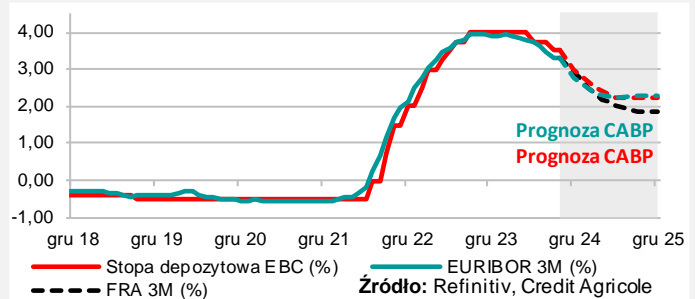


W tym tygodniu

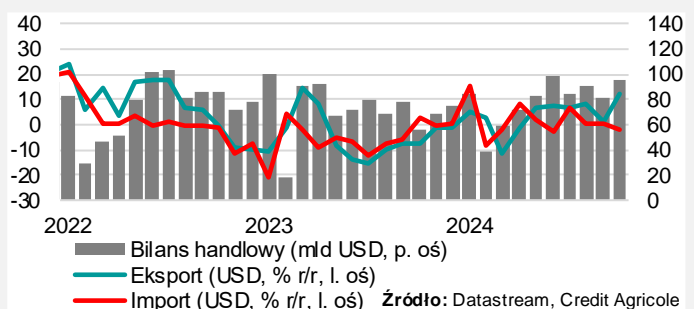
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że EBC obniży stopy procentowe o 25pb. Tym samym główna stopa procentowa wyniesie 3,15%, a stopa depozytowa 3,00%. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szefowa

EBC Ch. Lagarde zasygnalizuje perspektywę dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach. Naszym zdaniem, wrześniowe projekcje EBC okazały się stosunkowo trafne, w związku z czym nie spodziewamy się znaczących rewizji w ramach grudniowej projekcji. Nasze oczekiwania w kontekście kształtowania się stóp procentowych w 2025 r. pozostają bardziej jastrzębie niż obecna wycena rynkowa, co wynika z tego, że nie oczekujemy istotnego spowolnienia gospodarczego w strefie euro, które uzasadniałoby bardzo łagodną politykę pieniężną. Tym samym prognozujemy że w 2025 r. EBC dokona trzech obniżek stóp procentowych po 25pb (w styczniu, w marcu i w kwietniu), sprowadzając stopy do docelowego poziomu 2,40% dla stopy głównej i 2,25% dla stopy depozytowej. Nasza prognoza zakładająca obniżkę stóp procentowych o 25pb w tym tygodniu jest zgodna z konsensem rynkowym, a zatem jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W tym tygodniu poznamy dane z USA. Naszym zdaniem inflacja CPI zwiększyła się w listopadzie do 2,7% r/r wobec 2,6% w październiku, przy jednoczesnym utrzymaniu się inflacji bazowej na poziomie 3,3% przez trzeci miesiąc z rzędu. Dane zasygnalizują zatem utrzymującą się presję inflacyjną w USA. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji ogółem były wyższe dynamiki cen żywności i paliw. Naszym zdaniem publikacja danych o inflacji w USA będzie neutralna dla rynków finansowych.

We wtorek opublikowane zostaną dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Oczekujemy, że saldo bilansu handlowego spadło do 86,2 mld USD w listopadzie wobec 95,7 mld USD w październiku. Prognozujemy że dynamika importu w Chinach wzrosła do 1,5% r/r wobec -2,3% w



październiku, co potwierdzi poprawę popytu krajowego obserwowaną w wynikach badań koniunktury w przetwórstwie (por. MAKROmapa z 02.12.2024). Z kolei w przypadku eksportu oczekujemy spowolnienia jego wzrostu do 7,0% r/r wobec 12,7% w październiku, który wynika ze spadku popytu z Korei Południowej oraz efektu wysokiej bazy sprzed roku. Opublikowane dane będą pierwszymi obrazującymi skutki podwyżki ceł na chińskie samochody elektryczne w Unii Europejskiej z końca października. Należy zwrócić uwagę, że eksport Chin w dalszym ciągu jest wspierany przez nasilony napływ zamówień związany z oczekiwanymi w najbliższych miesiącach podwyżkami ceł w USA (por. MAKROmapa z 04.11.2024). Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z gospodarki Niemiec. Zgodnie z konsensem rynkowym, bilans handlowy spadł w październiku do 15,8 mld euro wobec 17,0 mld euro we wrześniu. Roczna dynamika eksportu już pięć miesięcy znajdowała się poniżej zera i

najprawdopodobniej pozostała ujemna również w październiku. Z kolei dynamika importu, wspierana przez efekty niskiej bazy sprzed roku kształtowała się w ostatnich miesiącach w lekkim trendzie wzrostowym. Tym samym dane potwierdzają utrzymującą się niekorzystną sytuację w niemieckim przemyśle (patrz poniżej). Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

- ✓ **W piątek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 4,6% r/r w listopadzie wobec 5,0% w październiku. Zgodnie ze wstępnymi danymi spadek inflacji ogółem wynikał przede wszystkim z niższej dynamiki cen paliw, która zgodnie z wstępnym szacunkiem zmniejszyła się w listopadzie do -6,0% r/r wobec 0,0% w październiku, co wynikało z efektu wysokiej bazy sprzed roku. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✓ **W piątek poznamy również dane nt. polskiego bilansu płatniczego.** Prognozujemy, że na rachunku obrotów bieżących w październiku pojawi się nadwyżka równa 75 mln EUR wobec deficytu wynoszącego 1434 mln EUR we wrześniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się do 1,9% r/r w październiku wobec 0,5% we wrześniu, a dynamika importu do 6,3% wobec 5,1%, co w znacznym stopniu wynikało z korzystnych efektów kalendarzowych. Oczekujemy również, że do wygenerowania nadwyżki na rachunku obrotów bieżących przyczyniła się również istotna poprawa salda dochodów pierwotnych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

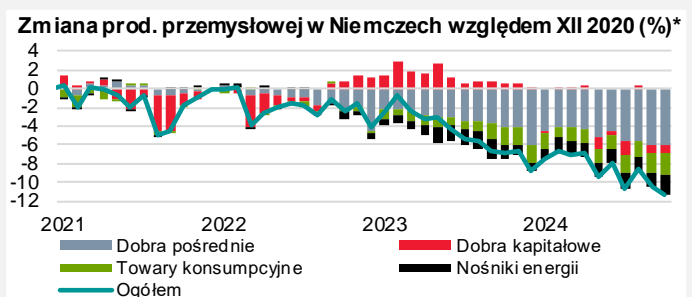
- ✓ **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%).** Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Rada podtrzymała swoją ocenę, że presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą ogranicza krajową presję inflacyjną. Rada ponownie wskazała na wyraźny wzrost cen nośników energii i wynagrodzeń oraz zmiany regulacyjne jako czynniki zwiększające presję inflacyjną. Rada podkreśliła również, że w najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen energii, a także zaplanowane wzrosty stawek akcyzy i cen usług administrowanych, co oznacza modyfikację oceny perspektyw inflacji w porównaniu z listopadem br. (por. MAKROpuls z 04.12.2024). W komunikacie powtórzono również ocenę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych, który zależeć będzie od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Podczas zwyczajowej konferencji prasowej prezes NBP A. Głapiński zwrócił uwagę, że ze względu na decyzję rządu w sprawie częściowego zamrożenia cen energii w 2025 r. inflacja w II poł. 2025 r. wzrośnie i ukształtuje się powyżej ścieżki z listopadowej projekcji. Jego zdaniem przesuwa to rozpoczęcie dyskusji nt. łagodzenia polityki pieniężnej z marca 2025 r. na październik 2025 r., co oznacza, że pierwsza obniżka stóp procentowych może nastąpić dopiero w 2026 r. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi prezesa NBP są zgodne z naszym scenariuszem stabilizacji stóp procentowych w najbliższych kwartałach. Jednocześnie podtrzymujemy naszą ocenę, że pierwsza obniżka stóp procentowych (o 25pb) nastąpi w III kw. 2025 r.
- ✓ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 48,9 pkt. wobec 49,2 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,0 pkt.) i powyżej naszej prognozy (48,5 pkt.).** W rezultacie indeks już od 31 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, zapasów i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny

wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. Zgodnie z raportem, ważną przyczyną obniżenia aktywności w przetwórstwie był zmniejszony napływ zamówień z zagranicy. Ankietowane firmy zgłaszały obawy dotyczące osłabienia europejskiego popytu, w szczególności z Niemiec. Wraz z wolniejszym napływem nowych zleceń, pomimo realizacji zaległości produkcyjnych, bieżąca produkcja obniżyła się w listopadzie. Warto zwrócić uwagę, że w ciągu ostatnich 31 miesięcy składowa dotycząca bieżącej produkcji ukształtowała się powyżej granicy 50 pkt. tylko raz – w październiku br. Sygnalizuje to, że odnotowany w danych GUS silny wzrost odsezonowanej produkcji przemysłowej (o 4,6% m/m) w październiku miał najprawdopodobniej charakter jednorazowy (por. MAKROpuls z 02.12.2024). Taką ocenę wspiera również indeks dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy. Choć pozostaje on powyżej granicy 50 pkt., to w listopadzie odnotował silny spadek i osiągnął najniższą wartość od grudnia 2022 r. Indeks PMI ukształtował się w okresie październik-listopad wyraźnie powyżej swojej średniej wartości w III kw. (49,0 pkt. wobec 47,9 pkt.). Nie zmienia to jednak naszego scenariusza lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego w IV kw. (do 2,5% r/r w wobec 2,7% w III kw.).

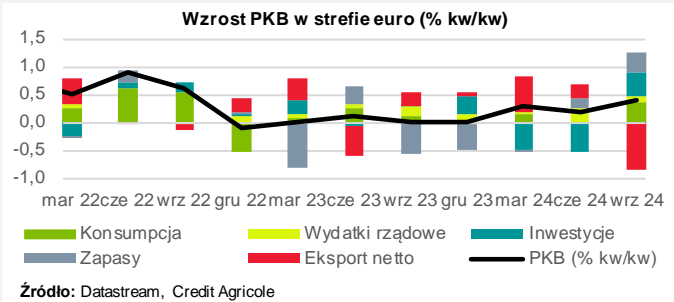
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.

Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w październiku o 1,0% m/m wobec spadku o 2,0% we wrześniu (rewizja w górę z -2,5%), kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 1,1%). Obniżenie dynamiki produkcji

przemysłowej zostało odnotowane w energetyce, podczas gdy dynamika produkcji w przetwórstwie i w budownictwie wzrosła. Najsilniejszy spadek produkcji miał miejsce w kategoriach „produkcja wyrobów tytoniowych” (-12,8% m/m), „wytwarzanie i zaopatrywanie w energią elektryczną, gaz, parę wodną i powietrze do układów klimatyzacyjnych” (-10,2%) oraz „wytwarzanie i przetwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej” (-8,9%). W październiku obniżyła się również produkcja w branżach energochłonnych (o 0,6% m/m), która kształtuje się obecnie na poziomie o ok. 17% niższym niż bezpośrednio przed wybuchem wojny w Ukrainie. W kierunku zmniejszenia produkcji w branżach energochłonnych oddziaływał spadek produkcji we wspomnianej wyżej branży petrochemicznej i koksowniczej oraz w branży chemicznej. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w przetwórstwie, których miesięczna dynamika zmniejszyła się w październiku do -1,5% wobec 7,2% we wrześniu (rewizja w górę z 4,2%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-2,0%). W kierunku spadku dynamiki nowych zamówień oddziaływała niższa dynamika zamówień krajowych, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa dynamika zamówień eksportowych. Wzrost zamówień eksportowych wynikał z wyższych zamówień z krajów spoza strefy euro, podczas gdy zamówienia z obszaru wspólnej waluty spadły. W ujęciu sektorowym najsilniejszy spadek nowych zamówień odnotowano w kategoriach „produkcja maszyn i urządzeń” (najniższy poziom od lipca 2020 r.) oraz „pozostały sprzęt transportowy” (warto jednak pamiętać, że zamówienia w tej kategorii charakteryzują się wysoką zmiennością). Uwzględniając napływające wyniki badań koniunktury dostrzegamy lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB Niemczech wzrośnie w IV kw. do 0,2% wobec 0,1% w III kw., a w całym 2024 r. PKB Niemiec zwiększy się o 0,1% wobec spadku o 0,3% w 2023 r.



Zgodnie z finalnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w III kw. do 0,4% wobec 0,2% w II kw. 2024 r., kształtując się zgodnie z drugim szacunkiem. W ujęciu rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 0,9% r/r w III kw. wobec 0,6% w II kw. Zwiększenie kwartalnej dynamiki



PKB w strefie euro wynikało z wyższych wkładów inwestycji, konsumpcji prywatnej i zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady wydatków rządowych i eksportu netto. Tym samym głównymi źródłami wzrostu gospodarczego w III kw. w strefie euro były inwestycje, konsumpcja prywatna i zapasy (równy wkład do wzrostu PKB), podczas gdy w II kw. były to konsumpcja prywatna i eksport netto. Uwzględniając napływające wyniki badań koniunktury dostrzegamy lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w IV kw. kwartalna dynamika PKB w strefie euro obniży się do 0,3%. Jednocześnie prognozujemy, że w całym 2024 r. PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększy się o 0,8% r/r wobec wzrostu o 0,4% w 2023 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w listopadzie o 227 tys. wobec wzrostu o 36 tys. w październiku (rewizja w górę z 12 tys.) i ukształtowało się powyżej oczekiwań rynku (190 tys.) i poniżej naszej prognozy (240 tys.). Silny wzrost zatrudnienia w listopadzie wynikał z ustąpienia efektu strajków i huraganów, które ograniczały zatrudnienie w poprzednich miesiącach. Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+79,0 tys.), w turystyce i rekreacji (+53,0 tys.) oraz w sektorze rządowym (+33,0 tys.). Z kolei do istotnego spadku zatrudnienia doszło jedynie w handlu detalicznym (-28,0 tys.). Stopa bezrobocia wzrosła w listopadzie do 4,2% wobec 4,1% w październiku, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. Tym samym stopa bezrobocia w USA od 6 miesięcy kształtuje się lekko powyżej stopy bezrobocia naturalnego, szacowanej przez Fed na poziomie 4,0%. Współczynnik aktywności zawodowej obniżył się w listopadzie do 62,5% wobec 62,6% w październiku, tym samym pozostaje on poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (63,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego ukształtowała się w listopadzie na poziomie 4,0% r/r, nie zmieniając się względem października. W naszej ocenie wskazuje to, że presja płacowa w amerykańskiej gospodarce pozostaje na podwyższonym poziomie. Na istotną poprawę nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM dla przetwórstwa, który zwiększył się w listopadzie do 48,4 pkt. wobec 46,5 pkt., kształtując się powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (47,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, zatrudnienia, nowych zamówień i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład dla czasu dostaw. Warto zauważyć, że podczas gdy składowa dla bieżącej produkcji już od 6 miesięcy kształtuje się poniżej granicy 50 pkt., w listopadzie po raz pierwszy od marca granicę tą przekroczyła składowa dla nowych zamówień, co może wskazywać na perspektywę ożywienia aktywności w amerykańskim przetwórstwie w nadchodzących miesiącach. Na uwagę zasługuje również wyraźnie wolniejszy na tle ostatnich miesięcy spadek zapasów. Sugeruje on, że część firm zwiększa zamówienia dóbr pośrednich z Chin, tak aby zdążyć przez zapowiadany przez D. Trumpa wprowadzeniem podwyższonych ceł na import towarów z tego kraju. Z kolei indeks ISM dla usług spadł w listopadzie do 52,1 pkt. wobec 56,0 pkt. w październiku, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (55,6 pkt.) i naszej prognozy (55,5 pkt.). W kierunku zmniejszenia się indeksu oddziaływały niższe wkłady wszystkich czterech jego składowych (dla zatrudnienia, aktywności biznesowej, nowych zamówień i czasu dostaw). Tym samym w listopadzie doszło do zmniejszenia różnic w ocenie sytuacji pomiędzy przetwórstwem a sektorem usług. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w grudniu do 74,0 pkt. wobec 71,8 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (73,1 pkt.) i poniżej naszej prognozy

(75,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oczekiwań. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zwiększyła się w grudniu do 2,9% wobec 2,6% w listopadzie, co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw pozostają na podwyższonym poziomie. Napływające w ostatnim czasie dane z amerykańskiej gospodarki wskazujące na stopniowe spowolnienie aktywności ekonomicznej stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą Fed na grudniowym posiedzeniu obniży stopy procentowe o 25pb (por. MAKROmapa z 02.12.2024).

Zrewidowaliśmy naszą średnioterminową prognozę kursu EURUSD. Zakładamy, że w 2025 r. dolar będzie mocniejszy od naszych wcześniejszych oczekiwań z uwagi na prognozowane przez nas wprowadzenie ceł i rozluźnienie polityki fiskalnej przez administrację D. Trumpa, które zaowocują mniejszą skalą luzowania polityki pieniężnej przez Fed. W rezultacie oczekujemy, że kurs EURUSD obniży się do 1,04 na koniec czerwca 2025 r. W dłuższym okresie oczekujemy lekkiego osłabienia dolara z zasięgiem 1,07 i 1,10 względem euro, odpowiednio na koniec 2025 r. i 2026 r. Oczekujemy, że euro będzie zyskiwać dzięki łagodzeniu politycznych i geopolitycznych czynników ryzyka. W naszej prognozie uwzględniliśmy ryzyko związane z potencjalnym osłabieniem dolara wynikające z przyjęcia tzw. „doktryny słabego dolara” przez administrację D. Trumpa mającej na celu wspieranie amerykańskiego handlu zagranicznego. Uwzględniając naszą prognozę EURPLN oczekujemy, że kurs USDPLN wyniesie 3,97 na koniec 2025 r. i 3,83 na koniec 2026 r.

Europa Środkowo-Wschodnia odporna na zwiększenie ceł w USA

W MAKROmapie z 25.11.2024 zaprezentowaliśmy kanały oddziaływania zmniejszonego popytu ze strony USA na eksport i wzrost gospodarczy w Polsce w przypadku nasilenia tendencji protekcyjnych ze strony USA. Poniżej przedstawiamy analogiczną analizę dla pozostałych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW-4) – Czech, Węgier i Rumunii.

	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%
Polska	3,1%	1,5%

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

Zmniejszony popyt ze strony USA oddziałuje na eksport krajów EŚW-4 dwoma kanałami. Pierwszym z nich jest bezpośredni handel państw regionu z USA, a drugim – negatywny wpływ podniesienia ceł objawiający się spadkiem popytu z krajów, dla których państwa EŚW pełnią rolę dostawców (np. Niemiec). Podobnie

jak w przypadku Polski, waga USA w handlu zagranicznym Czech, Węgier i Rumunii jest nieznaczna i nie przekracza 3%. Eksport ten jest podobnie jak w przypadku Polski skoncentrowany w kilku kluczowych branżach („reaktory jądrowe, kotły, maszyny i urządzenia mechaniczne; ich części”, „maszyny i urządzenia elektryczne oraz ich części; rejestratory i odtwarzacze dźwięku, rejestratory i odtwarzacze obrazu i dźwięku oraz części i akcesoria do tych artykułów”, „przyrządy i aparatura, optyczne, fotograficzne, kinematograficzne, pomiarowe, kontrolne, precyzyjne, medyczne lub chirurgiczne; ich części i akcesoria”). Dodatkowo, znaczny udział w eksporcie Węgier ma również kategoria „pojazdy nieszynowe oraz ich części i akcesoria”, a w przypadku Rumunii „kauczuk i artykuły z kauczuku”, „artykuły z żeliwa lub stali” oraz „żeliwo i stal”.

Czynnikami różnicującym stopień ekspozycji państw EŚW-4 na zmniejszony popyt z USA jest udział eksportu w PKB, który na Węgrzech i w Czechach jest znacznie wyższy niż w Polsce, co potęguje efekty

spadku popytu zagranicznego na wzrost gospodarczy. Eksport do USA w relacji do PKB wynosi 2,2% w przypadku Węgier i 1,8% dla Czech 1,5% dla Polski. Z kolei państwem najmniej wrażliwym na szok jest Rumunia, która charakteryzuje się najniższym udziałem eksportu towarów w PKB, co skutkuje również na najniższym stosunkiem eksportu do USA względem PKB (0,7%, por. tabela). Tym samym oczekujemy, że negatywny wpływ potencjalnej podwyżki ceł byłby skoncentrowany w wymienionych wyżej branżach, a jej konsekwencje byłyby silniejsze na Węgrzech i w Czechach niż w Polsce i Rumunii.

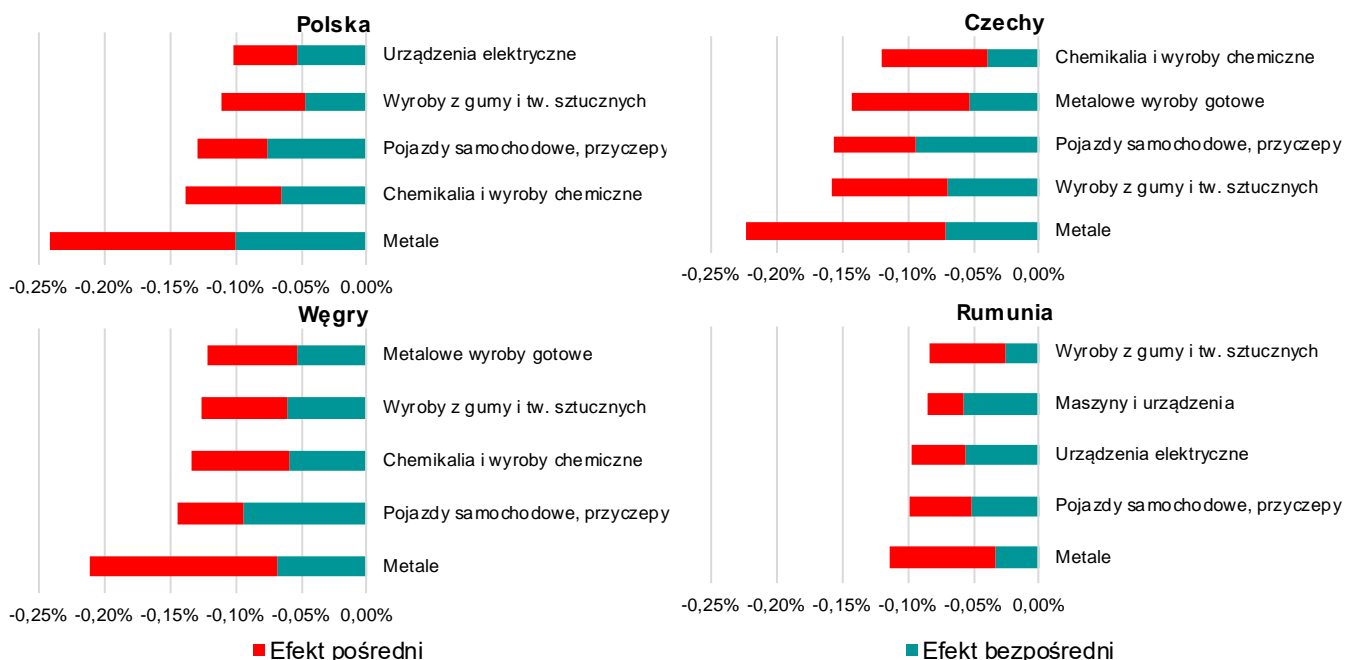
W kontekście zmian w polityce zagranicznej D. Trumpa jednocześnie pojawia się pytanie, w jakim stopniu spadek eksportu z innych krajów europejskich do USA będzie oddziaływał w kierunku zmniejszenia aktywności w przetwórstwie EŚW, które jest dla nich ważnym dostawcą półproduktów i komponentów (tzw. dóbr pośrednich). W celu oszacowania tego wpływu na gospodarki analizowanych przez nas państw, podobnie jak w przypadku analizy opublikowanej w MAKROmapie z 25.11.2024, posłużyliśmy się opracowaną przez OECD tablicą przepływów międzygałęziowych (tzw. analiza *input-output*) zakładając spadek importu z USA o 10% w ramach wszystkich kategorii przetwórstwa we wszystkich krajach UE poza badanym państwem. Założenie takiej skali spadku pozwala na późniejsze łatwe przeskalowanie negatywnych efektów szoku w zależności od przyjętego konkretnego scenariusza przewidującego określony wzrost stawek celnych i powiązany z nim spadek popytu ze strony USA. W przypadku pozostałych kategorii (sektora usług, górnictwa i budownictwa) założyliśmy brak zmian w popycie ze strony USA. Nasza analiza uwzględnia spadek popytu zarówno na dobra pośrednie, jak również na produkty finalne dostarczane za ocean.

Efekt spadku popytu z USA o 10% na	PKB	produkcję w przetwórstwie przemysłowym
Czechy	-0,05%	-0,11%
Węgry	-0,04%	-0,10%
Rumunia	-0,03%	-0,07%
Polska	-0,04%	-0,08%

Źródło: Credit Agricole

Odnosząc wartość eksportowanych dóbr pośrednich z EŚW-4 na potrzeby pozostałych krajów UE do produkcji poszczególnych branż przetwórstwa danych państw szacujemy, że spadek popytu z USA o 10% przyczyni się do obniżenia produkcji w przetwórstwie

Efekty spadku popytu z USA o 10% na produkcję w wybranych branżach krajów regionu



*na wykresach pokazano 5 branż każdego państwa, w których oczekujemy największego spadku produkcji

Źródło: Credit Agricole

przemysłowym Czech o 0,11%, Węgier o 0,10%, Polski o 0,08%, i Rumunii o 0,07%. Należy zwrócić uwagę, że powyższe szacunki uwzględniają efekty bezpośrednie, które reprezentują bezpośredni wpływ spadku produkcji w krajach UE na aktywność branż będących ich bezpośrednimi dostawcami komponentów i półproduktów, jak również efekty pośrednie. Przez efekty pośrednie rozumiemy spadek produkcji w przedsiębiorstwach, które dostarczają dobra pośrednie na potrzeby innych firm będących dostawcami firm w UE (zarówno krajowych, jak i zagranicznych). Z uwagi na rozbudowaną siatkę (często międzynarodowych) powiązań efekty pośrednie mogą materializować się z pewnym opóźnieniem. W przekroju sektorowym spadek popytu z USA o 10% w przetwórstwie każdego z wymienionych państw najsilniej oddziałuje w kierunku obniżenia produkcji w kategorii „metale”. Wśród najbardziej dotkniętych sektorów z każdym z analizowanych państw znalazły się również kategorie „guma i tworzywa sztuczne”, „chemikalia i wyroby chemiczne” oraz „produkcja samochodów, przyczep, i nacze”. W przypadku Polski i Rumunii w czołówce znalazła się również „produkcja urządzeń elektronicznych”, podczas gdy w przypadku Czech i Węgier była to „produkcja wyrobów metalowych” (por. wykres).

Przedstawione powyżej obliczenia wskazują, że ewentualny spadek popytu ze strony USA ma ograniczony wpływ na aktywność w przetwórstwie krajów EŚW-4 i byłby skoncentrowany w niewielkiej liczbie branż, tym samym nie stanowiąc istotnego ryzyka dla oczekiwanego przez nas ożywienia gospodarczego w omawianych czterech państwach. Nawet gdyby przyjąć, że spadek eksportu z UE do USA byłby dużo większy (np. o 30%), to jego efekty na produkcję i PKB w państwach EŚW-4 byłby nadal niewielki.

	Efekt bezpośredni	Efekt pośredni	Łączny efekt
Czechy	-0,09%	-0,04%	-0,13%
Węgry	-0,08%	-0,03%	-0,11%
Rumunia	-0,05%	-0,03%	-0,08%
Polska	-0,07%	-0,03%	-0,10%

Źródło: Credit Agricole

Równolegle przeanalizowaliśmy alternatywny szok popytowy, ograniczający się tylko do branży motoryzacyjnej. Na jego potrzeby założyliśmy, że eksport w ramach kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” z wszystkich krajów UE (z wyłączeniem

analizowanego kraju) do USA zmniejszyłby się o 10%. Jednocześnie popyt ze strony USA na produkcję innych branż nie zmieniłby się. Wpływ realizacji takiego scenariusza na branże motoryzacyjne poszczególnych EŚW-4 państw byłby niewielki, w żadnym wypadku nie przekraczając łącznie spadku o 0,13%. W przypadku materializacji takiego scenariusza, wpływ na branżę motoryzacyjną regionu, która jest powiązaną z zachodnioeuropejskimi producentami samochodów byłby zatem zanedbywalny. Szacujemy, że wpływ spadku popytu związanego ze spadkiem popytu w branży motoryzacyjnej wahałby się od spadku o łącznie 0,08% w Rumunii, przez spadki o 0,10% w Polsce i 0,11% na Węgrzech, do spadku o 0,13% w Czechach (por. tabela).

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Czechy	1,0	2,6	2,4	2,5	2,2	2,0
Węgry	0,7	2,9	3,1	3,6	3,7	3,0
Rumunia	2,6	3,5	3,3	3,7	4,4	3,1
Polska	1,1	3,5	2,9	5,6	3,9	3,3

Źródło: Credit Agricole

Podsumowując, oczekiwane przez nas nasilenie tendencji protekcjonistycznych w światowym handlu będzie miało ograniczony wpływ na gospodarkę krajów regionu w 2025 r. i nie zakłóci prognozowanego przez nas

wyraźnego ożywienia wzrostu PKB. W 2026 r. oczekujemy normalizacji sytuacji gospodarczej we wszystkich krajach EŚW-4. Wzrost PKB obniży się nieznacznie z uwagi na oddziaływanie efektów wysokiej bazy z 2025 r., jednak pozostanie na relatywnie wysokim poziomie. Dynamika inwestycji publicznych nadal będzie kształtowała się na podwyższonym poziomie z uwagi na wciąż znaczącą absorpcję środków unijnych. Wzrost gospodarczy będzie również wspierany przez poprawę popytu zagranicznego i silną konsumpcję. Jednocześnie oczekujemy utrzymania się tendencji spadkowych w zakresie inflacji. W II

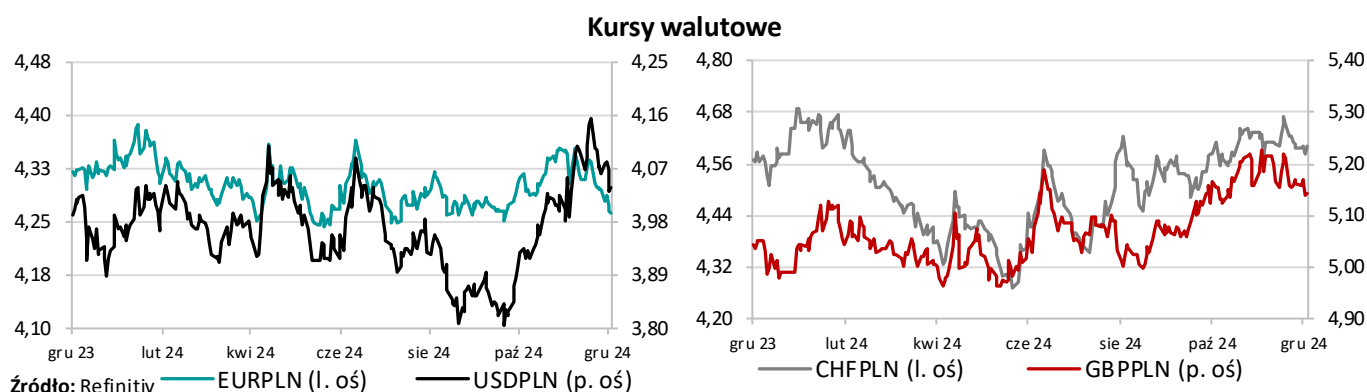
połowie 2026 r. inflacja będzie znajdować się w pobliżu celów inflacyjnych poszczególnych banków centralnych we wszystkich analizowanych krajach. Naszym zdaniem, w przypadku materializacji zarysowanego powyżej scenariusza makroekonomicznego, krajowe banki centralne będą kontynuowały stopniowe luzowanie polityki pieniężnej, a kursy walutowe będą stopniowo umacniały się względem euro (por. tabela). Uważamy, że w przypadku forinta skala aprecjacji będzie większa niż w przypadku walut pozostałych krajów regionu głównie ze względu na oczekiwane przez nas zmiany na scenie politycznej w tym kraju. W ostatnim czasie sondaże wyborcze wskazywały, że poparcie dla reprezentanta opozycji P. Magyara jest wyższe niż dla V. Orbana. Naszym zdaniem opozycja wygra wybory parlamentarne zaplanowane na 2026 r., co będzie oddziaływało w kierunku spadku premii za ryzyko na Węgrzech (m.in. poprzez wzrost prawdopodobieństwa odblokowania środków unijnych) i umocnienia forinta w 2026 r. (por. tabela).

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)								
	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26
Czechy	3,75	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Węgry	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50
Rumunia	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50
Polska	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25

	Kursy walutowe								
	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26
EURCZK	25,4	25,8	25,5	25,1	24,7	24,6	24,5	24,4	24,3
EURHUF	410	415	410	397	385	380	370	369	365
EURRON	4,98	4,98	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97
EURPLN	4,35	4,40	4,35	4,30	4,25	4,24	4,23	4,22	4,21

Źródło: Datastream, Credit Agricole

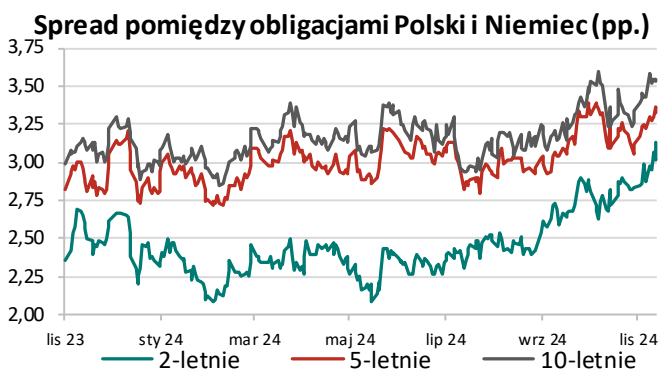
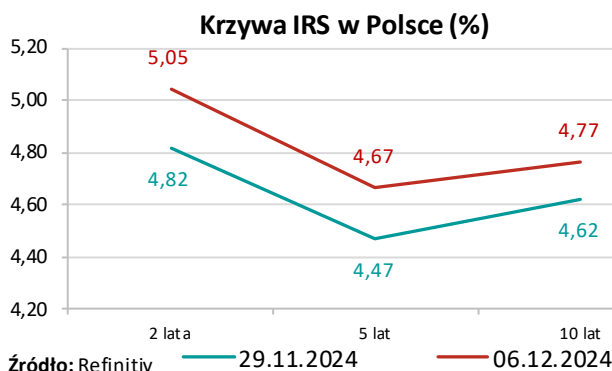
Kurs EURPLN pozostaje w trendzie spadkowym



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2637 (umocnienie złotego o 0,8%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym w ślad za umocnieniem euro względem dolara. Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym umocnieniu złotego był jastrzębi wydzźwięk czwartkowej konferencji prezesa NBP A. Głapińskiego.

Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych 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. Ewentualny wzrost ryzyka geopolitycznego może doprowadzić do wzrostu kursu EURPLN.

Konferencja prezesa NBP doprowadziła do wzrostu stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,05 (wzrost o 23pb), 5-letnie do 4,67 (wzrost o 20pb), a 10-letnie do 4,77 (wzrost o 158pb). W zeszłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w reakcji na jastrzębi wydzźwięk konferencji prezesa NBP A. Głapińskiego (patrz powyżej). W tym samym czasie rentowności na rynkach bazowych były relatywnie stabilne. W efekcie, w ubiegłym tygodniu zwiększył się spread pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami.

Przewidziane na ten tydzień publikacje 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. Ewentualny wzrost ryzyka geopolitycznego 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	4,06	4,10
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	4,60	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	
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	
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	
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	
Sprzedaż 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	
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	
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	
Saldo ROB (mln EUR)	1182	-102	1575	1752	1239	623	-451	485	-1116	-2731	-1434	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		
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		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2024	2025	2026	
	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	2,6	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	2,5	2,5	2,1	2,0	1,8	2,9	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	-5,8	5,6	7,7	8,9	8,8	-1,2	8,1	7,3	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,1	2,9	-0,7	1,8	4,6	5,7	4,3	7,1	1,6	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	2,3	5,7	1,9	3,5	4,9	5,3	4,3	3,9	3,3	4,5	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,6	0,2	1,3	1,5	1,2	1,2	0,9	1,7	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	-1,4	0,7	1,2	1,4	2,0	-0,2	1,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-0,7	0,1	0,5	0,1	1,8	-0,9	0,6	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,4	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	1,0	0,8	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,0	5,3	4,9	4,9	4,9	5,0	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	1,5	0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,5	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,8	10,1	8,3	7,1	6,5	13,8	8,0	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	4,8	5,2	5,1	3,6	3,6	3,7	4,4	3,1	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,85	5,85	5,60	5,48	5,35	5,85	5,35	4,35	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,25	4,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,35	4,40	4,35	4,30	4,25	4,35	4,25	4,21	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,10	4,19	4,18	4,10	3,97	4,10	3,97	3,83	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 09.12.2024 r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-2,9		-2,8
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	0,3		0,5
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Grudzień	-12,8		-13,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	0,2		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	0,3		
Wtorek 10.12.2024 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Listopad	95,7	86,2	95,5
Środa 11.12.2024 r.						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,2	0,3	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,3	0,3	0,3
Czwartek 12.12.2024 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	IV kw.	1,00		
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	3,40	3,15	3,15
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	224,0		
Piątek 13.12.2024 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	17,0		15,7
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	5,0	4,6	4,6
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	-2,0		-0,1
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Październik	-1434	75	-78

* 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