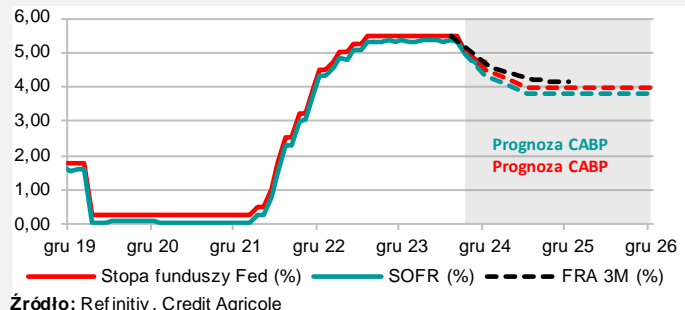


W tym tygodniu

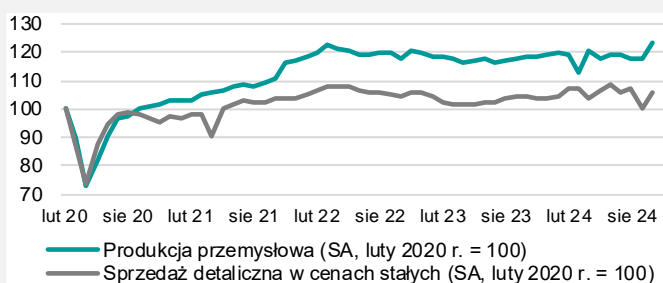
- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Fed będzie kontynuował cykl łagodzenia polityki pieniężnej, obniżając docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25pb do poziomu [4,25%, 4,50%]. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell najprawdopodobniej zaznaczy, że skala i tempo kolejnych obniżek stóp procentowych zależą będą od napływających danych. W tym tygodniu opublikowana zostanie również najnowsza projekcja makroekonomiczna członków FOMC. Jej kluczowym elementem będzie mediana oczekiwań członków FOMC dotycząca poziomu stóp procentowych na koniec nadchodzącego roku, która naszym zdaniem zostanie zrewidowana w górę o 25pb do 3,625%. Tym samym zasygnalizuje ona dalsze obniżki stóp procentowych o łącznie 75pb w 2025 r. W naszym scenariuszu oczekujemy natomiast dwóch obniżek stóp procentowych po 25pb (w marcu i czerwcu), które pozwolą na osiągnięcie docelowego poziomu dla przedziału wahań równego [3,75%, 4,00%]. Spowolnienie tempa łagodzenia polityki pieniężnej będzie uzasadnione utrzymującym się umiarkowanie silnym wzrostem gospodarczym, wciąż dobrą sytuacją na rynku pracy oraz utrzymującą się presją inflacyjną w amerykańskiej gospodarce (patrz poniżej). Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI).** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w grudniu do 48,1 pkt. wobec 48,3 pkt. w listopadzie. Oznaczałoby to, że indeks PMI pozostanie drugi miesiąc z rzędu poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wyniki badań koniunktury najprawdopodobniej potwierdzą utrzymujące się rozbieżne tendencje w sektorze usług i przetwórstwie przemysłowym. W przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie rynek oczekuje, że wzrośnie on w grudniu do 43,1 wobec 43,0 w listopadzie. Dodatkowych informacji o koniunkturze w Niemczech dostarczy opublikowany we wtorek indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 85,6 pkt. w grudniu z 85,7 pkt. w listopadzie. 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 poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Oczekujemy, że inflacja PCE ogółem zwiększyła się do 2,5% r/r w listopadzie z 2,3% w październiku, podczas gdy inflacja bazowa pozostała na poziomie 2,8% r/r. W czwartek poznamy z kolei finalny szacunek amerykańskiego PKB w III kw. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zmniejszyło się w III kw. do 2,8% wobec 3,0% w II kw., zgodnie z drugim szacunkiem. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w listopadzie o 0,4% m/m, osiągając taką samą dynamikę jak w październiku. Uważamy że ponownie do wzrostu sprzedaży



w znacznej mierze przyczynił się wzrost sprzedaży samochodów, jednak oczekujemy że w listopadzie miał również miejsce silniejszy wzrost w pozostałych kategoriach niż miało to miejsce w październiku (0,3% m/m wobec 0,1% m/m). Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej w listopadzie wzrosła do 0,3% wobec -0,4% w październiku, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury w przetwórstwie przemysłowym. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1311 tys. w październiku wobec 1311 tys. we wrześniu), pozwoleń na budowę (1426 tys. wobec 1419 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,12 mln wobec 3,96 mln) wskażą łącznie na utrzymującą się słabą aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości, a w szczególności na ograniczenie podaży na rynku wtórnym związane z niechęcią refinansowania hipotek przy wysokiej stopie oprocentowania. W tym tygodniu poznamy również finalny indeks Uniwersytetu Michigan. Zgodnie z naszą prognozą ukształtuje się on na poziomie 75,0 pkt. w grudniu wobec 71,8 pkt. w listopadzie, lekko powyżej wstępnego szacunku (74,0 pkt.), wskazując na utrzymujące się słabe nastroje wśród amerykańskich konsumentów. Publikacja danych z USA będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W czwartek opublikowane zostaną dane o listopadowej produkcji przemysłowej w Polsce.

Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do -2,0% r/r w listopadzie wobec 4,7% w październiku. Oczekiwany przez nas spadek dynamiki pomiędzy październikiem i



Źródło: GUS, Credit Agricole

listopadem był naszym zdaniem korektą po jednorazowym skoku produkcji w październiku, co będzie spójne z pogorszeniem koniunktury w przetwórstwie zasygnalizowanym przez listopadowy indeks PMI (por. MAKROMapa z 02.12.2024). Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku produkcji były niekorzystne efekty kalendarzowe. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (-0,2%), a tym samym jej materializacja będzie negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W piątek poznamy krajowe dane o sprzedaży detalicznej. Oczekujemy, że jej dynamika liczona w cenach stałych zmniejszyła się do 0,5% r/r w listopadzie wobec 1,3% w październiku. Uważamy, że do spadku dynamiki sprzedaży przyczyniło się pogorszenie koniunktury konsumenckiej, w tym sygnalizowany w badaniach wzrost skłonności do oszczędzania. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (0,5%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W czwartek opublikowane zostaną listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia w listopadzie spadła do -0,6% r/r wobec -0,5% w październiku. Uważamy, że w kierunku jej spadku oddziaływały procesy restrukturyzacyjne w przetwórstwie oraz odejścia pracowników związane z osiągnięciem wieku emerytalnego. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymała się na wysokim poziomie (10,2% r/r w listopadzie i w październiku). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

Dzisiaj rano opublikowane zostały istotne dane z Chin. Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 5,4% r/r w listopadzie z 5,3% w październiku (konsensus: 5,3%) z uwagi na korzystne efekty kalendarzowe. Pomimo pozytywnego wpływu rządowych działań stymulujących aktywność gospodarczą, wzrost inwestycji w aglomeracjach miejskich lekko spowolnił do 3,3% r/r w listopadzie z 3,4% w październiku i ukształtował się nieznacznie poniżej oczekiwań rynkowych (3,4%). Z kolei dynamika sprzedaży detalicznej ukształtowała się znacząco

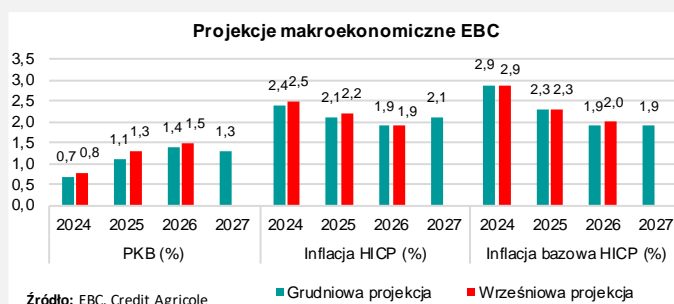
poniżej konsensusu (4,6%), obniżając się do 3,0% r/r w listopadzie z 4,8% w październiku. Uważamy, że spowolnienie wzrostu sprzedaży miało charakter przejściowy z uwagi na działania rządu wspierające popyt krajowy w Chinach. Dzisiejsze dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu gospodarczego w Chinach wyniesie 4,8% r/r w 2024 r. wobec 5,2% w 2023 r. Jednocześnie dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszego scenariusza wzrostu PKB w najbliższych latach z uwagi na zapowiedziane przez D. Trumpa podniesienie stawek celnych na import towarów z Chin do USA (patrz poniżej).

W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. EBC obniżył stopy procentowe o 25pb, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 3,15%, a stopa depozytowa 3,00%. Zgodnie z komunikatem

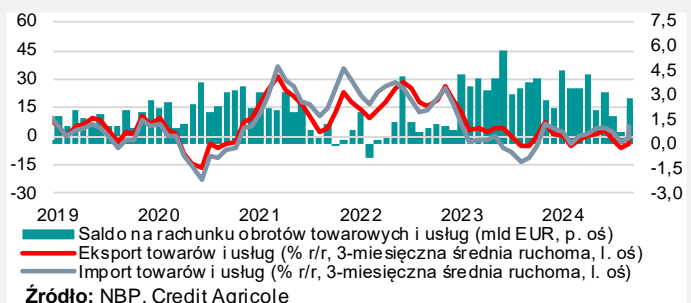
argumentem na rzecz obniżki stóp procentowych był dalszy spadek inflacji w warunkach słabnącej aktywności gospodarczej. W komunikacie potrzymano deklarację, zgodnie z którą kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Jednocześnie usunięty został zapis, w którym EBC deklarował gotowość utrzymywania stóp procentowych na restrykcyjnym poziomie tak długo, jak to konieczne, by stłumić presję inflacyjną. W naszej ocenie wskazuje to na wyraźne złagodzenie retoryki EBC. Po posiedzeniu opublikowana została również grudniowa projekcja EBC. Ścieżka inflacji uległa nieznacznemu obniżeniu. Zrewidowana w dół została również prognoza dynamiki PKB. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde dała do zrozumienia, że ścieżka stóp procentowych w kolejnych kwartałach pozostaje otwartą kwestią, a kolejne decyzje będą zależne od napływających danych. Zasygnalizowała również, że docelowa stopa procentowa może znaleźć się w przedziale między 1,75% a 2,50%, nie podając jednak konkretnej wartości. Decyzja EBC o obniżce stóp procentowych wskazuje naszym zdaniem na rosnące zaniepokojenie Rady Prezesów pogarszającymi się perspektywami wzrostu gospodarczego w strefie euro. W naszej ocenie będzie to argumentem na rzecz dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Podtrzymujemy nasz scenariusz, w którym EBC będzie na każdym kolejnym posiedzeniu obniżał stopy procentowe o 25pb, tak długo aż stopa depozytowa osiągnie poziom 2,25% (kwiecień 2025 r.). Niemniej dostrzegamy ryzyko, że w warunkach silnego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego EBC może zdecydować się na kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w II poł. 2025 r.

Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w listopadzie do 4,7% r/r wobec 5,0% w październiku, kształtując się powyżej wstępnego szacunku GUS (4,6%). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inflacji była niższa dynamika cen w kategorii „paliwa” (-6,0% r/r w listopadzie wobec 0,0% w październiku), co w znacznym stopniu wynikało z efektów wysokiej bazy sprzed roku. Do zmniejszenia inflacji przyczyniła się również nieznacznie niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,8% wobec 4,9%). Główną przyczyną niższej inflacji w tej kategorii było obniżenie dynamiki cen warzyw, co podobnie jak w przypadku cen paliw wynikało z efektów wysokiej bazy sprzed roku. Przeciwny wpływ miała natomiast wyższa dynamika cen w kategorii „mięso” oraz „mleko, sery i jaja” (por. MAKROpuls z 13.12.2024). Przeciwny wpływ na inflację miały natomiast wyższa dynamika cen w kategorii



„nośniki energii” (11,7% wobec 11,5%) oraz wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w listopadzie do 4,4% r/r wobec 4,1% w październiku. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,3% m/m, czyli znacząco powyżej swojego wzorca sezonowego (ok. 0,0% w listopadzie). W naszej ocenie wskazuje to, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje umiarkowanie silna. Czynnikiem utrwalającym podwyższoną inflację bazową pozostaje wysoka dynamika cen usług (7,2% w listopadzie wobec 6,7% w październiku – najwyższy poziom od stycznia 2024 r.), która kształtuje się wyraźnie powyżej malejącej dynamiki cen towarów (3,8% r/r wobec 4,3%). Ubiegłotygodniowe dane GUS są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt proc.) do czerwca 2025 r. (por. MAKROmapa z 09.12.2024). Prognozujemy, że osiągnie ona swoje maksimum lokalne w marcu 2025 r. na poziomie 5,5%, po czym zacznie się stopniowo obniżać. W naszym scenariuszu zakładamy, że choć inflacja znacząco spadnie w II poł. 2025 r., to będzie ona oscylować na poziomie zbliżonym do górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%).

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się w październiku do 1064 mln EUR wobec -1434 mln EUR we wrześniu, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (-200 mln EUR) i naszej prognozy (75 mln EUR). Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących



wynikało z wyższych sald usług, dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 520 mln EUR, 1931 mln EUR i 97 mln EUR wyższe niż we wrześniu), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało obniżenie salda obrotów towarowych (o 50 mln EUR niższe niż we wrześniu). Jednocześnie w październiku odnotowano wzrost dynamiki eksportu (1,5% r/r wobec 0,5%) oraz importu (6,6% wobec 5,1%), 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, na co wskazuje m.in. w raportowany przez NBP wzrost 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 lekkim przyspieszeniu wzrostu popytu zewnętrznego. Ubiegłotygodniowe dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się w IV kw. 2024 r. do 1,0% wobec 0,5% w III kw.

Saldo bilansu handlowego Chin zwiększyło się w listopadzie do 97,4 mld USD wobec 95,7 mld USD w październiku i ukształtowało się powyżej oczekiwań rynku (95,1 mld USD). Dynamika eksportu zmniejszyła się w listopadzie do 6,7% r/r wobec 12,7% w październiku, a dynamika importu spadła do -3,9% wobec -2,3%. Obie dynamiki ukształtowały się istotnie poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio 8,5% i 0,3%). Spadek tempa wzrostu eksportu w listopadzie miał szeroki zakres, zarówno w ujęciu geograficznym jak i ujęciu produktowym. Warto odnotować, że w przypadku samochodów, które zostały najsilniej dotknięte podwyżkami ceł wprowadzonymi jesienią przez UE i USA, dynamika eksportu stała się ujemna. Silny spadek dynamiki eksportu odnotowano również w przypadku zboża, stali, maszyn, artykułów gospodarstwa domowego i układów scalonych. W znacznym stopniu odzwierciedla to utrzymującą się słaba koniunkturę w światowym handlu. Obniżenie dynamiki importu, również charakteryzujące się szerokim zakresem, sygnalizuje z kolei dalsze osłabienie popytu wewnętrznego w Chinach, podobnie jak spadek sprowadzanych przez Chiny surowców. Kluczowa z punktu widzenia perspektyw

chińskiego eksportu w kolejnych kwartałach będzie polityka handlowa USA. Szacujemy, że realizacja obietnic wyborczych D. Trumpa w postaci nałożenia na chińskie towary ceł w wysokości 60% w I poł. 2025 r. obniżyłaby dynamikę chińskiego PKB o 0,4 pkt. proc. w 2025 r. i o ok. 0,8-1,0 pkt. proc. w 2026 r. W konsekwencji dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszego scenariusza wzrostu gospodarczego w Chinach w najbliższych latach (4,2% w 2025 r. wobec 4,8% w 2024 r.).

✓ **Inflacja CPI w USA zwiększyła się w listopadzie do 2,7% r/r wobec 2,6% w październiku, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku.** Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii oraz żywności. Z kolei inflacja bazowa nie zmieniła się w porównaniu do października i wyniosła 3,3% r/r. Miesięczne tempo wzrostu cen bazowych również nie uległo zmianie i wyniosło 0,3%, co wskazuje na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym Fed na grudniowym posiedzeniu obniży stopy procentowe o 25pb (patrz powyżej). Wsparcie dla naszej prognozy stanowią napływające w ostatnim czasie dane świadczące o stopniowym spowolnieniu aktywności w amerykańskiej gospodarce (por. MAKROmapa z 09.12.2024).

✓ **W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zmniejszyło się w październiku do 13,4 mld EUR wobec 17,0 mld EUR we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (15,8 mld EUR).** Jednocześnie odnotowano spadek dynamiki eksportu (-2,8% m/m w październiku wobec -1,7% we wrześniu) oraz dynamiki importu (-0,1% wobec 2,1%), które ukształtowały się odpowiednio poniżej i powyżej oczekiwań rynku (-2,0% i -0,6%). Spadek dynamiki eksportu odzwierciedla problemy z konkurencyjnością niemieckiego przemysłu w warunkach wysokich cen energii (por. MAKROmapa z 09.12.2024). Z kolei niższy import świadczy o osłabieniu popytu wewnętrznego w Niemczech. Październikowe dane sygnalizują lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB Niemczech wzrosła do 0,2% w IV kw. 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.

✓ **W zeszłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB podjął decyzję o obniżeniu głównej stopy procentowej o 50pb do poziomu 0,50% (konsensus rynkowy zakładał obniżkę o 25pb). Po raz kolejny decyzja o obniżeniu stóp procentowych została uzasadniona stwierdzeniem, że presja inflacyjna zmniejszyła się od ostatniego posiedzenia banku centralnego. W komunikacie znalazł się również zapis, że w nadchodzących kwartałach mogą być konieczne dalsze obniżki stopy procentowej, jeżeli wymagałaby tego stabilizacja cen w średnim okresie. SNB ponownie zakomunikował również swoją gotowość do interwencji walutowych w razie potrzeby, zwracając uwagę na postępującą aprecjację franka szwajcarskiego. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także najnowsze projekcje makroekonomiczne SNB. Ścieżka inflacji na kolejne lata została zrewidowana w dół do 1,1% w 2024 r. (1,2% we wrześniowej projekcji), 0,3% w 2025 r. (0,6%) i 0,7% w 2026 r. (0,8%), co zostało uzasadnione niższym od wcześniejszych oczekiwań wzrostem cen żywności i produktów opartych na ropie naftowej. Prognoza wzrostu PKB na 2024 r. została utrzymana na poziomie 1,0%, podczas gdy zrewidowana w dół została prognoza dynamiki PKB na 2025 r. (1,0%-1,5% wobec wcześniejszej prognozy punktowej 1,5%). Ubiegłotygodniowa decyzja SNB stanowi ryzyko w górę naszej prognozy kursów EURCHF (0,94 na koniec 2024 r. i 0,97 na koniec 2025 r.) oraz ryzyko w dół dla kursu CHFPLN (4,63 na koniec 2024 r. i 4,38 na koniec 2025 r.).

✓ **W ubiegłym tygodniu w DGP ukazał się artykuł prezesa NBP A. Głapińskiego.** Prezes NBP powtórzył swoje stanowisko prezentowane na ostatniej konferencji prasowej, zgodnie z którym obecnie nie ma podstaw do zmiany stóp procentowych. Zauważył, że horyzont powrotu inflacji do celu się oddala. Przywołał prognozy NBP, zgodnie z którymi przy założeniu niezmiennych stóp procentowych inflacja powróci w okolice 2,5% dopiero pod koniec 2026 r. Podkreślił, że ewentualna obniżka stóp procentowych „w najbliższych miesiącach lub kwartałach” odsunęłaby powrót inflacji do celu, być może nawet na 2027 r. Choć jego zdaniem istotną rolę w

kształtowaniu się inflacji powyżej celu inflacyjnego odgrywają czynniki regulacyjne, które są niezależne od polityki pieniężnej, to RPP „nie może ignorować ryzyka utrwalenia się wysokiej inflacji. Szczególnie w sytuacji, gdy powszechnie oczekuje się przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce, bezrobocie jest historycznie niskie, a płace rosną w dwucyfrowym tempie”. Prezes NBP zwrócił również uwagę, że dodatkowym czynnikiem ograniczającym przestrzeń do obniżek stóp procentowych jest prowadzona przez rząd ekspansywna polityka fiskalna. Przedstawione w artykule stanowisko prezesa NBP A. Glapińskiego jest spójne 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. (por. MAKROpuls z 04.12.2024). Ubiegłotygodniowe wypowiedzi prezesa NBP są pozytywne dla rentowności obligacji i kursu EURPLN.

Czy synchronizacja cykli koniunktury w Polsce i strefie euro jest trwała?

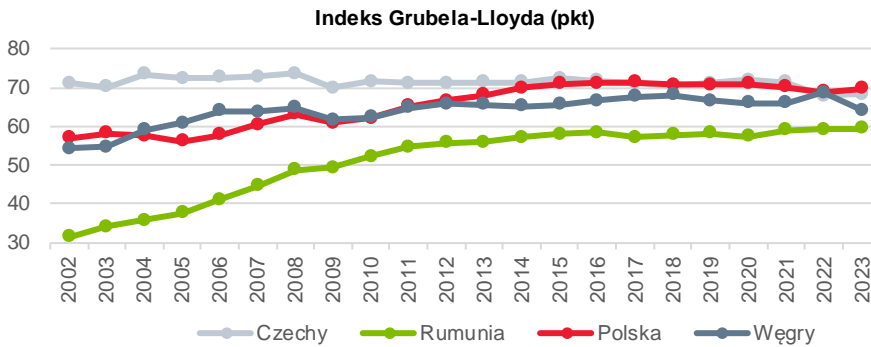
Istotnym czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia gospodarczego w Polsce jest utrzymująca się słaba koniunktura w strefie euro. Wynika to z silnej synchronizacji cykli koniunkturalnych pomiędzy Polską a obszarem wspólnej waluty. Jednym ze źródeł tej synchronizacji są silne powiązania Polski ze strefą euro w ramach międzynarodowych łańcuchów tworzenia wartości, którego wyrazem jest wysoka intensywność handlu wewnątrzgałęziowego. Wspomniana intensywność handlu wewnątrzgałęziowego jest głównym miernikiem podatności gospodarki na wstrząsy asymetryczne (sytuacje, w których szok makroekonomiczny w nierównomierny sposób dotyka dwie gospodarki), a tym samym trwałości synchronizacji cykli koniunkturalnych. Stopień tej synchronizacji ma wpływ na zbieżność cykli w polityce stóp procentowych prowadzonej przez Narodowy Bank Polski i Europejski Bank Centralny oraz – pośrednio – na kurs złotego. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena tego, jak w ostatnich latach zmieniła się struktura powiązań handlowych pomiędzy Polską a strefą euro.

Do oceny intensywności handlu międzygałęziowego pomiędzy Polską a strefą euro wykorzystaliśmy indeks Grubela-Lloyda (GL), który dany jest następującym wzorem:

$$\text{Indeks } GL = \left(1 - \frac{\sum_{i=1}^n |EX_{ic} - IM_{ic}|}{\sum_{i=1}^n (EX_{ic} + IM_{ic})} \right) * 100$$

gdzie EX_{ic} oznacza wartość eksportu w grupie produktowej i z kraju c do strefy euro, podczas gdy IM_{ic} reprezentuje wartość importu w grupie produktowej i do kraju c ze strefy euro. Jeśli kraj należy do strefy euro uwzględniany jest wtedy handel tego kraju z pozostałymi krajami obszaru wspólnej waluty. Indeks przyjmuje wartości od 0 do 100. Im jego wartość jest wyższa, tym handel pomiędzy danym krajem a strefą euro ma w większym stopniu charakter wewnątrzgałęziowy, wskazując na silne powiązanie analizowanego kraju ze strefą euro w ramach łańcuchów tworzenia wartości.

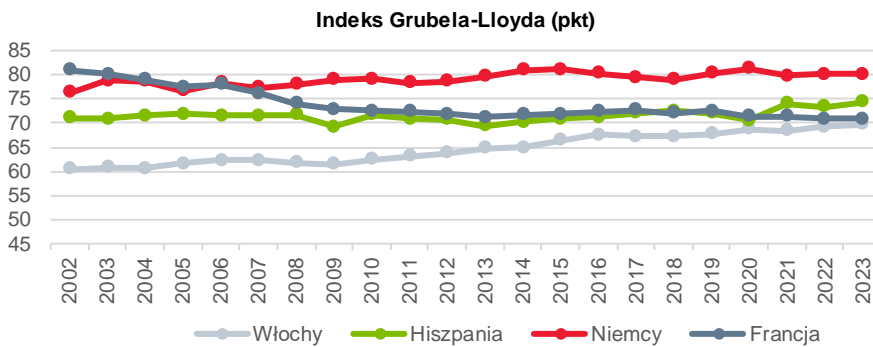
Nasze obliczenia przeprowadziliśmy na rocznych danych Eurostatu dla lat 2002-2023 wykorzystując klasyfikację handlu CPA (Classification of Product by Activity). Takie podejście umożliwia na relatywnie dużą dezagregację danych (obliczenia przeprowadziliśmy dla 490 kategorii produktowych), która w przypadku indeksu Grubela-Lloyda jest kluczowa z punktu widzenia precyzji obliczeń. Jednocześnie daje ono możliwość bezpośredniego przyporządkowania branż PKD do analizowanych grup produktowych.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

nieznacznie wyprzedzając Czechy. Wskazuje to, że polski handel towarami ze strefą euro ma w dużej mierze charakter wewnętrzgałęziowy. Sygnalizuje to wysoką wrażliwość aktywności w polskiej gospodarce na wahania koniunktury w strefie euro.

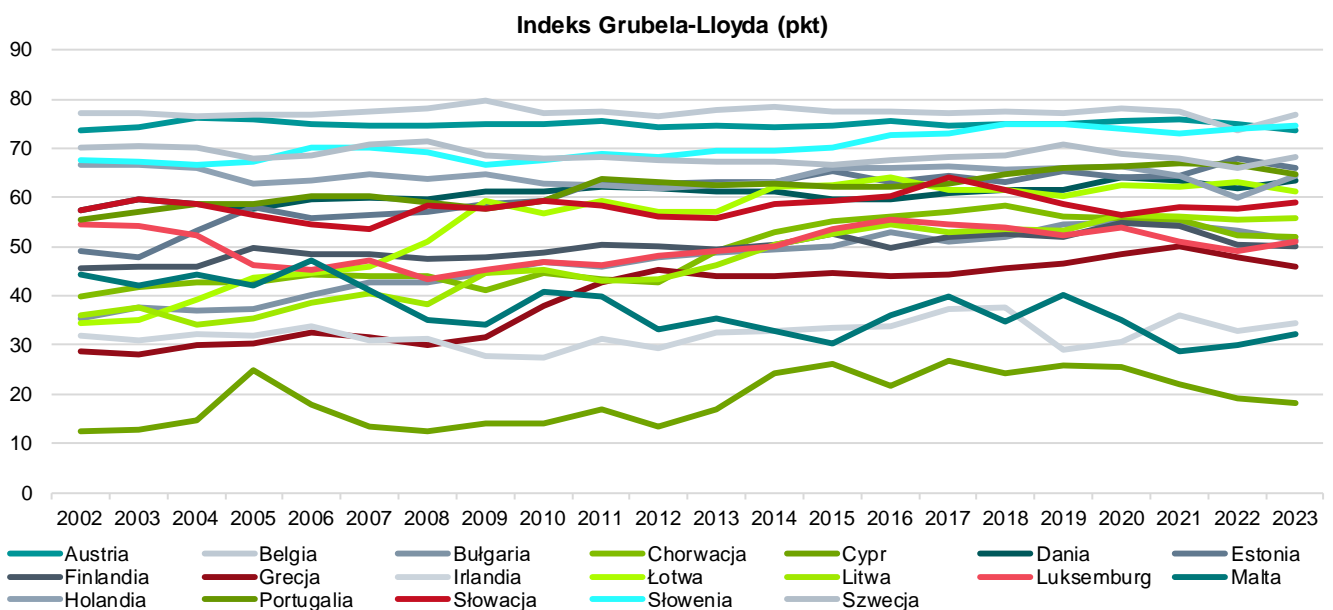
Uzyskane przez nas wyniki wskazują, że po wyraźnym wzroście indeksu po wejściu Polski do UE indeks Grubela-Lloyda osiągnął swoje maksimum w 2017 r. (71,3 pkt.) i od tego czasu nie wykazuje wyraźnych tendencji. Mimo to, warto zauważyć, że Polska charakteryzuje się najwyższą wartością indeksu na tle pozostałych krajów EŚW-4,



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

silniejszej synchronizacji cykli koniunkturalnych jest już ograniczona. Podobne wnioski płyną z analizy indeksu dla innych krajów UE, spośród których Polska zajmuje 7 miejsce pod względem intensywności handlu wewnętrzgałęziowego.

Uwzględniając wyniki dla kluczowych gospodarek strefy euro, stopień intensywności handlu wewnętrzgałęziowego Polski ze strefą euro jest relatywnie wysoki (na zbliżonym poziomie jak we Francji i we Włoszech), przy czym pozostaje niższy niż w Niemczech i Hiszpanii. Wskazuje to naszym zdaniem, że przestrzeń do dalszego wyraźnego zwiększenia intensywności handlu z krajami strefy euro, a w konsekwencji



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

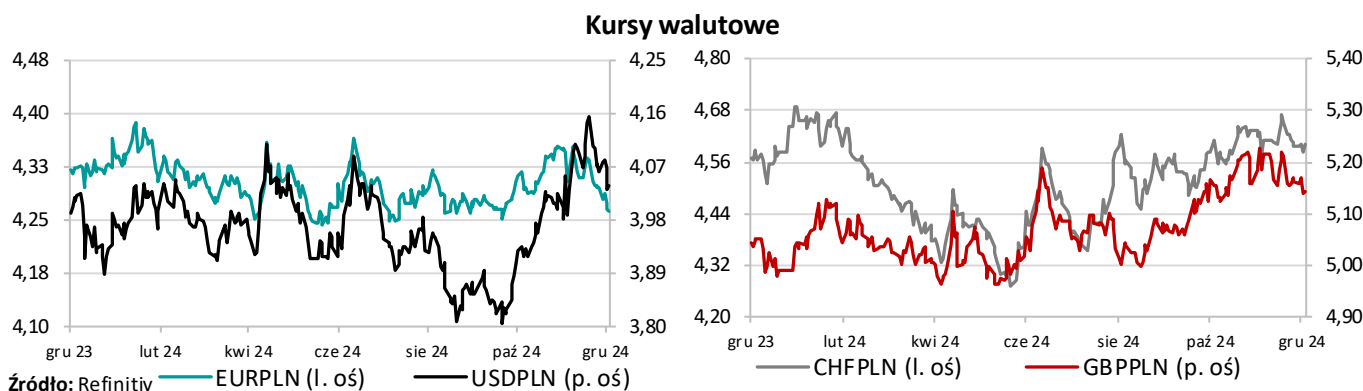
W kolejnym kroku naszej analizy, na podstawie danych dla 2023 r. wytypowaliśmy kategorie o dużym udziale w polskim eksporcie do strefy euro, w których handel ze strefą euro ma w dużym stopniu charakter wewnątrzgałęziowy. Wyniki zostały przedstawione w poniższej tabeli. Są to m.in. „produkcja silników do pojazdów samochodowych” oraz „produkcja komputerów i urządzeń peryferyjnych”, gdzie tylko te dwie kategorie odpowiadają za prawie 10% wartości polskiego eksportu do strefy euro. Uważamy, że to właśnie w tych branżach w największym stopniu odczuwalne będą efekty spowolnienia aktywności w strefie euro, ze względu na wysoką wzajemną zależność.

Kategoria PKD	$[1- Ex-Im /(Ex+Im)]*100$	Udział w całkowitym polskim eksporcie do strefy euro
2910 Produkcja silników do pojazdów samochodowych	98,4	7,1%
2042 Produkcja wyrobów kosmetycznych i toaletowych	96,3	1,3%
1413 Produkcja pozostałej odzieży wierzchniej	96,3	1,9%
2790 Produkcja pozostałego sprzętu elektrycznego	94,5	1,2%
2221 Produkcja płyt, arkuszy, rur i kształtowników z tworzyw sztucznych	93,2	1,1%
2059 Produkcja pozostałych wyrobów chemicznych, gdzie indziej niesklasyfikowana	90,0	1,2%
2229 Produkcja pozostałych wyrobów z tworzyw sztucznych	89,9	1,3%
2825 Produkcja przemysłowych urządzeń chłodniczych i wentylacyjnych	86,0	1,2%
1011 Przetwarzanie i konserwowanie mięsa, z wyłączeniem drobiu	85,5	1,2%
2620 Produkcja komputerów i urządzeń peryferyjnych	83,6	2,4%

Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Podsumowując, wyniki naszej analizy potwierdzają, że polska wymiana handlowa ze strefą euro ma w dużym stopniu charakter wewnątrzgałęziowy, choć w ostatnich latach doszło do zatrzymania tendencji wzrostowych w tym obszarze. Dane wskazują zatem na silną synchronizację cykli koniunkturalnych pomiędzy Polską a strefą euro. Sygnalizuje to, że obserwowane w obszarze wspólnej waluty spowolnienie gospodarcze pozostanie czynnikiem hamującym ożywienie gospodarcze w Polsce. Wśród szczególnie wyeksponowanych branż na niższą aktywność w strefie euro są m.in. „produkcja silników do pojazdów samochodowych” oraz „produkcja komputerów i urządzeń peryferyjnych”, które odpowiadają za prawie 10% wartości polskiego eksportu do strefy euro. Czynnikiem, który będzie ograniczał negatywny wpływ spowolnienia w strefie euro na wzrost gospodarczy w Polsce będzie oczekiwane przez nas ożywienie w krajowych inwestycjach wspierane przez uruchomienie inwestycji w ramach KPO (por. MAKROmapa z 12.11.2024). Będzie to sprzyjało mniejszej synchronizacji cyklu koniunkturalnego pomiędzy Polską a strefą euro. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w 2024 r. dynamika PKB w Polsce wyniesie 2,6%, a w 2025 r. przyspieszy ona do 3,5%, podczas gdy w strefie euro będzie to odpowiednio 0,8% i 1,3%.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży mogą osłabić złotego

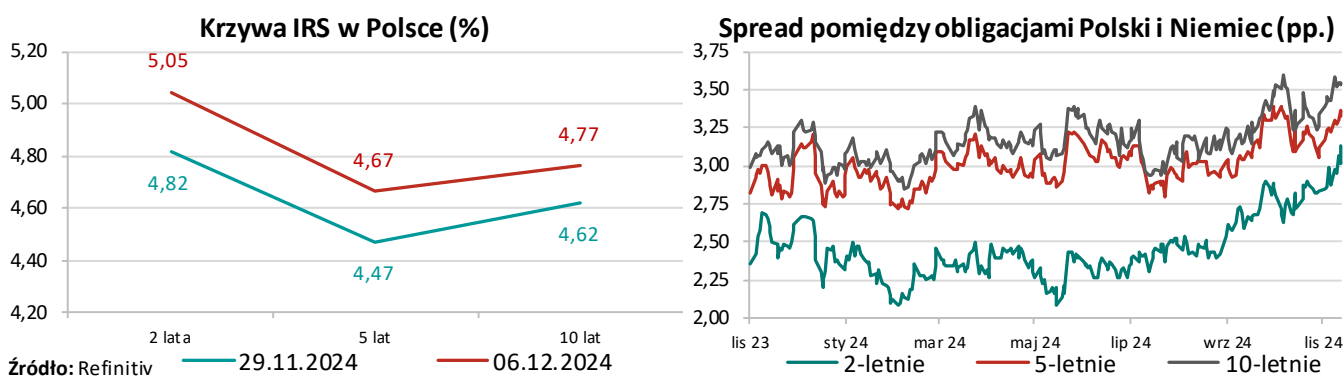


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,2645 (brak zmiany w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym w

śląd za osłabieniem euro względem dolara. Była to korekta po odnotowanym dwa tygodnie temu wzroście kursu EURUSD. Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia euro względem dolara był gołębi wydźwięk czwartkowego posiedzenia EBC.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Uważamy, że będzie ono sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Istotne dla kursu złotego będą również krajowe dane o produkcji przemysłowej (czwartek) i sprzedaży detalicznej (piątek), które w przypadku materializacji naszych prognoz mogą przyczynić się do osłabienia złotego. Pozostałe 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.

Posiedzenie FOMC będzie sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS



Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,15 (wzrost o 10pb), 5-letnie do 4,87 (wzrost o 20pb), a 10-letnie do 5,04 (wzrost o 27pb). W zeszłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku wzrostu rentowności na rynkach bazowych. Uważamy, że sprzyjała temu zmniejszająca się w ocenie części inwestorów przestrzeń do obniżek stóp procentowych w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC, które może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Ponadto uważamy, że krajowe publikacje danych o produkcji przemysłowej (czwartek) i sprzedaży detalicznej (piątek) mogą sprzyjać spadkowi stawek IRS. Pozostałe 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.

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	4,7	
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	4,4	
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	-0,6	
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	1064		
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	1,5		
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	6,6		

* 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	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	-1,4	0,7	1,2	1,4	2,0	-0,2	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-0,7	0,1	0,5	0,1	1,8	-0,9	0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,4	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	1,0	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 16.12.2024 r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	4,8	5,2	4,6
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	3,4	3,5	3,4
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	5,3	5,2	5,3
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	43,0		43,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	49,5		49,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	45,2		45,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	48,3		48,2
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Listopad	4,1	4,4	4,2
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	31,2		12,0
Wtorek 17.12.2024 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	85,7		85,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,4	0,4	0,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	-0,3	0,3	0,3
Środa 18.12.2024 r.						
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1419	1426	1431
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Listopad	1311	1331	1342
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Grudzień	4,75	4,50	4,50
Czwartek 19.12.2024 r.						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	4,7	-2,0	-0,2
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-5,2	-3,9	-3,9
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	10,2	10,2	9,9
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	-0,5	-0,6	-0,6
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Grudzień	4,75		4,75
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	2,8	2,8	2,8
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	-5,5		2,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	3,96	4,12	4,05
Piątek 20.12.2024 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Listopad	2,3	1,0	2,1
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Listopad	1,3	0,5	1,0
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Listopad	2,3	2,5	2,5
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Listopad	2,8	2,8	2,9
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	74,0	75,0	74,0

* 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


Jakub BOROWSKI

 Główny Ekonomista
 tel.: 600 457 021

jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krzysztof JAWORSKI

 Starszy Ekonomista
 tel.: 512 191 822

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl
Jakub OLIPRA

 Starszy Ekonomista
 tel.: 518 003 696

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Arturem Arutyunyanem: aarutyunyan@credit-agricole.pl

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