

W tym tygodniu

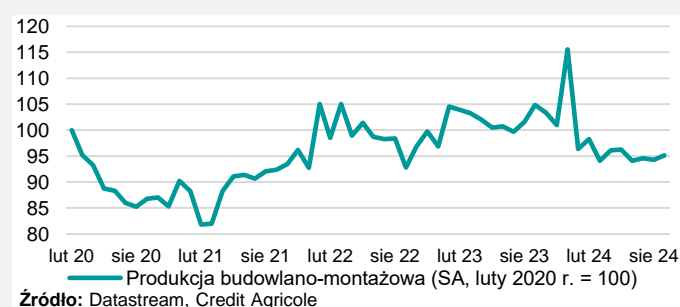
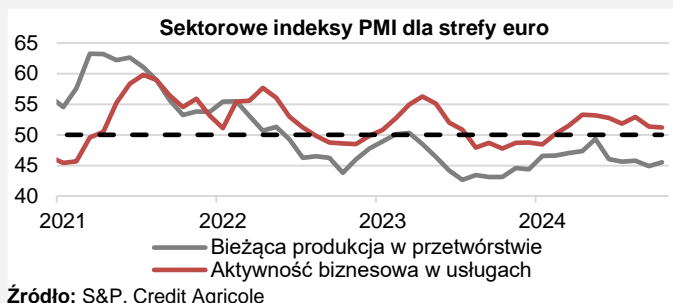
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się nieznacznie w listopadzie do 49,9

pkt. wobec 50,0 pkt. w październiku. Oznaczałoby to powrót indeksu PMI poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, poniżej której znajdował się już w sierpniu, oraz w pierwszych dwóch miesiącach br. Wyniki badań koniunktury najprawdopodobniej potwierdzą utrzymujące się rozbieżne tendencje w sektorze usług (stopniowe ożywienie) i przetwórstwie (utrzymujące się spadek aktywności). W przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie rynek oczekuje, że nie zmieni się on w listopadzie wobec października i wyniesie 43,0 pkt. Istotnym problemem dla niemieckiego przetwórstwa pozostaje silna konkurencja ze strony chińskiego przemysłu, szczególnie w produkcji samochodów i maszyn, w przypadku których Niemcy uprzednio cieszyły się bardzo silną pozycją na globalnym rynku. Istotny negatywny wpływ na nastroje w niemieckim przetwórstwie może mieć podwyżka unijnych ceł na chińskie samochody z końca października, przeciwko której silnie opowiadał się niemiecki przemysł. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

W tym tygodniu opublikowane zostaną dane z USA. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1340 tys. w październiku wobec 1354 tys. we wrześniu), pozwoleń na budowę (1425 tys. wobec 1425 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,92 mln wobec 3,84 mln) wskażą łącznie na utrzymującą się słabą aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Niska aktywność na rynku wtórnym jest związana z wysokim oprocentowaniem kredytów hipotecznych, które zniechęca posiadaczy nieruchomości z hipotekami o niższej stałej stopie oprocentowania do sprzedaży, tym samym znacznie ograniczając podaż. W tym tygodniu poznamy również finalny indeks Uniwersytetu Michigan. Zgodnie z naszą prognozą kształtuje się on na poziomie 74,0 pkt. w listopadzie wobec 70,5 pkt. w październiku, lekko powyżej wstępnego szacunku (73,0 pkt.), wskazując na utrzymujące się słabe nastroje wśród amerykańskich konsumentów. Uważamy, że publikacja danych z USA będzie neutralna dla rynków finansowych.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o październikowej produkcji budowlano-montażowej w Polsce. Prognozujemy, że dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się do -5,0% r/r wobec -9,0% we wrześniu. W kierunku

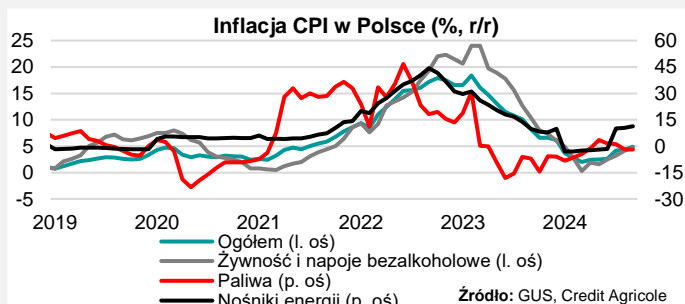
wzrostu dynamiki produkcji oddziaływała korzystna różnica w liczbie dni roboczych, stabilizacja koniunktury względem września oraz efekt niskiej bazy. Nasza prognoza dynamiki produkcji budowlano-montażowej kształtuje się powyżej konsensusu (-6,9%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się do 2,7% r/r w III kw. br. wobec 3,2% r/r w II kw. br., kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (2,8%) i zgodnie z naszą prognozą. Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zmniejszyła się w III kw. do -0,2% kw/kw wobec 1,2% w II kw. (rewizja w dół z 1,4%). Tym samym, w ujęciu kw/kw PKB obniżył się w III kw. po raz pierwszy od II kw. 2023 r. Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB uwzględniające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec listopada. Naszym zdaniem do spadku dynamiki PKB w III kw. w porównaniu z II kw. przyczynił się przede wszystkim niższy wkład konsumpcji powiązany z obniżeniem dynamiki wzrostu realnych wynagrodzeń gospodarstw domowych, a także ze znaczącym zmniejszeniem skłonności gospodarstw domowych do konsumpcji (por. MAKROpuls z 14.11.2024). Szacujemy, że zmiany dynamiki inwestycji w III kw. względem II kw., będące wypadkową spowolnienia wzrostu inwestycji publicznych i nakładów inwestycyjnych firm oraz przyspieszenia wzrostu inwestycji mieszkaniowych, były neutralne dla zmian rocznej dynamiki PKB w III kw. w porównaniu z II kw. Z kolei w kierunku zwiększenia rocznej dynamiki PKB w III kw. oddziaływało zwiększenie wkładu przyrostu zapasów, związane z efektami niskiej ubiegłorocznej bazy. Oczekujemy, że w IV kw. dynamika PKB obniży się do 2,5% r/r, osiągając lokalne minimum, do czego przyczyni się głównie dalsze spowolnienie wzrostu inwestycji publicznych i przedsiębiorstw. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą roczna dynamika PKB w 2024 r. zwiększy się do 2,6% wobec 0,1% w 2023 r., a w 2025 r. wzrośnie do 3,5%.

Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w październiku do 5,0% r/r wobec 4,9% we wrześniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji była wyższa dynamika cen w kategorii „paliwa” (0,0% r/r w październiku wobec -2,0% we wrześniu), co w znacznym stopniu wynikało z efektów niskiej bazy sprzed roku. Do wzrostu inflacji przyczyniła się również wyższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,9% wobec 4,7%). Przyczyniło się do tego wyższe tempo wzrostu cen m.in. w kategoriach „oleje i tłuszcze” (głównie za sprawą silnie drożęjącego masła w ślad za jego rekordowymi cenami na światowym rynku), „warzywa” (efekt słabych tegorocznych zbiorów), „mleko, sery i jaja” (ze względu na rosnące ceny produktów mlecznych na światowym rynku) oraz „pieczywo” (w znacznym stopniu z uwagi na efekty niskiej bazy sprzed roku). W kierunku zwiększenia inflacji oddziaływał również nieznaczny wzrost dynamiki cen nośników energii (11,5% r/r w październiku wobec 11,4% we wrześniu). Przeciwny wpływ miała natomiast inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w październiku do 4,1% r/r wobec 4,3% we wrześniu. Szacowana przez nas miesięczna dynamika cen bazowych w październiku (0,4%) ukształtowała się powyżej wzorca sezonowego (ok. 0,2%), co wskazuje na utrzymującą się umiarkowaną silną presję inflacyjną w polskiej gospodarce. Czynnikiem utrwalającym podwyższoną inflację bazową pozostaje wysoka dynamika cen usług (por. MAKROpuls z 15.11.2024). Ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt proc.) do czerwca 2025 r. Prognozujemy, że osiągnie ona swoje maksimum lokalne w marcu 2025 r. na poziomie 5,4%, po czym zacznie się stopniowo obniżać. W naszym scenariuszu zakładamy, że choć inflacja znacząco spadnie w II poł. 2025 r. to będzie ona oscylowała na poziomie zbliżonym

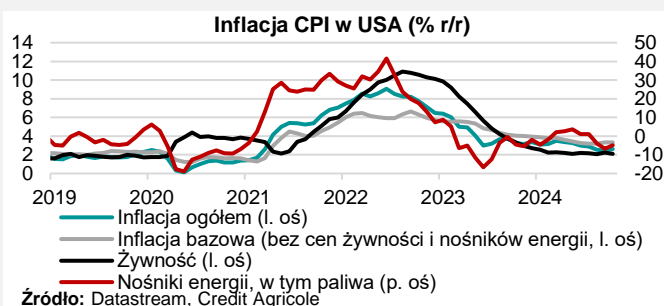


do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%). Oczekiwana przez nas ścieżka inflacji w najbliższych kwartałach jest spójna z naszą prognozą stóp procentowych NBP, zgodnie z którą ich pierwsza obniżka (o 25pb) nastąpi w III kw. 2025 r. (por. MAKROpuls z 06.11.2024).

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się we wrześniu do -1434 mln EUR wobec -2731 mln EUR w sierpniu (rewizja w górę z 2827 mln EUR), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-1261 mln EUR) i powyżej naszej prognozy (-1955 mln EUR). Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych i usług (odpowiednio o 1554 mln EUR i 20 mln EUR wyższe niż w sierpniu), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało obniżenie sald dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 210 mln EUR i 67 mln EUR niższe niż w sierpniu). Jednocześnie we wrześniu odnotowano wzrost dynamiki eksportu (0,5% r/r wobec -3,3% w lipcu) oraz importu (5,1% wobec 4,9%), do czego przyczynił się efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się dysproporcja pomiędzy dynamiką importu i eksportu. Z jednej strony w kierunku wzrostu dynamiki importu oddziałuje ożywienie popytu wewnętrznego w Polsce, co widać m.in. w raportowanym przez NBP wzroście importu dóbr konsumpcyjnych. Z drugiej strony eksport ograniczany jest przez nadal słaby popyt zagraniczny. Uważamy, że kolejne kwartały mogą przynieść zmniejszenie deficytu w obrotach towarowych, czemu sprzyjać będzie spowolnienie wzrostu spożycia prywatnego w Polsce, przy utrzymującym się spowolnieniu popytu zewnętrznego. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w III kw. 2024 r. do 0,5% wobec 1,3% w II kw.

Zgodnie z drugim szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w III kw. do 0,4% wobec 0,2% w II kw. (brak zmian w porównaniu do pierwszego szacunku). W ujęciu rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 0,9% r/r w III kw. wobec 0,6% w II kw., czyli zgodnie z pierwszym szacunkiem. Spośród największych gospodarek strefy euro zwiększenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (0,2% kw/kw w III kw. wobec -0,3% w II kw., zgodnie z pierwszym szacunkiem), oraz we Francji (0,4% wobec 0,2%, zgodnie z pierwszym szacunkiem). Tempo wzrostu PKB w Hiszpanii nie zmieniło się względem II kw. i pierwszego szacunku, wynosząc 0,8% kw/kw w III kw., podczas gdy dynamika PKB Włoszech spadła do 0,0% w III kw. względem 0,2% w II kw. (bez zmian względem pierwszego szacunku). Dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. W świetle napływających wyników badań koniunktury ze strefy euro (por. MAKROMapa z 28.10.2024) dostrzegamy jednak ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w IV kw. kwartalna dynamika PKB w strefie euro spadnie do 0,3%, a w całym 2024 r. PKB zwiększy się o 0,8% r/r wobec wzrostu o 0,5% w 2023 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI zwiększyła się w październiku do 2,6% r/r wobec 2,4% we wrześniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała



niższa dynamika cen żywności. Z kolei inflacja bazowa nie zmieniła się w porównaniu do września, utrzymując się na poziomie 3,3% r/r. Jej miesięczna dynamika również nie uległa zmianie, pozostając na poziomie 0,3%, co wskazuje na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w USA zwiększyła się w październiku do -0,3% wobec -0,5% we wrześniu (rewizja w dół z -0,3%), kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki produkcji w górnictwie i dostarczaniu mediów, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała niższa dynamika

produkcji w przetwórstwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w październiku do 77,1% wobec 77,4% we wrześniu (rewizja w dół z 77,5%), kształtując się poniżej poziomu sprzed pandemii (78,6%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika obniżyła się do 0,4% m/m w październiku wobec 0,8% we wrześniu (rewizja w górę z 0,4%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,3%). Bez uwzględnienia samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 0,1% wobec wzrostu o 1,0% we wrześniu (rewizja w górę z 0,5%). Dane wskazują tym samym, że mimo obserwowanego w ostatnich miesiącach spowolnienia popyt konsumpcyjny w USA pozostaje umiarkowanie silny. Ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się do 1,7% w III kw. i 0,5% w IV kw. wobec 3,0% w II kw. W naszym scenariuszu zakładamy, że amerykańskiej gospodarce uda się uniknąć recesji w najbliższych kwartałach.

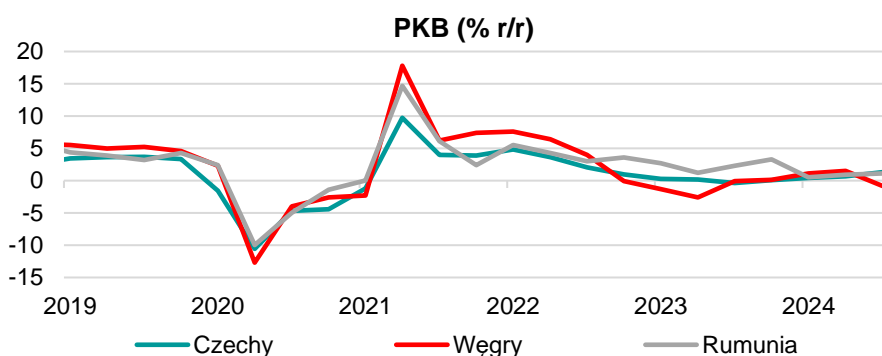
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Chin. Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w październiku do 5,3% r/r wobec 5,4% we wrześniu, kształtując się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (5,4%) i naszej prognozy (5,5%). Z kolei dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w październiku do 4,8% wobec 3,2% we wrześniu, co było powyżej oczekiwań rynku (3,8%) i naszej prognozy (4,0%). Wzrost sprzedaży detalicznej widoczny był szczególnie w przypadku zakupu trwałych dóbr konsumpcyjnych. Z kolei dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 3,4%, kształtując się poniżej naszej prognozy (3,6%) i powyżej oczekiwań rynku (3,5%). Najnowsze dane dostarczają mieszanych sygnałów, obrazując nierówną i powolną reakcję chińskiej gospodarki na łagodzenie polityki pieniężnej i fiskalnej. Wskazuje to, że obecna skala złagodzenia polityki jest niewystarczająca, aby w istotny sposób pobudzić popyt wewnętrzny, podczas gdy nadal źródłem znaczącej niepewności pozostaje popyt zewnętrzny. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w IV kw. zwiększy się o 4,5%, a w całym 2024 wzrośnie o 4,8% wobec 5,2% w 2023 r. W kolejnych kwartałach istotnym czynnikiem ryzyka dla perspektyw wzrostu w Chinach są zapowiedzi D. Trumpa odnośnie do wprowadzenia ceł na chińskie towary. 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. (por. MAKROMAPA z 12.11.2024). Z tego powodu oczekujemy dalszych działań stymulacyjnych ze strony chińskiego rządu mających na celu pobudzić wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach.

Prognozy dla krajów EŚW-3

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Czechy	-0,3	1,0	2,6	10,8	2,5	2,2
Węgry	-0,9	0,7	2,9	17,6	3,6	3,7
Rumunia	2,1	1,1	3,0	10,5	5,6	3,9

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2024-2025 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii,

Źródło: Datastream, Credit Agricole



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Dynamika PKB w Czechach wyniosła 1,3% r/r w III kwartale br. Ten odczyt był zgodny z listopadową projekcją Narodowego Banku Czech (CNB) i odzwierciedlał umiarkowane ożywienie w stosunku do poprzednich kwartałów. Konsumpcja gospodarstw domowych odgrywała w tym zakresie ważną rolę. Była ona wspierana przez stopniowy wzrost

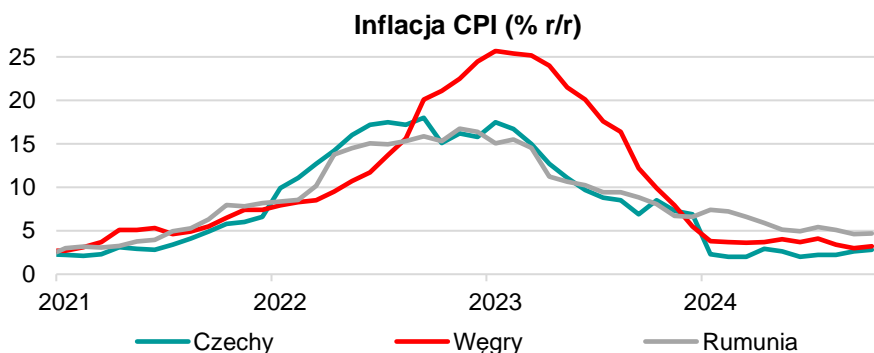
realnych dochodów w wyniku spadającej inflacji. Niemniej jednak ten kanał oddziaływania jest obecnie ograniczany przez wciąż podwyższoną skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania. Jednocześnie popyt zagraniczny pozostaje słaby, co ogranicza możliwości szybszego wzrostu PKB. Jest to szczególnie istotne szczególnie w kontekście tendencji recesyjnych w niemieckim przetwórstwie, z którym gospodarka Czech jest silnie powiązana. W Czechach, podobnie jak innych krajach regionu, w I poł. br. obserwowaliśmy spadek dynamiki inwestycji w związku z pauzą w wykorzystaniu środków unijnych pomiędzy dwoma siedmioletnimi perspektywami finansowymi. Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB zwiększy się do 2,6% w 2025 r. z 1,0% w 2024 r. i będzie ono wspierane przez konsumpcję krajową oraz inwestycje publiczne wspomagane przez absorpcję środków unijnych.

Inflacja bazowa, zwłaszcza w sektorze usług, utrzymuje się w Czechach na podwyższonym poziomie, co utrudnia realizację celu inflacyjnego banku centralnego. Choć w lecie inflacja zbliżyła się do celu CNB na poziomie 2%, na koniec br. przewidywany jest jej przejściowy wzrost, napędzany przez wyższe ceny żywności oraz paliw. Prognozujemy, że na przełomie lat 2024 i 2025 inflacja zbliży się do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3%), a być może chwilowo ją przekroczy, zanim zacznie stopniowo maleć. Oczekujemy, że inflacja będzie stopniowo spadać w kierunku 2% w kolejnych kwartałach. Wygasanie napięć na rynku pracy obrazowane wolniejszym wzrostem nominalnych płac będzie oddziaływało antyinflacyjnie. Prognozujemy, że inflacja ogółem wyniesie średnio 2,5% w 2024 r. i 2,2% w 2025 r.

W ciągu ostatniego roku CNB ostrożnie łagodził politykę pieniężną, obniżając dwutygodniową stopę repo z poziomu 7% w listopadzie 2023 r. do obecnego poziomu 4%. Działanie CNB miało za zadanie pogodzenie dwóch celów – stabilizacji inflacji z potrzebą wsparcia powolnego ożywienia gospodarczego. Jak zaznaczył w listopadzie prezes CNB „proces obniżania inflacji nie został zakończony” i polityka banku musi pozostać restrykcyjna, aby inflacja spadła do poziomu 2% w przyszłym roku. Pomimo zrealizowanych w ostatnim czasie obniżek stóp, realne stopy procentowe nadal pozostają dodatnie, co ma działanie antyinflacyjne. W ostatnich komunikatach CNB zaznaczał, że przyszłe decyzje oparte będą na bieżących danych dotyczących krajowych trendów inflacyjnych oraz zmian w otoczeniu międzynarodowym, w tym reakcji polityki pieniężnej kluczowych banków centralnych, w tym EBC. Prognozujemy, że CNB obniży stopy procentowe do 3,75% na koniec br. i 3,00% na koniec II kw. 2025 r. a następnie zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Oczekiwane przez nas obniżki stóp procentowych są spójne z listopadową projekcją makroekonomiczną CNB sygnalizującą, że inflacja obniży się w II poł. 2025 r.

Gospodarka Węgier znalazła się w technicznej recesji po tym jak PKB zmniejszył się o 0,2% kw/kw w II kw. i 0,7% w III kw. (-0,8% r/r), i ukształtował się znacząco poniżej oczekiwań rynkowych, które przewidywały lekkie ożywienie (+1,3% r/r). Według wstępnych danych, spadek PKB odzwierciedlał osłabienie aktywności zarówno w budownictwie, jak i przemyśle, podczas gdy wzrost wartości dodanej w sektorze usług oddziaływał w przeciwnym kierunku. Uwzględniając tę negatywną niespodziankę w III kw. prognozujemy, że średniorocznie w 2024 r. wzrost PKB wyniesie 0,7% r/r (rewizja w dół z 2,0%). Przyszły rok wygląda bardziej optymistycznie niż obecny z uwagi na oczekiwaną zwiększoną absorpcję środków unijnych. Dodatkowo, uruchomienie nowych zakładów produkcyjnych firm BYD i BMW powinno przyczynić się do

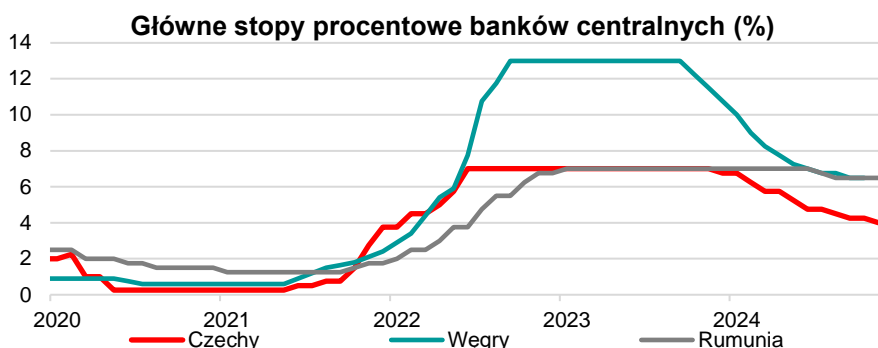
wzrostu eksportu i produkcji przemysłowej w II poł. 2025 r. Szacujemy, że w skali całego roku fabryki tych dwóch firm podbiją PKB Węgier o 0,5%. Podsumowując, oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB do 2,9% w 2025 r.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

prawdopodobnie z uwagi na czasowe obniżenie taryf przez operatorów w trakcie zagrożenia powodziowego. Niemniej jednak, po wykluczeniu tej anomalii inflacja bazowa pozostaje wysoka, co odzwierciedla utrzymującą się presję powiązaną ze wzrostem płac. W obliczu innych proinflacyjnych czynników (wzrost cen nośników energii, osłabienie forinta), obserwowane obecnie spowolnienie gospodarcze ma naszym zdaniem tylko ograniczony negatywny wpływ dynamikę cen. Prognozujemy, że inflacja ogółem wyniesie średniorocznie 3,6% r/r w 2024 r. i 3,7% w 2025 r. Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej przyszłorocznej prognozy, jeśli podwyżki podatków od transakcji finansowych (wypłat gotówki, wymiany walut i płatności) nałożone na banki zostaną przerzucone na konsumentów.

Inflacja ogółem na Węgrzech wzrosła nieznacznie z 3,0% r/r we wrześniu do 3,2% w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 3,5%. Błąd prognozy wynikał głównie z silnego spadku cen usług telekomunikacyjnych i opieki zdrowotnej. Koszt usług telekomunikacyjnych spadł o 6,8% w ujęciu miesięcznym,



Źródło: Datastream, Credit Agricole

globalnej awersji do ryzyka. Dodatkowo w październiku zastępca prezesa MNB C. Kandrács zaznaczył, że „jeśli środowisko zewnętrzne i perspektywy inflacji tego wymagają, stopa bazowa może pozostać na obecnym poziomie przez dłuższy okres”, podkreślając dążenie MNB do ograniczenia dalszej deprecjacji waluty i ochrony stabilności cen. Odnosząc się do wydarzeń z ostatnich tygodni, C. Kandrács podkreślił, że MNB „podejmie niezbędne decyzje, gdy będzie to konieczne”, ilustrując ostrożne podejście banku w obliczu podwyższonej globalnej awersji do ryzyka. Z uwagi na podatność forinta na wahania kursowe, uważamy, że MNB prawdopodobnie utrzyma stopę bazową na stałym poziomie w nadchodzących miesiącach, prawdopodobnie do końca lutego 2025 r., dążąc do utrzymania stabilności finansowej i zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. W październikowym komunikacie po posiedzeniu MNB podkreślono, że „ostrożne i cierpliwe podejście do polityki monetarnej nadal jest uzasadnione”.

Narodowy Bank Węgier (MNB) wstrzymał we wrześniu br. cykl łagodzenia polityki pieniężnej, utrzymując stopę bazową na poziomie 6,5%. Stabilizacja stóp procentowych odzwierciedlała obawy banku centralnego dotyczące kursu forinta, który ostatnio notował blisko 18-miesięczne minima wobec euro, spowodowane nasileniem się

Nasze oczekiwania dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego w Rumunii charakteryzują się ostrożnym optymizmem. Konsumpcja pozostanie naszym zdaniem głównym motorem wzrostu gospodarczego w najbliższym czasie, a wzrost inwestycji powinien przyspieszyć w przyszłym roku z uwagi na zwiększoną absorpcję środków unijnych. Chociaż oczekujemy kontynuacji umiarkowanego ożywienia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, wzrost ten prawdopodobnie będzie wolniejszy niż wcześniej

prognozowaliśmy ze względu na narastające wewnętrzne nierównowagi (znaczące deficyty w finansach publicznych i na rachunku obrotów bieżących). Oczekujemy, że rząd podejmie stopniowe działania zmierzające do konsolidacji fiskalnej w średnim okresie w związku z objęciem Rumunii procedurą nadmiernego deficytu, które mogą ograniczać wzrost popytu krajowego już w 2025 r. Istotnym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego pozostaje sytuacja polityczna i możliwe zmiany w polityce fiskalnej po wyborach prezydenckich i parlamentarnych, zaplanowanych odpowiednio na listopad i grudzień br. Biorąc pod uwagę najnowsze sondaże, władzę po wyborach parlamentarnych najprawdopodobniej utrzyma dotychczasowa koalicja partii SDP i PNL. Każda partia wystawiła jednak osobnego kandydata w wyborach prezydenckich, co oddziałuje w kierunku wzrostu ryzyka politycznego, szczególnie biorąc pod uwagę, że obecne sondaże nie wskazują na jednoznacznego lidera. Biorąc pod uwagę powyższe tendencje prognozujemy, że dynamika PKB wyniesie 3,0% w 2025 r. wobec 1,1% w br.

Presja inflacyjna w Rumunii prawdopodobnie pozostanie wysoka w krótkim okresie. Chociaż w ostatnich miesiącach inflacja wykazywała tendencję spadkową, to nadal kształtuje się ona tylko nieznacznie poniżej poziomu 5% r/r. Prognozujemy, że inflacja ogółem i inflacja utrzymają się znacząco powyżej górnej granicy celu inflacyjnego banku centralnego (2,5% +/- 1 pkt proc.) do połowy 2025 r. Dopiero w II poł. przyszłego roku oczekujemy stopniowego zbiegania inflacji do poziomu ok. 3% r/r, przy założeniu dalszego spadku dynamiki cen w strefie euro oraz słabnącej presji płacowej. W rezultacie prognozujemy, że średnioroczna inflacja zmniejszy się z 5,6% r/r w 2024 r. do 3,9% w 2025 r.

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)							
	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25
Czechy	5,75	4,75	4,25	3,75	3,25	3,00	3,00	3,00
Węgry	8,25	7,00	6,50	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50
Rumunia	7,00	7,00	6,50	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50

Źródło: Datastream, Credit Agricole

W obliczu podwyższonego ryzyka inflacyjnego oraz istotnej niepewności dotyczącej kształtowania się sytuacji w finansach publicznych, Narodowy Bank Rumunii (NBR) prawdopodobnie będzie kontynuował ostrożne podejście w zakresie polityki pieniężnej, pozostawiając stopę procentową na poziomie 6,5% w najbliższych miesiącach. Uważamy, że wraz z obniżającą się inflacją NBR wznowi cykl łagodzenia polityki pieniężnej (być może już w I kw. 2025 r.). Dalsze działania NBR będą zależały od potencjalnych reform fiskalnych, których realizacja oczekiwana jest począwszy od 2025 r. Prognozujemy, że stopy procentowe zostaną obniżone w Rumunii łącznie o 100bp w 2025 r.

	Udział eksportu towarów do USA w całym eksporcie towarów	Udział eksportu towarów do USA w PKB
Czechy	2,4%	1,8%
Węgry	2,9%	2,2%
Rumunia	2,3%	0,7%

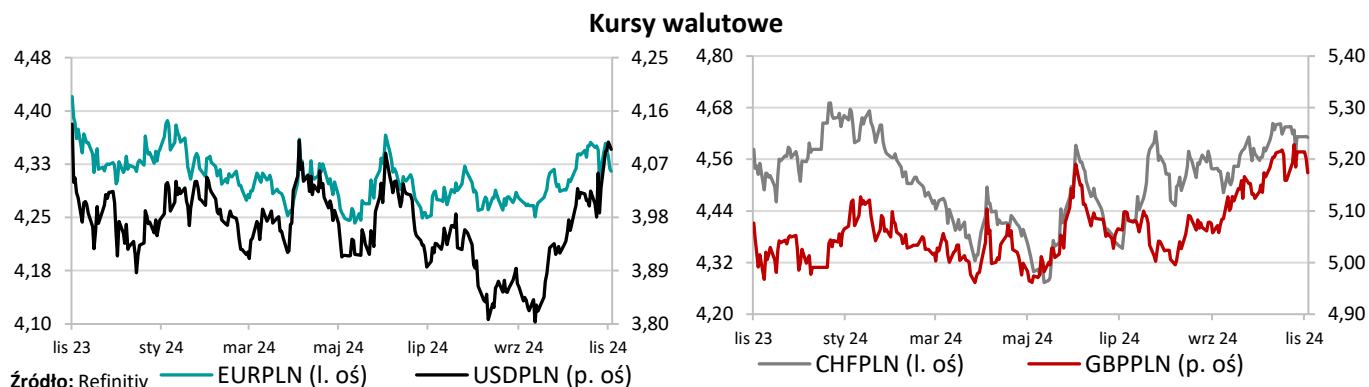
Źródło: Eurostat, Credit Agricole, dane za 2023 r.

Istotnym czynnikiem ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego w krajach regionu są wyniki wyborów w USA i potencjalne zmiany w polityce zagranicznej USA (por. MAKROmapa z 12.11.2024). Bezpośrednie relacje handlowe gospodarek regionu z USA są jednak stosunkowo niewielkie (por. tabela),

co oznacza, że potencjalne wprowadzenie nowych тариф przez USA będzie miało na nie ograniczony bezpośredni wpływ. Z kolei pośrednie skutki tarif (poprzez zmniejszony popyt ze strony strefy euro) są czynnikiem ryzyka w dół dla naszych prognoz wzrostu PKB w krajach CE3, jednak nie powinny one zakłócić oczekiwanego przez nas ożywienia gospodarczego w regionie z uwagi na oczekiwane przez nas przyspieszenie wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty. Podsumowując, ewentualne nasilenie tendencji protekcyjnych ze strony USA będzie miało niewielki wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego

w krajach regionu. Wyniki wyborów w USA będą jednak ważnym czynnikiem kształtującym ich kursy walut. Nasze zrewidowane prognozy walutowe przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

Krajowe dane o produkcji budowlano-montażowej pozytywne dla złotego

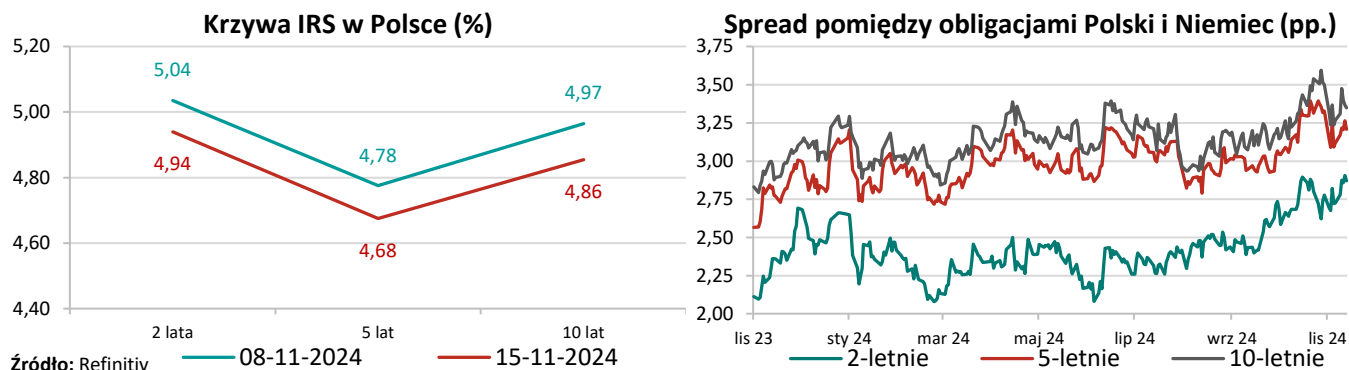


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3182 (umocnienie złotego o 0,1%). W ubiegłym tygodniu obserwowane było umocnienie złotego, co było kontynuacją korekty zapoczątkowanej dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa 12.11.2024). Jednocześnie perspektywa rządów D. Trumpa wraz ze sprzyjającym mu Kongresem zmniejszyła w opinii części inwestorów przestrzeń do obniżek stóp procentowych przez Fed, co sprzyjało również umocnieniu dolara względem euro.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą krajowe dane o produkcji budowlano-montażowej (czwartek), które mogą przyczynić się do umocnienia złotego. 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. Napływające w niedzielę doniesienia medialne o zgodzie USA na używanie przez Ukrainę amerykańskich rakiet dalekiego zasięgu na terytorium Rosji są w naszej ocenie negatywne dla złotego ze względu na potencjalną dalszą eskalację konfliktu ze strony Rosji w reakcji na tę decyzję.



Korekta stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,94 (spadek o 10pb), 5-letnie do 4,68 (spadek o 10pb), a 10-letnie do 4,86 (spadek o 11pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkiem niemieckim, podczas gdy stawki IRS w USA charakteryzowały się niską zmiennością. W kierunku zwiększenia spreadu pomiędzy amerykańskimi a niemieckimi obligacjami sprzyjały w naszej ocenie oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC, podczas gdy w przypadku USA spadek ten był hamowany przez zwycięstwo D. Trumpa w wyborach.

Uważamy, że kluczowa dla stawek IRS w tym tygodniu będzie czwartkowa publikacja danych o produkcji budowlano-montażowej w Polsce, która może przyczynić się do wzrostu 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. Napływające w niedzielę doniesienia medialne o zgodzie USA na używanie przez Ukrainę amerykańskich rakiet dalekiego zasięgu na terytorium Rosji mogą w naszej ocenie sprzyjać wzrostowi stawek IRS ze względu na potencjalną dalszą eskalację konfliktu ze strony Rosji w reakcji na tę decyzję.

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	4,1	
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	-2731	-1434		
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	0,5		
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	5,1		

* 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)***	1,6	1,3	0,5	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	13,4	12,8	10,1	8,3	7,1	6,5	12,8	13,8	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**
Poniedziałek 18.11.2024 r.					
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Październik	4,3	4,1 4,2
Wtorek 19.11.2024 r.					
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Wrzesień	31,5	
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Październik	2,0	2,0 2,0
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Październik	1425	1425 1430
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1354	1340 1340
Czwartek 21.11.2024 r.					
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Listopad	10,3	6,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	3,84	3,92 3,92
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-12,5	-12,4
Piątek 22.11.2024 r.					
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,2	0,2 0,2
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	43,0	43,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	51,6	51,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	46,0	46,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	50,0	50,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	48,5	48,8
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	73,0	74,0 73,0

* 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