na ograniczenie wzrostu cen konsumenckich (por. MAKROmapa z 06.11.2023). Jednocześnie uwzględniając utrzymujące się niskie prawdopodobieństwo powrotu inflacji do celu RPP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej uważamy, że w najbliższych kwartałach nie ma przestrzeni do dalszych obniżek stóp procentowych. Ocena ta jest zgodna z naszym scenariuszem stabilizacji stóp procentowych w Polsce do końca 2024 r.

-  **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 48,7 pkt. wobec 44,5 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (45,4 pkt.) oraz naszej prognozy (45,5 pkt.).** Tym samym indeks osiągnął w październiku najwyższą wartość od kwietnia 2022 r. Niemniej jednak wciąż (już od 19 miesięcy) pozostaje on poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie indeksu wynikało z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zapasów pozycji zakupionych. W danych na szczególną uwagę zasługuje wyraźne odwrócenie niekorzystnej tendencji w zakupach dóbr pośrednich i zapasach wyrobów gotowych. Składowa dla zakupów dóbr pośrednich, kształtująca się nadal poniżej 50 pkt., wzrosła do poziomu najwyższego od maja 2022 r. Z kolei składowa dla zapasów wyrobów gotowych wskazała na wyraźny wzrost zapasów i była najwyższa od lipca 2022 r. (por. MAKROpuls z 01.12.2023). Naszym zdaniem tendencje te są zwiastunem odwrócenia cyklu zapasów, który w ostatnich kwartałach był czynnikiem ograniczającym aktywność w przetwórstwie i oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki PKB. Taką ocenę wspiera odnotowany w listopadzie wzrost indeksu PMI dla produkcji oczekiwanej w horyzoncie 12 miesięcy do poziomu najwyższego od lutego 2022 r. Przeciętny poziom indeksu PMI w okresie październik-listopad (46,6 pkt.) ukształtował się wyraźnie powyżej średniej wartości z III kw. (43,5 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej prognozy przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce w IV kw. (do 1,9% r/r wobec 0,5% w III kw.).
-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Inflacja PCE spadła w październiku do 3,0% r/r wobec 3,4% we wrześniu, zaś inflacja bazowa PCE zmniejszyła się do 3,5% r/r wobec 3,7% we wrześniu. Miesięczna, odsezonowana dynamika inflacji bazowej obniżyła się w październiku do 0,2% wobec 0,3% we wrześniu, co wskazuje, że choć presja inflacyjna słabnie to pozostaje ona relatywnie wysoka. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również drugi szacunek amerykańskiego PKB w III kw. Tempo wzrostu sprowadzone do wymiaru rocznego zostało zrewidowane w górę i wyniosło 5,2% wobec 4,9% we wstępnym szacunku. Na rewizję wzrostu gospodarczego złożyły się wyższe wkłady wydatków rządowych, inwestycji, zapasów i eksportu netto oraz niższy wkład konsumpcji prywatnej. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały dane o sprzedaży nowych domów, która zmniejszyła się do 679 tys. w październiku wobec 719 tys. we wrześniu. Uwzględniając opublikowane dwa tygodnie temu dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (por. MAKROmapa z 27.11.2023), wskazuje to na utrzymywanie się obniżonej aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na utrzymujące się słabe nastroje w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który nie zmienił się w listopadzie względem października i wyniósł 46,7 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (47,6 pkt.). W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla nowych zamówień i zapasów. Z kolei indeks Conference Board zwiększył się w listopadzie do 102,0 pkt. wobec 99,1 pkt. w październiku, sygnalizując poprawę nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych. Wzrost indeksu wynikał z wyraźnego zwiększenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji nieznacznie spadła w porównaniu do października. Zgodnie z komunikatem czynnikami ograniczającymi poprawę nastrojów konsumenckich w listopadzie były wysoka inflacja, napięta sytuacja geopolityczna oraz wysokie stopy procentowe.
-  **Nieznacznie zrewidowaliśmy nasz scenariusz makroekonomiczny dla USA.** Choć podtrzymujemy ocenę, że amerykańska gospodarka uniknie recesji w najbliższych kwartałach to uważamy, że nastąpi ona z opóźnieniem na przełomie 2024 i 2025 r. (sprowadzone do wymiaru


rocznego tempa wzrostu PKB wyniesie w IV kw. 2024 r. -0,6%, a w I kw. 2025 r. ukształtuje się na poziomie -0,5%). Wynikać będzie to z opóźnień wpływu polityki pieniężnej na sytuację gospodarstw domowych i firm. Wiele z nich finansuje się obecnie kredytami zaciągniętymi jeszcze po niskich stopach procentowych. W naszej ocenie konieczność refinansowania tych zobowiązań kredytami o wyższej stopie będzie w najbliższych dwóch latach czynnikiem w istotny sposób obniżającym aktywność gospodarczą. W konsekwencji uważamy, że tempo wzrostu PKB w USA obniży się w 2024 r. do 1,2% wobec 2,4% w 2023 r., a w 2025 r. spadnie do 0,5%. Scenariusz opóźnionej recesji w USA jest spójny z naszą prognozą, zgodnie z którą Rezerwa Federalna rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych w II poł. 2024 r. i obniży stopy procentowe o 25pb w lipcu i o 25pb w listopadzie.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro obniżyła się do 2,4% r/r w listopadzie wobec 2,9% w październiku, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (2,7%) i naszej prognozy (2,9%). W kierunku spadku inflacji oddziaływały niższe dynamiki cen żywności (6,9% r/r w listopadzie wobec 7,4% w październiku) i



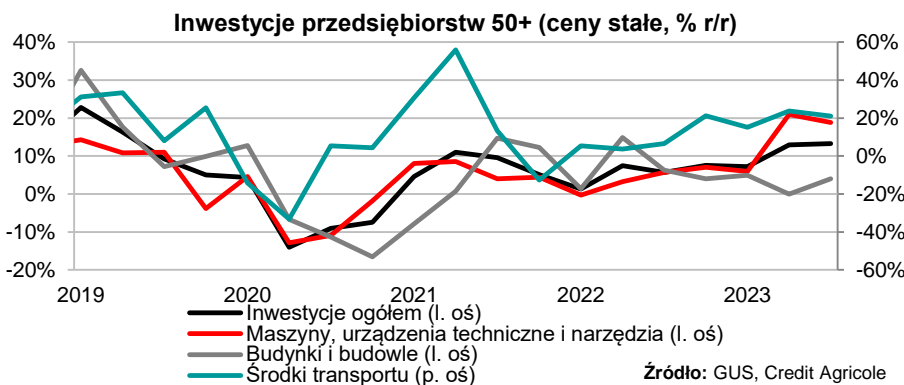
nośników energii (-11,5% wobec -11,2%), a także obniżenie inflacji bazowej (3,6% r/r wobec 4,2%). Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą w grudniu dojdzie do przejściowego wzrostu inflacji (do 3,4% r/r) wynikającego z ustąpienia efektów niskiej bazy w przypadku dynamiki cen nośników energii. Jednocześnie oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą dalszy stopniowy spadek inflacji bazowej. Z uwagi na szybszy od naszych oczekiwań spadek inflacji zrewidowaliśmy nasz scenariusz stóp procentowych w strefie euro. Uważamy, że EBC rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych już we wrześniu 2024 r. i dokona łącznie 3 obniżek po 25pb każda (we wrześniu, październiku i grudniu). W konsekwencji na koniec 2024 r. stopa refinansowa wyniesie 3,75%, a stopa depozytowa 3,25%. W poprzednim scenariuszu zakładaliśmy początek obniżek stóp procentowych dopiero w IV kw. 2024 r. i ich łączną skalę w wysokości 50pb. Rosnące prawdopodobieństwo szybszego niż wcześniej oczekiwaliśmy rozluźnienia polityki pieniężnej przez EBC stanowi ryzyko w dół dla naszego scenariusza stóp procentowych w Polsce, który zakłada, że pozostaną one na niezmiennym poziomie do końca 2024 r. (por. MAKROmapa z 13.11.2023).

Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 50,7 pkt. wobec 49,5 pkt. w październiku, kształtując się znacznie powyżej oczekiwań rynku (49,8 pkt.). Tym samym indeks Caixin PMI znalazł się ponownie powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów wszystkich 5 jego składowych: dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów oraz czasu dostaw. W strukturze danych na uwagę zasługuje spadek indeksu dla nowych zamówień eksportowych wobec zwiększenia indeksu dla nowych zamówień ogółem. Sygnalizuje to ożywienie popytu wewnętrznego, podczas gdy popyt zagraniczny pozostaje słaby. Co więcej, wyniki badań Caixin PMI wskazują na spowolnienie spadku zatrudnienia, a także poprawę oczekiwań dotyczących wielkości produkcji w horyzoncie 12 miesięcy do poziomu najwyższego od lipca br., co może wskazywać na coraz silniejsze oznaki ożywienia gospodarczego w Chinach. Na spadek aktywności w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast indeks NBS PMI, który nieznacznie zmniejszył się w listopadzie do 49,4 pkt. wobec 49,5 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,7 pkt.). Zgodnie z naszą prognozą tempo wzrostu PKB w Chinach przyspieszy w 2023 r. do 5,1% wobec 3,0% w 2022 r., co byłoby spójne z ustalonym przez chiński rząd celem dla tempa wzrostu PKB na poziomie „ok. 5%”.

 **Agencja Standard & Poor's utrzymała długookresowy rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** W raporcie agencja zwróciła uwagę, że nowemu rządowi opozycyjnemu powinno szybko udać się odblokować dostęp do środków unijnych, co będzie czynnikiem wspierającym inwestycje w 2024 r. i kolejnych latach. Według S&P podniesienie oceny ratingowej Polski byłoby możliwe gdyby obserwowana była trwała poprawa sytuacji instytucjonalnej i w zakresie praworządności, która przyczyniłaby się do stałego napływu środków unijnych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a sytuacja w finansach publicznych okazała się lepsza od prognoz agencji. S&P oczekuje, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie 5,0% PKB w 2024 r. i 3,9% PKB w 2025 r. wobec szacowanego 5,6% PKB w 2023 r. Z drugiej strony rating mógłby zostać obniżony m.in. w sytuacji wolniejszej od oczekiwań dezinflacji, która osłabiałaby wiarygodność banku centralnego, pogorszyła konkurencyjność polskich eksporterów oraz oddziaływałaby w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego. Stabilizacja ratingu jest neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

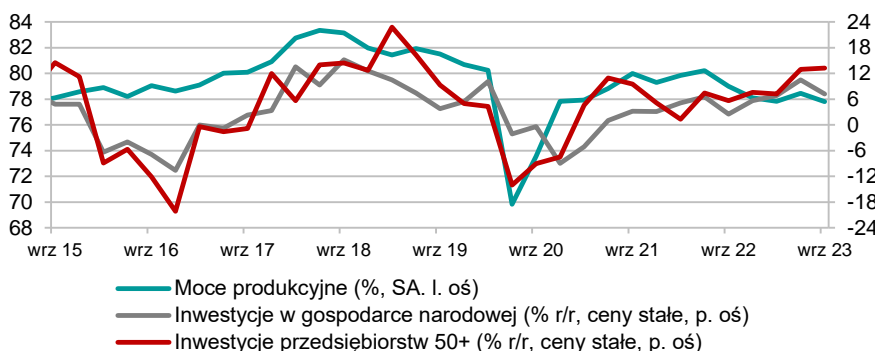
W oczekiwaniu na boom inwestycyjny w sektorze przedsiębiorstw

Zgodnie z danymi opublikowanymi przez GUS realna dynamika inwestycji przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zwiększyła się w III kw. do 13,3% r/r wobec 12,9% w II kw. Wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw 50+ był ważnym czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w całej gospodarce pomiędzy II i III kw. (patrz powyżej). Poniżej analizujemy główne tendencje w ramach aktywności inwestycyjnej średnich i dużych przedsiębiorstw.



Wzrost realnej dynamiki nakładów przedsiębiorstw pomiędzy II i III kw. wynikał z wyższego wkładu inwestycji w kategorii „budynki i budowle”. Niemniej jednak tempo wzrostu nakładów w tej kategorii (4,0%) kształtowało się w III kw. wyraźnie poniżej dynamik odnotowanych w pozostałych dwóch głównych segmentach inwestycji: „maszyny, urządzenia

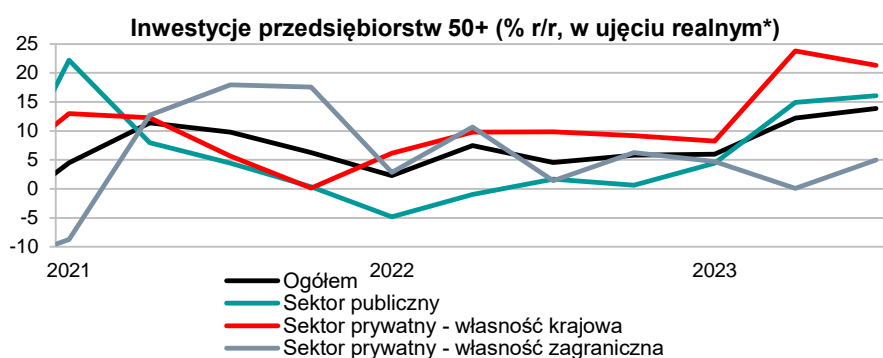
techniczne i narzędzia” oraz „środki transportu”. Dynamiki we wspomnianych dwóch kategoriach ukształtowały się w III kw., podobnie jak w II kw., na poziomie zbliżonym do 20% r/r i były głównym motorem inwestycji przedsiębiorstw 50+. Taka struktura może sygnalizować, że firmy wciąż inwestowały głównie w modernizację istniejących środków trwałych, a w mniejszym stopniu ich nakłady były ukierunkowane na zwiększenie mocy wytwórczych.



Taką ocenę potwierdza również utrzymujący się w ostatnich kwartałach niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w przetwórstwie. Według danych GUS, odsezonowane wykorzystanie mocy wytwórczych w przetwórstwie wyniosło w III kw. 77,8% wobec 78,4% w IV kw. i było najniższe od III kw. 2020 r. Oznacza to, że obecnie firmy nie zderzają się z barierą w

postaci wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych, która w przeszłości była głównym czynnikiem skłaniającym firmy do zwiększenia nakładów inwestycyjnych.

Poza przytoczonymi powyżej danymi, pozostałe informacje nt. inwestycji podawane są w ujęciu nominalnym (tj. w cenach bieżących), a nie realnym (tj. cenach stałych). Z uwagi na odnotowywany obecnie szybki wzrost cen nakładów inwestycyjnych takie ujęcie utrudnia wnioskowanie nt. tendencji w aktywności inwestycyjnej. Tym samym samodzielnie urealniliśmy (przekształciliśmy) surowe dane nominalne na realne z użyciem deflatora dla inwestycji ogółem. Takie podejście jest pewnym przybliżeniem, jednak lepiej oddaje rzeczywistą sytuację, niż wnioskowanie na podstawie danych nominalnych. Analizując tendencje w poszczególnych branżach, ożywienie realnych inwestycji w III kw. zmaterializowało się głównie dzięki wyższemu wkładowi (o 2,7 pkt. proc.) inwestycji przedsiębiorstw z sektora usług.



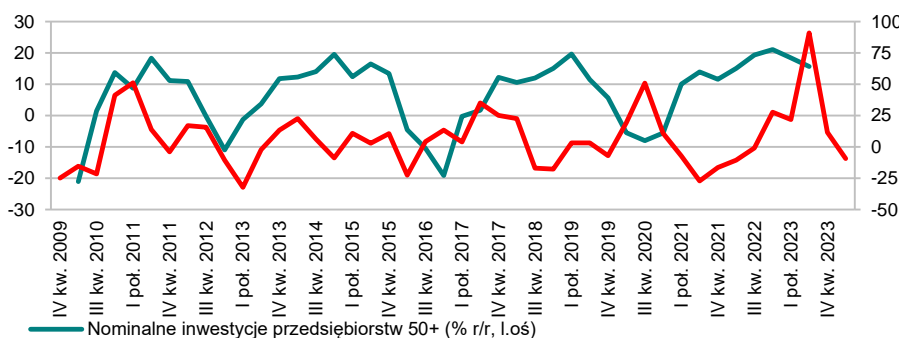
Źródło: PONT Info, Credit Agricole

*zastosowano deflator dla inwestycji firm 50+

Ocena tendencji w zakresie inwestycji wymaga przeanalizowania wzrostu nakładów na środki trwałe według formy własności przedsiębiorstw. W tym celu posłużyliśmy się danymi z bazy PONT Info. Informacje zawarte w bazie danych oparte są na pełnych, oficjalnych danych GUS zawartych w sprawozdaniach F-01 wypełnianych przez przedsiębiorstwa

reprezentujące poszczególne działy gospodarki. Zgodnie z danymi PONT Info, do wzrostu dynamiki przedsiębiorstw 50+ w III kw. przyczyniło się przede wszystkim ożywienie inwestycji firm prywatnych zagranicznych (o 1,8 pkt. proc.). Inwestycje przedsiębiorstw kontrolowanych przez jednostki sektora publicznego (firmy z dominującym udziałem tego sektora w kapitale przedsiębiorstwa) również były czynnikiem dynamizującym wzrost nakładów ogółem (o 0,5 pkt. proc.). Wkład inwestycji krajowych przedsiębiorstw prywatnych nieznacznie zmniejszył się pomiędzy II kw. i III kw. Warto jednak zwrócić uwagę, że aktywność inwestycyjna krajowych firm prywatnych nadal była wysoka (roczne tempo wzrostu powyżej 20% w okresie II kw. – III kw.), jednak nie była czynnikiem dynamizującym wzrost inwestycji ogółem. Dane wskazują zatem na szeroki zakres ożywienia inwestycyjnego w III kw. br. pod względem formy własności przedsiębiorstw.

W tym kontekście warto również przywołać dane Polskiej Agencji Inwestycji i Handlu (PAiH). W I poł. 2023 r. deklarowana przez PAiH wartość sfinalizowanych (zaplanowanych) zagranicznych projektów inwestycyjnych była rekordowo wysoka i wyniosła 4,9 mld EUR. Te projekty inwestycyjne będą realizowane w kolejnych kwartałach wspierając aktywność inwestycyjną firm z zagranicznym kapitałem. Ważnym źródłem informacji w kontekście oceny perspektyw kształtowania się inwestycji w kolejnych kwartałach są również wyniki badania koniunktury NBP (tzw. Szybki Monitoring). Zgodnie z październikową edycją badania, wskaźnik planowanej zmiany skali nakładów na środki trwałe w perspektywie kwartału zwiększył się pomiędzy III i IV kw. br., co sugeruje kontynuację ożywienia inwestycji również w IV kw. Warto jednak zwrócić uwagę, że Szybki Monitoring sygnalizuje, że klimat inwestycyjny wśród firm jest zróżnicowany. Słabym nastrojom w średnich przedsiębiorstwach towarzyszy optymizm w grupie największych firm.



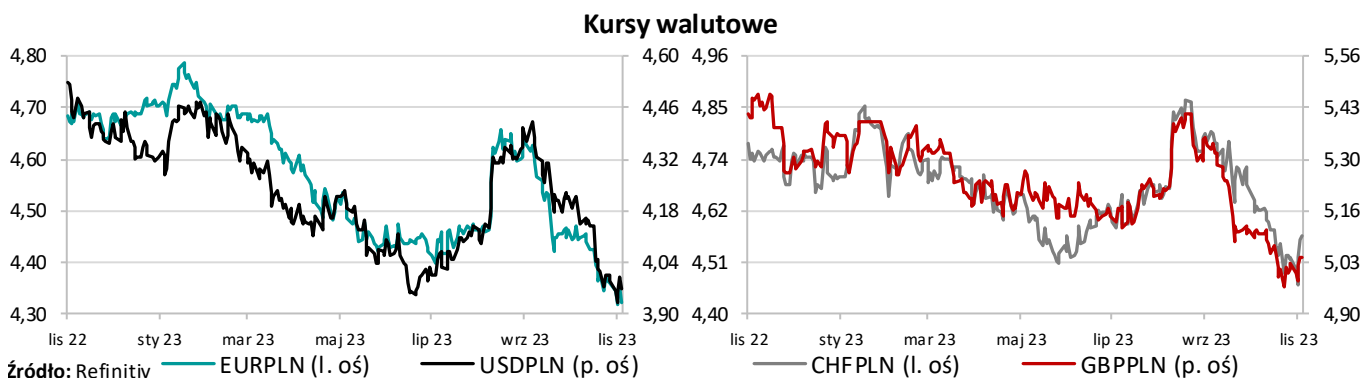
Źródło: GUS, Credit Agricole

Kolejnym wskaźnikiem, który jest pomocny w ocenie przyszłych tendencji w zakresie nakładów inwestycyjnych firm jest tzw. łączna wartość kosztorysowa inwestycji rozpoczętych. Jest to wartość nakładów na środki trwałe rozpoczynanych w okresie sprawozdawczym wynikająca z dokumentacji projektowo-kosztorysowej. Na podstawie

historycznych danych można zauważyć, że dynamika wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych wyprzedzała zmiany w kształtowaniu się tempa wzrostu inwestycji przedsiębiorstw 50+ o około dwa trzy kwartały. Należy jednak pamiętać, że zależność ta osłabiła się w ostatnich trzech latach. W pierwszych trzech kwartałach br. nominalna dynamika kosztorysowej wartości inwestycji rozpoczętych wyraźnie obniżyła się (do przeciętnie 4,5% wobec 90,9% r/r w IV kw. 2022 r.). Uważamy, że jest to czynnik sygnalizujący wyraźne spowolnienie w inwestycjach przedsiębiorstw w 2024 r.

Biorąc pod uwagę efekty wysokiej bazy z 2023 r. w zakresie kształtowania się nakładów przedsiębiorstw oraz spadek kosztorysowej wartości inwestycji odnotowany w III kw. br. oczekujemy obniżenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw w 2024 r. Ponadto, w związku z wolniejszą absorpcją środków unijnych (pauza pomiędzy dwiema 7-leniami perspektywami finansowymi) uważamy, że w 2024 r. odnotujemy spadek inwestycji publicznych w ujęciu r/r. Uruchomienie programu Bezpieczny Kredyt 2% w br., poprzez efekty wysokiej bazy, przyczyni się do obniżenia tempa wzrostu inwestycji gospodarstw domowych w 2024 r. Podsumowując, uważamy, że przyszły rok będzie dołkiem ożywienia inwestycyjnego. Podtrzymujemy tym samym naszą prognozę spadku dynamiki inwestycji ogółem do 2,7% w 2024 r. z 7,9% w 2023 r. Ponownego ożywienia inwestycyjnego spodziewamy się w 2025 r. wraz z ze zwiększonymi inwestycjami publicznymi, a także zwiększonymi nakładami inwestycyjnymi firm, powiązanych z transformacją energetyczną (por. MAKROMAPA z 27.11.2023). Dodatkowo malejąca podaż pracy będzie czynnikiem pobudzającym inwestycje firm w robotyzację i automatyzację procesu produkcji.

Kurs EURPLN najniższej od wybuchu pandemii



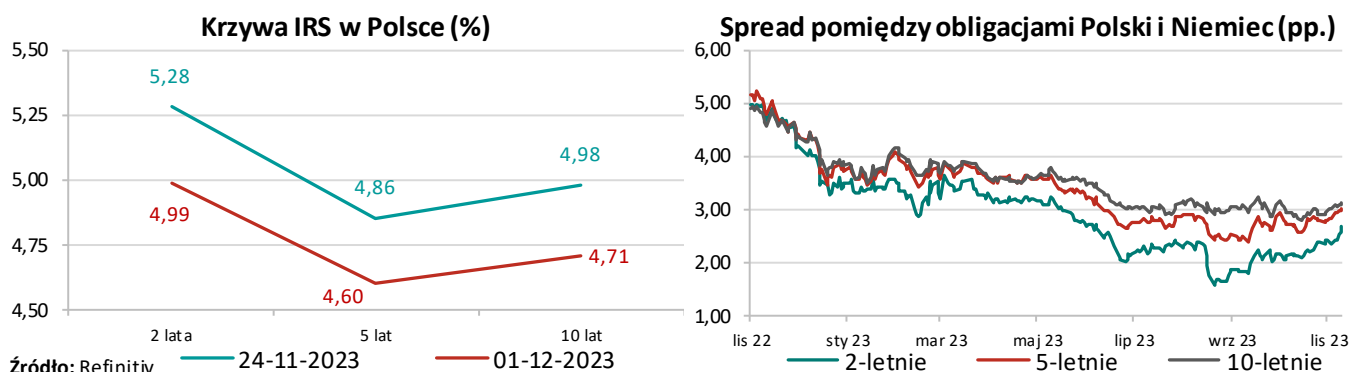
Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3196 (umocnienie złotego o 0,9%). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego, co było kontynuacją trendu sprzed dwóch tygodni. W konsekwencji we wtorek kurs EURPLN osiągnął najniższą wartość od marca 2020 r., powracając tym samym do poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii. W środę doszło do korekty i osłabienia złotego, które było kontynuowane do końca tygodnia, mimo odnotowanego w tym samym czasie umocnienia euro względem dolara. Spadkowi kursu EURUSD sprzyjały rosnące oczekiwania na

obniżki stóp procentowych przez Fed, które znalazły odzwierciedlenie w spadku amerykańskich kontraktów FRA. W piątek doszło do ponownego umocnienia złotego.

Piątkowa decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy jest neutralna dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowa dla kursu złotego będzie zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Uważamy jednak, że nie będzie ona miała istotnego wpływu na kurs złotego. W naszej ocenie przewidziane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Konferencja prasowa prezesa NBP w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,99 (spadek o 29pb), 5-letnie do 4,60 (spadek o 26pb), a 10-letnie do 4,71 (spadek o 27pb). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze wzrostem stawek IRS czemu sprzyjały oczekiwania inwestorów, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na podwyższonym poziomie jeszcze przez dłuższy czas. W dalszej części tygodnia doszło do spadku stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi, gdzie nasiliły się oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne (EBC, Fed). Przyczyniły się do tego m.in. publikacje danych wskazujących, że inflacja w strefie euro spada silniej od wcześniejszych prognoz.

Piątkowa decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski oraz jego perspektywy jest neutralna dla stawek IRS. W tym tygodniu kluczowa dla inwestorów będzie zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Naszym zdaniem jej wpływ na stawki IRS będzie jednak ograniczony. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,36
Kurs USDPLN*	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	4,04
Kurs CHFPLN*	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,45
Inflacja CPI (r/r, %)	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,3	1,7	-2,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,1	-4,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	10,1	9,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,2	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-748	-1722	2246	1467	1372	-330	491	1049	-62	-299	394	575		
Eksport (r/r, % EUR)	22,0	11,6	19,2	14,8	16,1	1,5	3,8	3,5	0,2	-2,3	-4,3	1,2		
Import (r/r, % EUR)	19,4	14,6	10,4	-1,6	3,3	-9,8	-5,3	-6,0	-7,3	-11,9	-14,8	-8,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2023				2024				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,9	2,3	2,6	2,9	3,3	5,3	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	-2,0	-2,8	0,8	2,3	2,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-0,4	3,1	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	7,2	7,3	5,3	1,9	2,6	2,0	4,9	7,9	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	-11,0	2,3	3,9	5,0	4,3	4,5	6,7	-2,1	4,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	-20,3	3,7	4,6	5,6	6,0	5,5	6,8	-6,6	5,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,5	1,2	1,5	1,7	1,9	1,8	2,9	-0,2	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,2	1,6	0,7	0,3	0,5	0,5	0,8	1,3	0,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	5,9	-0,8	-0,1	0,0	-0,5	-0,6	0,2	2,7	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,1	0,6	0,8	1,0	0,5	-0,3	-1,0	-2,4	0,8	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,1	5,0	5,1	5,2	4,9	4,8	5,0	5,2	5,1	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,5	1,1	1,4	0,7	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	0,6	1,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,3	13,8	11,0	9,9	9,5	8,6	8,8	9,0	12,1	12,2	9,0	
Inflacja CPI (%)*	17,0	13,1	9,7	6,4	5,5	4,6	5,2	5,3	14,3	11,6	5,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	6,89	6,90	5,77	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	7,02	5,88	5,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	6,75	5,75	5,75	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,36	4,42	4,40	4,38	4,36	4,69	4,36	4,36	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	4,04	4,06	4,04	4,09	4,15	4,38	4,04	4,15	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
Poniedziałek 04.12.2023 r.					
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	16,5	17,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	-18,6	-17,2
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	2,8	-3,2 -2,5
Wtorek 05.12.2023 r.					
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Listopad	48,2	48,2 48,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Listopad	47,1	47,1 47,1
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-12,4	-9,4
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Listopad	51,8	52,2 52,0
Środa 06.12.2023 r.					
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Grudzień	5,75	5,75 5,75
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	0,2	0,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	-0,3	0,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Listopad	113	140
Czwartek 07.12.2023 r.					
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Listopad	56,5	48,7
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-1,4	0,5
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	III kw.	1,4	
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	III kw.	-0,1	-0,1 -0,1
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	III kw.	0,1	0,1 0,1
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	-0,2	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	2,2	
Piątek 08.12.2023 r.					
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Grudzień		
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	3,9	3,9 3,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Listopad	150	170 170
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	61,3	61,8 61,8

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Refinitiv


Jakub BOROWSKI

 Główny Ekonomista
 tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krzysztof JAWORSKI

 Starszy Ekonomista
 tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl
Jakub OLIPRA

 Starszy Ekonomista
 tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.