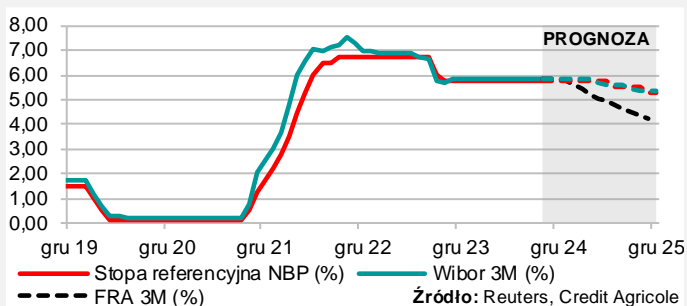


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75%). Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej są wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej po listopadowym posiedzeniu, który stwierdził wówczas, że pierwsza obniżka stóp procentowych mogłaby nastąpić na marcowym posiedzeniu w 2025 r., o ile wyniki opublikowanej wówczas projekcji inflacji wskażą na perspektywę jej spadku w kolejnych kwartałach. Oczekujemy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w listopadzie. Zróżnicowanych sygnałów w kwestii terminu pierwszej obniżki dostarczają ostatnie wypowiedzi niektórych członków RPP. Członkowie RPP G. Masłowska i I. Dąbrowski poprzednio komunikowali, że możliwa jest obniżka już w II kw., podczas gdy w ich ostatnich wypowiedziach, z uwagi na napływające dane oraz perspektywę luźnej polityki fiskalnej, pierwszy możliwy termin obniżki przesunął się na III kw. Jednocześnie wśród członków RPP pojawia się również wielu zwolenników bardziej gołębiego stanowiska. Na możliwość obniżki w pierwszej połowie roku wskazywały wypowiedzi wielu członków RPP, przy czym według członka RPP H. Wnorowskiego taką decyzję gotowa jest poprzeć zdecydowana większość członków rady. Jako prawdopodobną obniżkę stóp w I połowie 2025 r. określali również C. Kochalski, W. Janczyk i L. Kotecki. Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywę krajowej polityki pieniężnej. Szczególnie interesujące będą informacje dotyczące możliwości wcześniejszych obniżek stóp procentowych. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



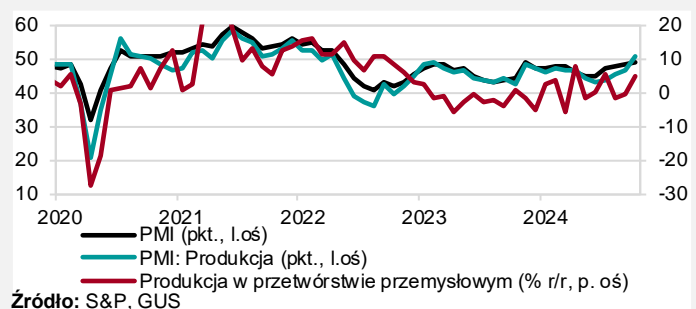
W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Prognozujemy, że zwiększyło się ono o 240 tys. osób w listopadzie wobec wzrostu o 12 tys. w październiku, przy wzroście stopy bezrobocia do 4,2% w listopadzie z 4,1% w październiku. Szybszy wzrost zatrudnienia w listopadzie był efektem ustąpienia niekorzystnego wpływu huraganów oraz strajków w niektórych przedsiębiorstwach na aktywność gospodarczą, który miał miejsce w październiku. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 165 tys. w listopadzie wobec wzrostu o 233 tys. w październiku). W poniedziałek opublikowany zostanie indeks ISM dla przetwórstwa. Naszym zdaniem, wzrósł on w listopadzie do 47,5 pkt. z 46,5 pkt. w październiku, jednocześnie pozostając ósmy miesiąc z rzędu poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (75,0 pkt. w grudniu wobec 71,8 pkt. w listopadzie) wskaże na poprawę nastrojów gospodarstw domowych, podobną do tej jaka miała miejsce po wyborach w 2016 r. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z Niemiec. W czwartek opublikowane zostaną dane dotyczące nowych zamówień w przemyśle. Zgodnie z konsensusem rynkowym, spadły one w październiku o 2,0% m/m wobec wzrostu o 4,2% we wrześniu. Z kolei w piątek poznamy dane

o produkcji przemysłowej. Zgodnie z konsensusem rynkowym, odsezonowana miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w październiku wzrosła do 1,2% wobec -2,5% we wrześniu. Październikowe dane będą spójne z utrzymującą się niekorzystną sytuacją w niemieckim przemyśle i pesymistycznymi wynikami badań koniunktury PMI. Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

Dzisiaj rano poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się do 51,5 pkt. w listopadzie wobec 50,3 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.). W kierunku wzrostu indeksu oddziaływał przede wszystkim wzrost składowej dotyczącej nowych zamówień ogółem, w tym nowych zamówień eksportowych. Zgodnie z raportem, głównym źródłem zwiększonego popytu było dążenie kontrahentów firm chińskich do nagromadzenia zapasów przed planowanym podniesieniem stawek celnych przez administrację D. Trumpa. Pomimo przyspieszenia wzrostu produkcji chińskie przetwórstwo napotykało problemy podażowe z obsługą wzmożonego napływu zleceń, co znalazło odzwierciedlenie w zwiększeniu zaległości produkcyjnych i cen wyrobów gotowych. Z uwagi na czynniki je wywołujące, ożywienie popytu ma naszym zdaniem przejściowy charakter. Wsparcie dla naszej oceny stanowi składowa dla zatrudnienia wskazująca na utrzymującą się spadek liczby pracujących w chińskim przetwórstwie. W sobotę opublikowany został z kolei wskaźnik NBS PMI, który zwiększył się w listopadzie do 50,3 pkt. wobec 50,1 pkt. w październiku, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym. Uważamy, że dane z Chin są neutralne dla rynków finansowych.

Dzisiaj opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który zmniejszył się naszym zdaniem do 48,5 pkt. w listopadzie wobec 49,2 pkt. w październiku. Oczekiwany przez nas spadek indeksu będzie spójny z pesymistycznymi wynikami badań koniunktury GUS oraz



pogorszeniem wskaźników PMI dla przetwórstwa strefy euro w listopadzie. Nasza prognoza jest niższa od konsensusu (49,0 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie w naszej ocenie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

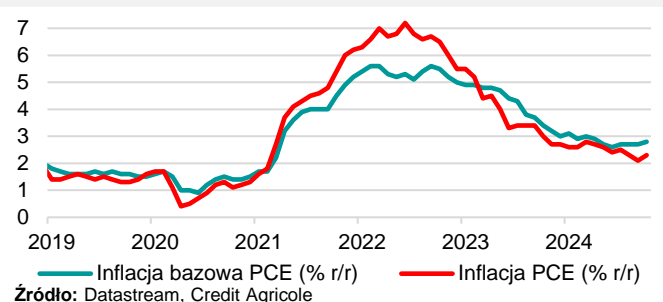
W zeszłym tygodniu

Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w październiku o 4,7% r/r wobec spadku o 0,4% we wrześniu (rewizja w dół z -0,3%), kształtując się znacząco powyżej naszej prognozy spójnej z konsensusem rynkowym (1,8%). Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy wrześniem i październikiem, był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w październiku o 4,6% m/m. W historii danych, którymi dysponujemy tylko pięć razy odnotowano tak silny wzrost produkcji m/m i był on wówczas powiązany głównie ze znoszeniem obostrzeń w trakcie pandemii COVID-19. W rezultacie po trzech miesiącach spadków poziom odsezonowanej produkcji osiągnął w październiku najwyższy poziom w historii. Z uwagi na oddziaływanie korzystnych efektów kalendarzowych wzrost rocznej dynamiki produkcji przemysłowej miał szeroki zakres i został odnotowany w trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych (5,9% w październiku wobec -2,6% we wrześniu), powiązanych z budownictwem (4,3% wobec 0,3%) oraz pozostałych kategoriach (4,2% wobec 0,9%). Czynnikiem, który w największym stopniu dynamizował wzrost produkcji ogółem pomiędzy wrześniem i październikiem była aktywność

branż eksportowych. Wzrost dynamik odnotowano przede wszystkim w kategoriach takich jak „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep” i „produkcja urządzeń elektrycznych” (por. MAKROpuls z 25.11.2024). Pomimo tej przejściowej – naszym zdaniem – poprawy sytuacji w polskim przemyśle, krótkookresowe perspektywy wciąż pozostają niekorzystne głównie 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, co zasygnalizowały listopadowe indeksy PMI (por. MAKROmapa z 25.11.2025). Dane o październikowej produkcji przemysłowej stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy zakładającej dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w IV kw. (do 2,5% r/r wobec 2,7% w III kw., patrz poniżej).

- ✓ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w Polsce zmniejszyła się w październiku do 10,2% r/r wobec 10,3% we wrześniu, kształtując się nieznacznie powyżej naszej prognozy zgodnej z konsensusem rynkowym (10,1%).** W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zmniejszyło się do 5,0% r/r w październiku wobec 5,2% we wrześniu. Jednocześnie dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła -0,5% r/r, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. W porównaniu z wrześniem zatrudnienie zmniejszyło się w październiku o 4,0 tys. osób. Spadek liczby etatów był najwyższym odnotowanym w październiku od 2000 r. Za zmniejszenie zatrudnienia, podobnie jak w poprzednich miesiącach, odpowiadało głównie przetwórstwo przemysłowe (-2,7 tys. osób), co było powiązane z utrzymującymi się procesami restrukturyzacyjnymi w tym sektorze (por. MAKROpuls z 25.11.2024). W rezultacie w październiku odnotowaliśmy zmniejszenie realnej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do 4,4% r/r wobec 4,6% we wrześniu i 5,5% przeciętnie w III kw. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym gwałtowny spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w najbliższych miesiącach jest mało prawdopodobny.
- ✓ **Indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach zmniejszył się w listopadzie do 85,7 pkt. wobec 86,5 pkt. w październiku, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (86,0 pkt.).** Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w przetwórstwie, usługach i budownictwie, podczas gdy sytuacja w sektorze handlu uległa poprawie. W świetle opublikowanych dwa tygodnie temu wstępnych indeksów PMI dla Niemiec (por. MAKROmapa z 25.11.2024) dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w IV kw. 2024 r. niemiecki PKB zwiększy się o 0,2% kw/kw wobec wzrostu o 0,1% w III kw. 2024 r., podczas gdy w całym 2024 r. wzrośnie o 0,1% wobec spadku o 0,3% w 2023 r.
- ✓ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się w październiku do 2,3% r/r wobec -2,2% we wrześniu, kształtując się powyżej naszej prognozy (1,3%) i konsensusu rynkowego (2,0%).** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych wzrosła w październiku do 1,3% wobec -3,0% we wrześniu. Wzrost realnej dynamiki sprzedaży detalicznej odnotowano z większości kategorii (por. MAKROpuls z 26.11.2024). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w październiku o 5,6% m/m. Tym samym sprzedaż powróciła na ścieżkę umiarkowanego wzrostu sprzed września, kształtując się nieznacznie powyżej poziomu na jakim znajdowała się w sierpniu. Uważamy, że wzrost obrotów w handlu detalicznym w znaczącym stopniu był korektą po ich znaczącym spadku we wrześniu, kiedy do ich obniżenia przyczyniła się zarówno powódź, jak i wywołane przez nią pogorszenie nastrojów konsumenckich w pozostałej części kraju (por. MAKROpuls z 22.10.2024). Dane o sprzedaży detalicznej nie zmieniają naszego scenariusza zakładającego istotne przyspieszenie dynamiki konsumpcji w IV kw. br.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzona do wymiaru rocznego dynamika PKB w USA w III kw. wyniosła 2,8%, kształtując się zgodnie z pierwszym szacunkiem. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji



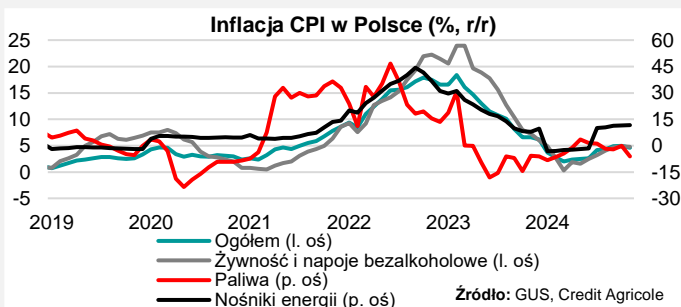
PCE, która zwiększyła się w październiku do 2,3% r/r wobec 2,1% we wrześniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Do wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa inflacja bazowa, która zwiększyła się w październiku do 2,3% wobec 2,1% we wrześniu. Odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych ukształtowała się w październiku na poziomie 0,3% m/m (bez zmian w porównaniu do września), wskazując na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. Dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w październiku do 0,2% m/m wobec spadku o 0,4% we wrześniu (rewizja w górę z -0,7%), kształtując się poniżej oczekiwań rynkowych (0,4%) i powyżej naszej prognozy (0,1%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w październiku do 0,1% wobec 0,4% we wrześniu (rewizja w dół z 0,5%). Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się w październiku do -0,2% r/r wobec 0,3% we wrześniu, wskazując na lekkie pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również dane o sprzedaży nowych domów (610 tys. w październiku wobec 738 tys. we wrześniu), wskazujące na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Na poprawę nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych wskazał indeks Conference Board, który zwiększył się w listopadzie do 111,7 pkt. wobec 109,6 pkt. w październiku, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy zmniejszy w IV kw. do 2,2% wobec 2,8% w III kw. Jednocześnie, zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 2,7% wobec wzrostu o 2,9% w 2023 r. (patrz poniżej).

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostało **Minutes** z listopadowego posiedzenia FOMC. Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC nie widzą potrzeby kontynuacji wysokiego tempa obniżek stóp procentowych. Argumentami na rzecz stopniowego łagodzenia polityki pieniężnej są lepsze od oczekiwań dane nt. wzrostu gospodarczego oraz utrzymująca się nadal dobra sytuacja na rynku pracy. Zgodnie z treścią *Minutes* członkowie FOMC oczekują spadku inflacji, niemniej część z nich obawia się, że może on zająć więcej czasu w świetle utrzymującej się wysokiej aktywności w amerykańskiej gospodarce oraz możliwych napięć geopolitycznych w kolejnych kwartałach i ich proinflacyjnego charakteru. W *Minutes* zwrócono również uwagę, że uzasadnieniem dla ewentualnej przerwy w obniżkach stóp procentowych mogłaby być utrzymująca się na podwyższonym poziomie inflacja. W naszym scenariuszu zakładamy, że Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o 25pb w grudniu, i o dalsze 50pb w 2025 r. (patrz poniżej). Obecnie inwestorzy w oczekują niepełnej obniżki o 25pb w grudniu.

Zgodnie z finalnym szacunkiem GUS, dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się do 2,7% r/r w III kw. br. wobec 3,2% r/r w II kw. 2024 r., kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i naszą prognozą oraz poniżej wcześniejszych oczekiwań rynkowych (2,9%). Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zmniejszyła się w III kw. do -0,1% kw/kw (rewizja w górę z -0,2%) wobec 1,2% w II kw. Tym samym finalny szacunek potwierdził, że PKB obniżył się w III kw. w ujęciu kw/kw po raz pierwszy od II kw. 2023 r. Do zmniejszenia dynamiki PKB pomiędzy II kw. a III kw. przyczyniły się niższe wkłady konsumpcji (0,2 pp. w III kw. wobec 2,6 pp. w II kw.), wydatków rządowych (0,8 pp. wobec 2,2 pp.), inwestycji (0,0 pp. wobec 0,5 pp.) oraz eksportu netto (-1,5 pp. wobec -1,3 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład zapasów (3,2

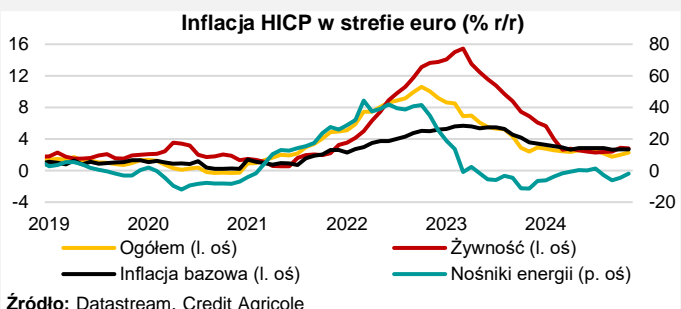
pp. wobec -0,8 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. był przyrost zapasów, podczas gdy w poprzednich dwóch kwartałach była to konsumpcja. Po publikacji lepszych od oczekiwań danych o październikowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej dostrzegamy lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy zakładającej dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w IV kw. (do 2,5% r/r wobec 2,7% w III kw.). Jednocześnie opublikowana struktura wzrostu gospodarczego za III kw. nie zmienia istotnie naszych oczekiwań w zakresie kształtowania się składowych PKB w kolejnych kwartałach (por. tabela kwartalna). W 2025 r. oczekujemy łagodnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce, wspieranego przez spodziewane ożywienie gospodarcze w strefie euro i rosnącą absorpcję środków unijnych napływających do Polski w ramach KPO i Funduszu Spójności.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w listopadzie do 4,6% wobec 5,0% w październiku, kształtując się zgodnie z konsensem rynkowym i wyraźnie poniżej naszej prognozy (4,9%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie



wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inflacji była niższa dynamika cen w kategorii „paliwa” (-6,0% r/r w listopadzie wobec 0,0% we październiku), co w znacznym stopniu wynikało z efektów wysokiej bazy sprzed roku. Do spadku inflacji przyczyniła się również nieznacznie niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,8% wobec 4,9%). Przeciwny wpływ miały natomiast wyższa dynamika cen w kategorii „nośniki energii” (11,7% wobec 11,5%) oraz inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w listopadzie do 4,2% r/r wobec 4,1% w październiku. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,1% m/m, czyli nieznacznie powyżej swojego wzorca sezonowego (ok. 0,0% w listopadzie). W naszej ocenie wskazuje to, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje podwyższona. Czynnikiem utrwalającym podwyższoną inflację bazową pozostaje wysoka dynamika cen usług. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja ogółem będzie kształtować się blisko poziomu 5%, a jej wyraźny spadek nastąpi dopiero w II poł. 2025 r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2024 r. inflacja średniorocznie wyniesie 3,7% wobec 11,6% w 2023 r., a w 2025 r. wzrośnie do 4,3%.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w listopadzie do 2,3% r/r wobec 2,0% w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (2,4%) i powyżej naszej prognozy (2,2%). Do zwiększenia inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen nośników energii (-1,9% r/r w listopadzie



wobec -4,6% w październiku), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała nieznacznie niższa dynamika cen żywności (2,8% wobec 2,9%). Inflacja bazowa nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 2,7%. W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się wysoka dynamika cen usług oraz wyraźnie niższe tempo wzrostu cen towarów. Oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą stopniowy spadek inflacji bazowej. Spadek ten będzie jednak bardzo powolny i zmniejszy się ona do poziomu ok. 2% dopiero w IV kw. 2025 r. Taka ścieżka inflacji jest spójna z naszym scenariuszem, zgodnie z którym EBC na kolejnych posiedzeniach będzie kontynuował cykl łagodzenia polityki pieniężnej i na każdym z nich będzie obniżał stopy

procentowe o 25pb, aż w kwietniu 2025 r. osiągną one docelowy poziom (2,25% w przypadku stopy depozytowej).

Zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący ekonomicznych konsekwencji wygranej D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Uważamy, sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB USA zmniejszy się do 1,9% w 2025 r. (1,5% przed rewizją) wobec 2,7% w 2024 r. (2,5%), po czym wzrośnie do 2,2% w 2026 r. Spowolnienie w 2025 r. będzie wynikało z wdrożenia negatywnych dla wzrostu gospodarczego elementów programu wyborczego takich jak zwiększenie ceł oraz zaostrenie polityki imigracyjnej. Z kolei w 2026 r. tempo wzrostu PKB przyspieszy ze względu na planowane obniżki podatków oraz deregulację, których implementacja będzie naszym zdaniem bardziej czasochłonna, stąd ich wpływ na aktywność gospodarczą będzie opóźniony. Uważamy, że w całym horyzoncie naszej prognozy sytuacja na amerykańskim rynku pracy pozostanie stabilna. Biorąc pod uwagę dobre perspektywy wzrostu gospodarczego oraz oczekiwane zaostrenie polityki migracyjnej prognozujemy, że stopa bezrobocia osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie ok. 4,3% w połowie 2025 r., a następnie lekko obniży się i będzie oscylować lekko poniżej 4%. Uważamy, że ze względu na proinflacyjny charakter obietnic wyborczych D. Trumpa ścieżka inflacji CPI ukształtuje się lekko powyżej naszych wcześniejszych założeń. Oczekujemy, że w 2025 r. inflacja spadnie do 2,4% (2,2% przed rewizją) wobec 2,9% w 2024 r., a w 2026 r. obniży się do 2,3%. Uwzględniając prognozowaną przez nas nieznacznie wyższą ścieżkę inflacji i wciąż umiarkowanie silny wzrost gospodarczy, uważamy, że łagodzenie polityki fiskalnej przez Fed będzie mniej agresywne niż poprzednio zakładaliśmy. Podtrzymujemy naszą prognozę obniżki o 25pb w grudniu 2024 r. Z kolei w 2025 r., ze względu na wymienione wyżej czynniki uważamy, że łączna skala obniżek wyniesie 50pb (wcześniej prognozowaliśmy, że będzie to 100pb). Tym samym oczekujemy, że w czerwcu 2025 r. Fed zakończy cykl obniżek z docelowym przedziałem stopy funduszy federalnych wynoszącym 3,75%-4,00%.

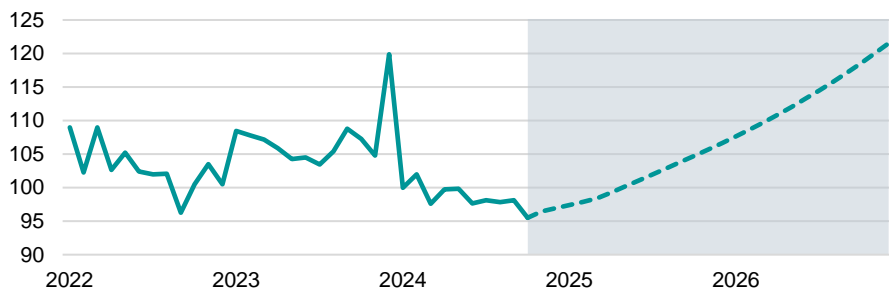
W związku z wygraną D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA zrewidowaliśmy nasze prognozy walutowe dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW-4) - Polski, Czech, Węgier i Rumunii. Przewidujemy, że nowa administracja podejmie działania zmierzające do ograniczenia wsparcia USA dla Ukrainy, dążąc do zawarcia rozejmu. Choć potencjalne zakończenie konfliktu mogłoby w dłuższym terminie stanowić czynnik stabilizujący rynki finansowe, procesy prowadzące do takiego porozumienia prawdopodobnie wywołają istotną zmienność na rynkach finansowych. Dalsza eskalacja działań zbrojnych, związana z próbą wzmocnienia pozycji negocjacyjnych przez obie strony konfliktu, oraz brak spójnej strategii UE w odpowiedzi na nowe wyzwania związane z konfliktem na linii Rosja-Ukraina mogą dodatkowo ograniczać atrakcyjność aktywów europejskich, w tym również walut regionu EŚW-4. Zakładamy, że negatywny wpływ działań administracji D. Trumpa na waluty regionu skoncentruje się w I kw. 2025 r., następnie waluty CE4 powrócą na ścieżkę aprecjacji względem euro pod koniec II kw. Solidne fundamenty makroekonomiczne oraz utrzymujący się spread pomiędzy krajowymi stopami procentowymi a stopami EBC (por. MAKROmapa z 18.11.2024) będą czynnikami wspierającymi umocnienie walut regionu. Niemniej jednak nasze prognozy charakteryzują się dużą niepewnością, ponieważ trudno obecnie przewidzieć szczegóły polityki administracji D. Trumpa oraz reakcje kluczowych graczy na arenie międzynarodowej. Nasze prognozy prezentujemy w tabeli poniżej.

	Kursy walutowe							
	mar 24	cze 24	wrz 24	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25
EURCZK	25,2	25,0	25,2	25,4	25,8	25,5	25,1	24,7
EURHUF	392	394	397	410	415	410	397	385
EURRON	4,97	4,97	4,97	4,98	4,98	4,97	4,97	4,97
EURPLN	4,29	4,30	4,28	4,35	4,40	4,35	4,30	4,25

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Czy strategia migracyjna zatrzyma boom w budownictwie?

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

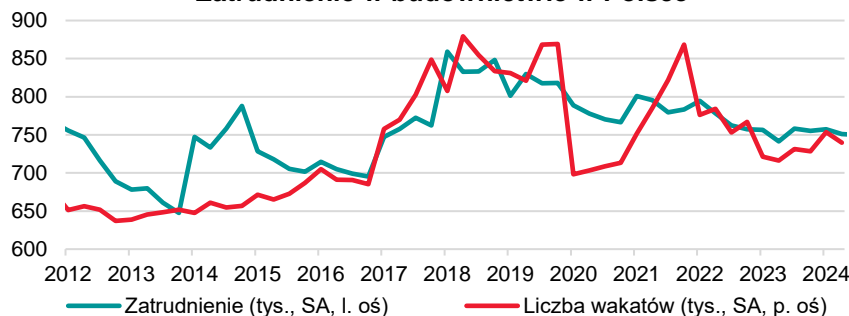


Źródło: GUS, Credit Agricole

wejdzie w 2026 r. w szczytową fazę ożywienia i będzie kształtowała się na poziomie o ok. 21,9% wyższym niż jej bieżący poziom. Silne zwiększenie aktywności w budownictwie będzie oddziaływało w kierunku wzrostu popytu na pracę w tym sektorze. Przedmiotem poniższej analizy jest próba oszacowania ewentualnego niedoboru pracowników w budownictwie w warunkach silnego ożywienia aktywności w tym sektorze. Jest to kluczowe z punktu widzenia odpowiedzi na pytanie, czy bariery podażowe na rynku pracy będą hamować wzrost aktywności w budownictwie.

Kluczowym elementem oczekiwanego przez nas przyspieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych latach, będzie prognozowane przez nas ożywienie w inwestycjach publicznych i powiązany z nim boom w budownictwie (por. MAKROMapa z 12.11.2024). W naszym scenariuszu zakładamy, że produkcja budowlano-montażowa

Zatrudnienie w budownictwie w Polsce

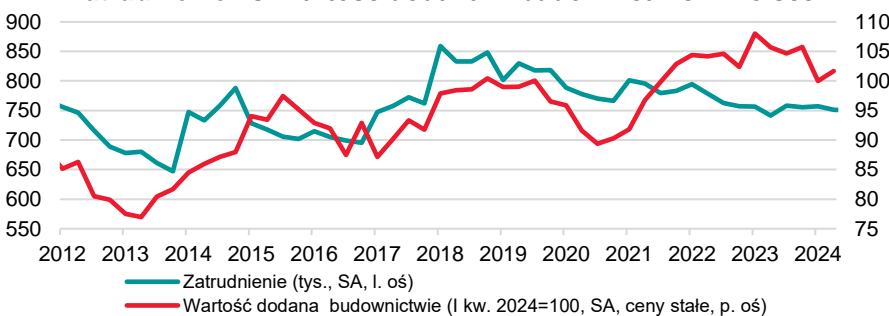


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

W pierwszym kroku analizy dokonaliśmy oceny bieżącej skali niedoboru pracowników w budownictwie. Zgodnie z odsezonowanymi danymi BAEL liczba osób zatrudnionych w budownictwie w II kw. 2024 r. wyniosła 751 tys. osób. Jednocześnie, liczba wakatów ukształtowała się na poziomie 14,0 tys., co stanowiło 1,8% wszystkich miejsc pracy w tym sektorze. Liczba wakatów charakteryzuje się relatywnie wysoką zmiennością, która wynika zarówno z czynników popytowych związanych z wahaniami aktywności w budownictwie (czego efektem był między innymi silny spadek liczby wakatów po wybuchu pandemii COVID-19), jak i czynników podażowych związanych m.in. ze zmiennym tempem napływu imigrantów zarobkowych w ostatnich latach. Mimo tej wysokiej zmienności liczby wakatów ich udział w liczbie dostępnych miejsc pracy w budownictwie w analizowanym okresie był relatywnie stabilny i wahał się w przedziale od 0,5% do 3,3%.

W pierwszym kroku analizy dokonaliśmy oceny bieżącej skali niedoboru pracowników w budownictwie. Zgodnie z odsezonowanymi danymi BAEL liczba osób zatrudnionych w budownictwie w II kw. 2024 r. wyniosła 751 tys. osób. Jednocześnie, liczba wakatów ukształtowała się na poziomie 14,0 tys., co stanowiło 1,8% wszystkich

Zatrudnienie vs. wartość dodana w budownictwie w Polsce

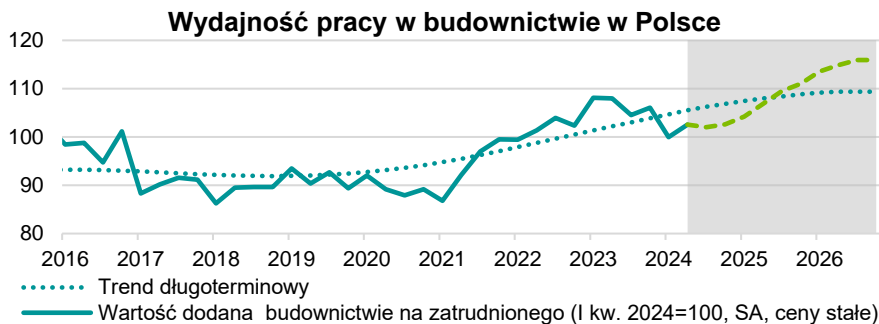


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

na tym, że przy zmniejszonych zamówieniach pracodawcy niechętnie redukują zatrudnienie w obawie

W drugim kroku analizy przyjrzelśmy się jak zmieniało się zatrudnienie w budownictwie na tle wahań aktywności w tym sektorze. Okazało się, że korelacja pomiędzy tymi zmiennymi jest umiarkowanie dodatnia i w okresie I kw. 2012 r. - II kw. 2024 r. wynosiła 0,54. Relatywnie słaba zależność wynika w znacznym stopniu ze zjawiska chomikowania pracy, polegającego

przed trudnościami znalezienia pracowników w warunkach późniejszego ożywienia. Stąd kluczowym elementem z punktu widzenia szacunku ewentualnego niedoboru pracowników w szczycie prognozowanego przez nas ożywienia w budownictwie jest kształtowanie się wydajności pracy w budownictwie w kolejnych latach.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Z tego powodu w trzecim kroku analizy przyjęliśmy założenia dotyczące kształtowania się wydajności pracy w budownictwie w kolejnych latach rozumianej jako wartość dodana w budownictwie przypadająca na jednego zatrudnionego. Wykorzystując filtr Hodricka-Prescotta wyodrębniliśmy z tej zmiennej dwie składowe: trend wzrostowy wynikający z

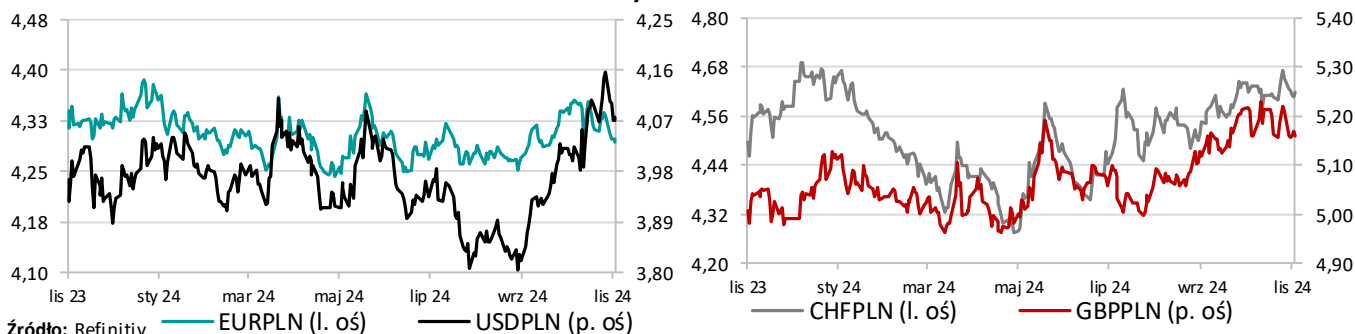
długookresowej tendencji do wzrostu wydajności pracy w budownictwie oraz komponent cykliczny (pracodawcy poprzez politykę kadro-płacową czy też techniczne uzbrojenie pracy są w stanie przejściowo wpływać na wydajność pracy w zależności od bieżącego portfela zamówień). W naszej analizie zakładamy, że trend związany z rosnącą wydajnością pracy w budownictwie będzie kontynuowany, co wynikać będzie m.in. z konwergencji tego wskaźnika do średniej unijnej. Szacujemy, że tylko z tego powodu wydajność pracy w budownictwie do IV kw. 2026 r. zwiększy się o 3,6% względem II kw. 2024 r. Co więcej, w warunkach silnego popytu firmy będą w stanie przejściowo zwiększyć wydajność pracy powyżej jej długookresowego trendu, przy czym na podstawie danych historycznych zakładamy, że będzie to wzrost nie większy niż 6,0% (odchylenie od trendu). Na tej podstawie uważamy, że w IV kw. 2026 r., czyli w prognozowanym przez nas szczycie ożywienia w budownictwie wydajność pracy w tym sektorze będzie sumarycznie o ok. 13,0% wyższa niż obecnie.

W naszym scenariuszu zakładamy, że w IV kw. 2026 r., w szczytowej fazie ożywienia w budownictwie, produkcja będzie o ok. 21,9% wyższa niż jej bieżący poziom. W tym samym czasie, przy założeniu braku zmiany zatrudnienia w budownictwie, zwiększenie wydajności pracy w tym sektorze doprowadziłoby do wzrostu produkcji o ok. 13,0%. Mnożąc lukę procentową pomiędzy tymi dwiema wartościami (prognozowaną produkcją w szczycie ożywienia i produkcją możliwą do osiągnięcia przy bieżących zasobach pracy, ale wyższej wydajności) przez bieżący poziom zatrudnienia można uzyskać szacunek liczby brakujących pracowników budowlanych w IV kw. 2026 r. W ten sposób, nie uwzględniając bieżącej liczby wakatów (szczyt produkcji budowlano-montażowej wyznaczamy względem bieżącej zrealizowanej produkcji stąd bieżąca liczba wakatów nie ma znaczenia), szacujemy, że w 2026 r. może brakować ok. 54,3 tys. pracowników, co będzie stanowiło ok. 7,2% bieżącego zatrudnienia w budownictwie.

Uważamy, że niedobór ten będzie w istotnym stopniu zaspokajany wzrostem zatrudnienia obcokrajowców i ostatecznie nie będzie on stanowił istotnej bariery ograniczającej ożywienie w budownictwie. Uwzględniając perspektywę zaostrzenia polityki migracyjnej (por. MAKROmapa z 05.08.2024) uważamy, że w przypadku dużych projektów inwestycyjnych, wykonawcy będą próbować łagodzić niedobory kadrowe decydując się na sprowadzanie tymczasowych pracowników tylko na czas trwania realizacji inwestycji. Rozwiązania te były już z powodzeniem wdrażane przy kilku większych inwestycjach w Polsce.

Konferencja prezesa NBP w centrum uwagi

Kursy walutowe

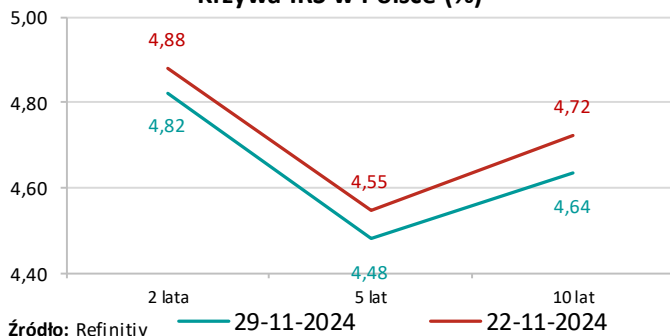


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2969 (umocnienie złotego o 0,9%). W ubiegłym tygodniu obserwowane było umocnienie złotego, w ślad za aprecjacją euro względem dolara. Wzrost kursu EURUSD był korektą po jego wyraźnym spadku w poprzednich tygodniach, do którego przyczyniło się zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Liczne ubiegłotygodniowe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

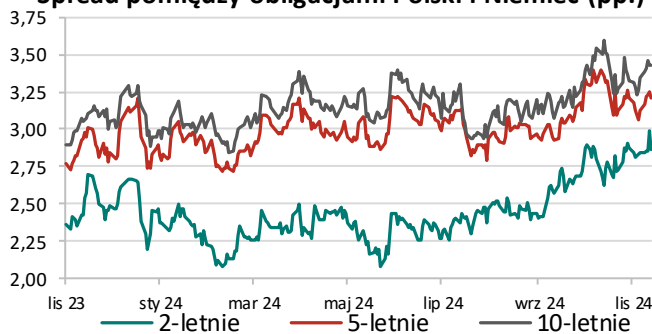
W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na czwartek zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego. Uważamy, że może sprzyjać ona podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Pozostałe dane z polskiej i ze światowej gospodarki będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Istotny dla kursu złotego pozostanie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie i w Ukrainie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do wzrostu kursu EURPLN.

Konferencja prezesa NBP może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS

Krzywa IRS w Polsce (%)



Spread pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec (pp.)



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,82 (spadek o 6pb), 5-letnie do 4,48 (spadek o 7pb), a 10-letnie do 4,64 (spadek o 8pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Była to kontynuacja trendu sprzed dwóch tygodni (por. MAKROMapa z 25.11.2024). W kierunku zmniejszenia stawek IRS oddziaływały rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne. Liczne ubiegłotygodniowe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu podwyższonej zmienności stawek IRS sprzyjać będzie zaplanowana na czwartek zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego. Przewidziane 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 oraz Ukrainie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do zwiększenia stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	gru 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*	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,35
Kurs USDPLN*	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,07	4,03
Kurs CHFPLN*	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,62	4,63
Inflacja CPI (r/r, %)	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,6	4,6
Inflacja bazowa (r/r, %)	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,2	4,2
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-2,0	-2,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,2	-3,9	-3,9
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	1,0	1,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,2	10,2
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	4,9
Saldo ROB (mln EUR)	1182	-102	1575	1752	1239	623	-451	485	-1116	-2731	-1434	75	75	75
Eksport (r/r, %, EUR)	-2,0	-6,3	-3,1	2,0	-8,7	7,5	-6,0	-7,3	4,7	-3,3	0,5	1,9	1,9	1,9
Import (r/r, %, EUR)	-6,1	-9,3	-4,1	2,1	-7,2	4,7	0,1	0,6	9,1	4,9	5,1	6,3	6,3	6,3

* 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)	2,1	3,2	2,7	2,5	3,1	3,3	3,4	3,6	0,1	2,6	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	2,5	2,5	2,1	2,0	1,8	-0,3	2,9	2,2	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	-5,8	5,6	7,7	8,9	8,8	12,6	-1,2	8,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,1	2,9	-0,7	1,8	4,6	5,7	4,3	7,1	3,7	1,6	5,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	2,3	5,7	1,9	3,5	4,9	5,3	4,3	3,9	-1,5	3,3	4,5	
Wzrost PKB Wzrost PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,6	0,2	1,3	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,2	1,7	1,3
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	-1,4	0,7	1,2	1,4	2,0	2,1	-0,2	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-0,7	0,1	0,5	0,1	1,8	3,2	-0,9	0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,4	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	1,5	0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	0,7	-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	4,35	4,40	4,35	4,30	4,25	4,33	4,35	4,25	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,03	4,07	3,99	3,91	3,79	3,93	4,03	3,79	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 02.12.2024 r.						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,3		50,5
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	49,2	48,5	49,0
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	43,2	43,2	43,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	45,2	45,2	45,2
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Październik	6,3		6,3
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	48,8		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	46,5	47,5	47,5
Środa 04.12.2024 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Grudzień	5,75	5,75	5,75
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Listopad	49,2	49,2	49,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Listopad	48,1	48,1	48,1
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-3,4		-3,3
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Listopad	233		150
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	-0,5		0,2
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Listopad	56,0	55,5	55,6
Czwartek 05.12.2024 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	4,2		-2,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	0,5		0,0
Piątek 06.12.2024 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-2,5		1,2
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	III kw.	1,0		
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	III kw.	0,4	0,4	0,4
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	III kw.	0,9	0,9	0,9
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	4,1	4,2	4,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Listopad	12	240	190
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	71,8	75,0	73,3

* 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