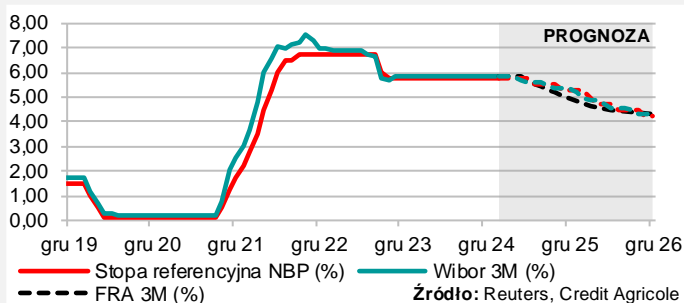


W tym tygodniu

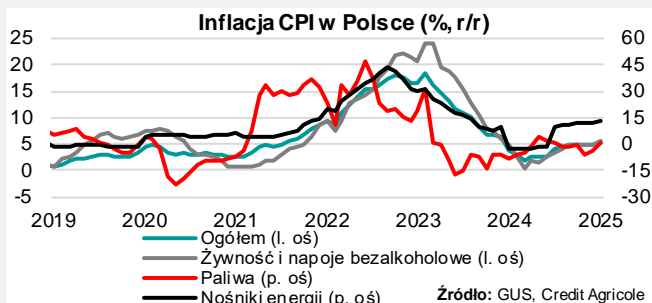
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75%). Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej są wypowiedzi prezesa NBP na

konferencji prasowej po lutym posiedzeniu, który stwierdził wówczas, że nie ma obecnie żadnych przesłanek do zmiany stóp procentowych. Oczekujemy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w lutym. W tym tygodniu zostaną zaprezentowane również wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP. Naszym zdaniem, z uwagi na wyższy punkt startowy, prognoza tempa wzrostu PKB zostanie najprawdopodobniej zrewidowana lekko w górę względem scenariusza przedstawionego w listopadzie. Z kolei ścieżka inflacji zostanie zrewidowana znacząco w dół w 2025 r. z uwagi na przedłużenie zamrożenia cen nośników energii przez rząd (listopadowa projekcja zakładała ich uwolnienie na początku br.) oraz wyraźnie niższą cenę ropy naftowej na światowym rynku nominowaną w złotych, która oddziałuje w kierunku obniżenia prognozowanej ścieżki dynamik cen paliw. Z kolei prognoza inflacji na 2026 r. najprawdopodobniej zostanie zrewidowana istotnie w górę z uwagi na efekty niższej bazy z 2025 r. Horyzont projekcji zostanie wydłużony do 2027 r. Oczekujemy, że prognozowana wówczas inflacja przez NBP będzie kształtowała się blisko celu inflacyjnego. 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 perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Szczególnie interesujące będą informacje dotyczące terminu potencjalnych obniżek stóp procentowych. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Kolejnym istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o lutowej inflacji w Polsce. Jednocześnie podane zostaną nowe wagi kategorii koszyka inflacyjnego i zrewidowany zostanie poziom inflacji w styczniu. Oczekujemy, że roczna dynamika cen zwiększyła się do 5,5% wobec 5,3% w styczniu. W

kierunku wzrostu inflacji ogółem oddziaływała głównie wyższa dynamika cen żywności. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (5,4%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

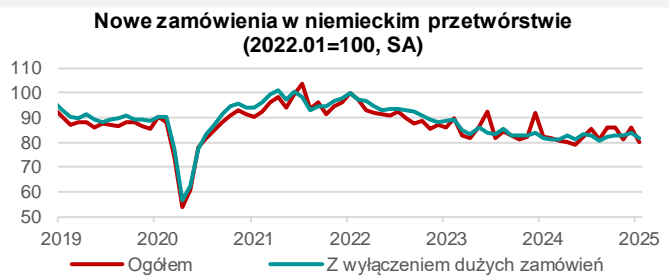


W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Prognozujemy, że inflacja ogółem w lutym spadła do 2,9% r/r wobec 3,0% w styczniu. Podobnie inflacja bazowa obniżyła się naszym zdaniem do 3,2% r/r w lutym wobec 3,3% w styczniu. Pomimo nieznacznego spadku materializacja naszej prognozy będzie stanowiła potwierdzenie uporczywości presji inflacyjnej w USA. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (64,5 pkt. w marcu wobec 64,7 pkt. w lutym) wskaże na

nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

Dzisiaj rano opublikowane zostały dane z niemieckiej gospodarki.

Produkcja przemysłowa zwiększyła się w styczniu o 2,0% m/m wobec spadku o 1,5% w grudniu (rewizja w górę z -2,4%), kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 1,5%). Wzrost produkcji przemysłowej wynikał z wyższej



Źródło: Datastream, Credit Agricole

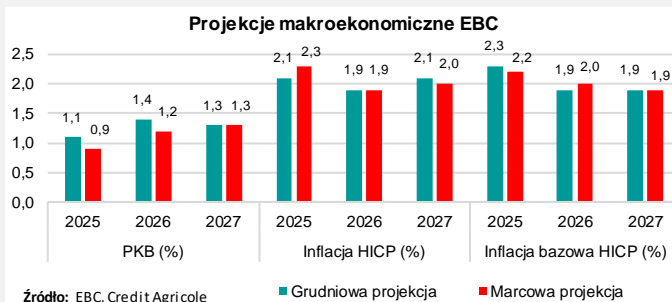
produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miało jej obniżenie w energetyce i budownictwie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy z kolei dane o zamówieniach w przetwórstwie, które zmniejszyły się w styczniu o 7,0% m/m wobec wzrostu o 5,9% w grudniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-2,8%). Wzrost zamówień miał szeroki zakres i został odnotowany zarówno w przypadku zamówień krajowych, jak i zagranicznych, przy czym zamówienia krajowe obniżyły się aż o 13,2% m/m. W ujęciu sektorowym za silny spadek zamówień w grudniu odpowiadały przede wszystkim niższe zamówienia w kategorii „pozostały sprzęt transportowy” (spadek o 17,6% m/m w styczniu), który nastąpił po ich silnym wzroście w grudniu o 54,6%. W kategorii tej uwzględniane są m.in. statki, samoloty, pociągi czy pojazdy wojskowe. Stąd zamówienia w tej kategorii charakteryzują się relatywnie dużą wartością i jednocześnie wysoką zmiennością, co przyczynia się do dużych wahań zamówień w przetwórstwie ogółem. Po wyłączeniu tzw. dużych zamówień, nowe zamówienia zmniejszyły się o 2,7%, co odzwierciedla niższe zamówienia w większości raportowanych kategorii i wskazuje na pogorszenie perspektyw aktywności w niemieckim przetwórstwie. Spadek zamówień został odnotowany m.in. w branżach „komputery, wyroby elektroniczne i optyczne” (-13,0%), „produkcja maszyn i urządzeń” (-10,7%), „chemikalia i wyroby chemiczne” (-4,9%), czy też „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” (-2,8%). Dzisiaj opublikowane zostały także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zmniejszyło się w styczniu do 16,0 mld EUR wobec 20,7 mld EUR w grudniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (20,6 mld EUR). Jednocześnie odnotowano silny spadek dynamiki eksportu (-2,5% m/m w styczniu wobec 2,5% w grudniu) oraz lekkie obniżenie dynamiki importu (1,2% wobec 1,6%), które ukształtowały się odpowiednio poniżej i powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 0,5% i 0,8%). Wyraźne obniżenie eksportu stanowi duże zaskoczenie i może wskazywać na pogarszające się perspektywy popytu zagranicznego na towary z Niemiec. Styczeniowe dane są zaskoczeniem w świetle poprawy nastrojów w niemieckim przemyśle, sygnalizowanej przez lutowe dane o koniunkturze (PMI). Uważamy, że dane z Niemiec są neutralne dla rynków finansowych.

Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Fitch. W listopadzie 2024 r. agencja Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch zaznaczył wtedy, że obecny rating z jednej strony odzwierciedla zdywersyfikowaną gospodarkę, dobrą sytuację w zakresie bilansu płatniczego oraz silne fundamenty polskiej gospodarki wspierane przez członkostwo w UE. Z drugiej strony wskaźniki opracowane przez Bank Światowy dotyczące praworządności, poziomu deficytu sektora finansów publicznych i PKB per capita kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating A. Agencja Fitch odnotowała wówczas pozytywny fakt odblokowania dostępu do środków unijnych. Oczekujemy, że agencja Fitch potwierdzi w tym tygodniu zarówno rating Polski, jak i jego perspektywę, co będzie neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

W zeszłym tygodniu

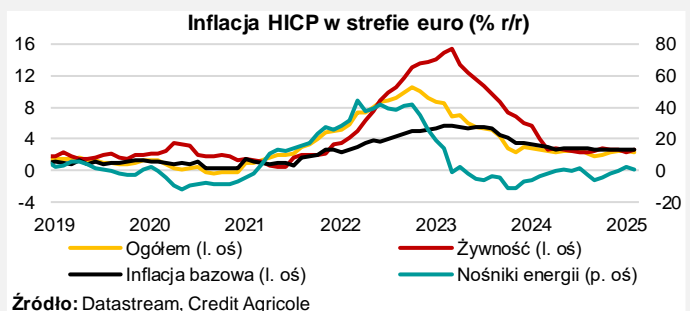
▾ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w lutym o 151 tys. wobec wzrostu o 125 tys. w styczniu (rewizja w dół ze 143 tys.) i ukształtowało się lekko poniżej oczekiwań rynku (160 tys.) zgodnych z naszą prognozą. Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+73,0 tys.), w sektorze finansowym (+21,0 tys.) oraz w budownictwie (+19,0 tys.). Z kolei do spadku zatrudnienia doszło w turystyce i rekreacji (-16,0 tys.), handlu detalicznym (-6,3 tys.) oraz w usługach biznesowych (-2,0 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w lutym do 4,1% wobec 4,0% w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (4,0%). Jednocześnie w strukturze danych na uwagę zasługuje wzrost liczby osób pracujących w niepełnym wymiarze godzin z przyczyn ekonomicznych, co może sugerować pogarszającą się sytuację na amerykańskim rynku pracy. Niemniej, mimo odnotowanego w lutym wzrostu, stopa bezrobocia w USA pozostaje poniżej stopy bezrobocia naturalnego, szacowanej przez Fed na poziomie 4,2%. Współczynnik aktywności zawodowej zmniejszył się w lutym do 62,4% wobec 62,6% w styczniu i tym samym pozostaje poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (63,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego zwiększyła się w lutym do 4,0% r/r wobec 3,9% w styczniu. W naszej ocenie wskazuje to, że presja płacowa w amerykańskiej gospodarce pozostaje na podwyższonym poziomie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla amerykańskiego przetwórstwa zmniejszył się w lutym do 50,3 pkt wobec 50,9 pkt w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt). Mimo spadku, indeks utrzymał się powyżej granicy 50 pkt, co wskazuje na kontynuację ekspansji w sektorze przetwórczym. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, produkcji i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady dla zapasów i czasu dostaw. W lutym odnotowano silny spadek nowych zamówień, co może sygnalizować ograniczenie aktywności w amerykańskim przetwórstwie w kolejnych miesiącach. Ankietowane firmy sygnalizowały większą ostrożność odbiorców, wynikającą z niepewności gospodarczej związanej m.in. z polityką handlową administracji D. Trumpa. Z kolei indeks ISM dla usług zwiększył się w lutym do 53,5 pkt. wobec 52,8 pkt. w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (53,5 pkt.). W kierunku zwiększenia indeksu oddziaływały wyższe wkłady 3 z 4 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał nieznacznie niższy wkład składowej dla aktywności biznesowej. W danych na uwagę zasługuje nadal wysokie tempo wzrostu cen w usługach, sygnalizując utrzymującą się podwyższoną presję kosztową w tym sektorze. Ze względu na obserwowane w ostatnim czasie wyraźne pogorszenie nastrojów konsumenckich, związane w dużym stopniu z wysoką niepewnością wynikającą z polityki celnej administracji D. Tumpa, dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w I kw. do 1,9% wobec 2,3% w IV kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,9% wobec 2,8% w 2024 r. Jednocześnie podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb w czerwcu i o 25pb we wrześniu).

▾ **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 2,65%, a stopa depozytowa



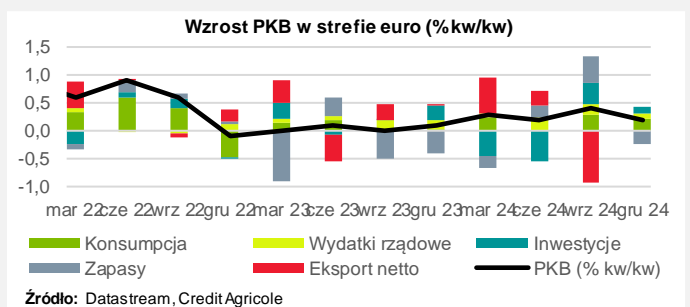
2,50%. W komunikacie utrzymano deklarację, zgodnie z którą kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. W komunikacie został jednak dodany zapis, zgodnie z którym „*polityka pieniężna staje się znacząco mniej restrykcyjna, ponieważ obniżki stóp procentowych wpływają na spadek kosztu kredytów dla firm i gospodarstw domowych i dynamika kredytów się zwiększa*”. W naszej ocenie wskazuje to, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych jest już niewielka. Po posiedzeniu opublikowana została również marcowa projekcja EBC. Ścieżka PKB uległa nieznacznemu obniżeniu. W przypadku ścieżki inflacji bazowej zrewidowana w dół została prognoza na 2025 r., podczas gdy podniesiono prognozę na 2026 r. Konferencja prasowa nie dostarczyła nowych istotnych informacji z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro. Prezes EBC Ch. Lagarde powtórzyła, że EBC będzie podejmował swoje kolejne decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych w oparciu o napływające dane. Nasz scenariusz bazowy zakłada jeszcze jedną obniżkę stóp w kwietniu i zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, ale oceniamy go jako coraz mniej prawdopodobny. Jeśli EBC zdecyduje się na obniżkę w kwietniu, to istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że dokona jeszcze przynajmniej jednej obniżki (w czerwcu lub w sierpniu). Z kolei jeśli EBC wstrzyma się z kwietniową obniżką to nastąpi ona najprawdopodobniej dopiero w czerwcu lub później, niemniej będzie to ostatnia obniżka w tym cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

Zgodnie z wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zmniejszyła się w lutym do 2,4% r/r z 2,5% w styczniu, kształtując się zgodnie z konsensem rynkowym i nieznacznie poniżej naszej prognozy (2,5%). Do zmniejszenia inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen nośników energii (0,2% wobec 1,9%), podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen żywności (2,7% wobec 2,3%).



inflacja bazowa obniżyła się w lutym do 2,6% r/r z 2,7% w styczniu, co wynikało głównie ze spadku dynamiki cen usług (3,7% w lutym wobec 3,9% w styczniu), podczas gdy dynamika cen towarów bazowych zwiększyła się (0,6% wobec 0,5%). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja bazowa będzie się stopniowo obniżać, jednak proces ten będzie powolny, a jej poziom osiągnie około 2% dopiero w I kw. 2026 r. Dostrzegamy rosnące ryzyko, że nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC w kwietniu 2025 r. dokona ostatniej obniżki stóp procentowych o 25pb i osiągną one docelowy poziom (2,25% w przypadku stopy depozytowej) się nie zrealizuje (patrz powyżej).

Zgodnie z finalnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w IV kw. do 0,2% wobec 0,4% w III kw. 2024 r., kształtując się powyżej drugiego szacunku (+0,1%). W ujęciu rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 1,2% r/r w IV kw. wobec 0,9% w III kw. i 0,9% w drugim szacunku.

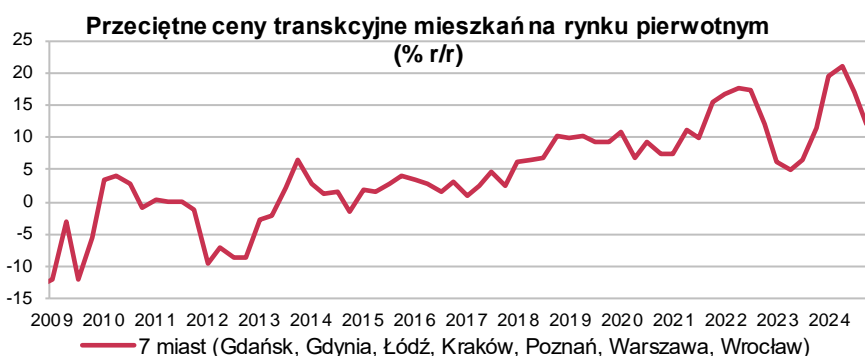


Zmniejszenie kwartalnej dynamiki PKB w strefie euro wynikało z niższych wkładów zapasów, inwestycji, konsumpcji prywatnej i wydatków rządowych, podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład eksportu netto. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w IV kw. w strefie euro była konsumpcja prywatna, podczas gdy w III kw. były to zapasy. Ze względu na wysoką niepewność geopolityczną związaną w dużym stopniu z polityką celną administracji D. Trumpa

dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wzrośnie w I kw. do 0,3%, a w całym 2025 r. PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększy się o 1,0% r/r wobec wzrostu o 0,8% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Saldo bilansu handlowego wzrosło w okresie styczeń - luty do 170,5 mld USD wobec 104,8 mld USD w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (143,1 mld USD). Dynamika eksportu w okresie styczeń-luty obniżyła się do 2,3% r/r wobec 10,7% w grudniu, a dynamika importu spadła do -8,4% r/r wobec 1,1% w grudniu. Osłabienie eksportu jest częściowo efektem wcześniejszego przyspieszenia wysyłek przed lutowymi podwyżkami amerykańskich ceł na chińskie towary, a także pierwszych skutków tych restrykcji. Dynamika eksportu obniżyła się w większości kategorii, a szczególnie silnie w przypadku samochodów, części samochodowych, pozostałego sprzętu transportowego, mebli i tekstyliów. W ujęciu geograficznym doszło do wyhamowania wzrostu eksportu do wszystkich kluczowych partnerów handlowych, w tym USA, UE i ASEAN i LATAM. Z kolei spadek importu w Chinach w pierwszych dwóch miesiącach roku wynikał przede wszystkim z osłabienia popytu wewnętrznego oraz skutków nowych restrykcji nałożonych przez USA na eksport zaawansowanych technologii do Chin. Dodatkowo, niższy import surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, węgla i gazu, sugeruje słabszy popyt ze strony sektora przemysłowego. Obniżone dynamiki eksportu i importu wskazują na pogorszący się perspektywy chińskiego handlu zagranicznego, co wynika zarówno z osłabienia popytu wewnętrznego, jak i sytuacji geopolitycznej. Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą roczna dynamika PKB w Chinach zmniejszy się w I kw. do 5,1% wobec 5,4% w IV kw. 2024 r. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach obniży się w 2025 r. do 4,2% wobec 5,0% w 2024 r. Uważamy, że bez istotnego zwiększenia skali stymulacji fiskalnej, cel dla wzrostu gospodarczego ustalony na 2025 r. na poziomie ok. 5% będzie trudny do osiągnięcia.

Spadek cen mieszkań będzie krótkotrwały

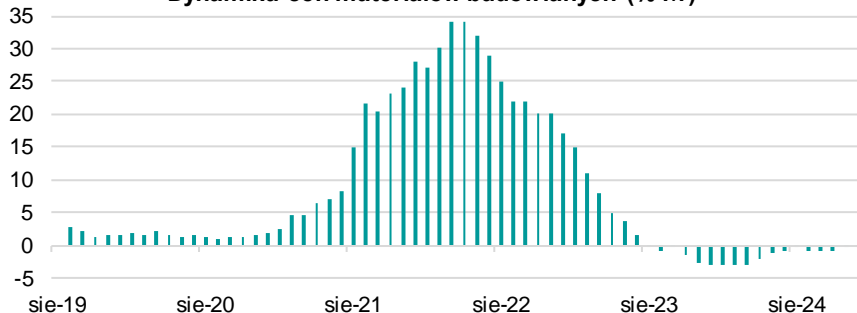


Źródło: NBP, Credit Agricole

W MAKROmapie z 16.10.2023 przedstawiliśmy naszą prognozę kształtowania się cen mieszkań w perspektywie średniookresowej. Prognozowaliśmy wówczas, że wzrost cen mieszkań na rynku pierwotnym przyspieszy w 2024 r. Prognoza ta zmaterializowała się, choć skala zwiększenia rocznej dynamiki cen pomiędzy 2023 r. i 2024 r. była większa niż zakładaliśmy. Zgodnie z danymi NBP, przeciętna cena transakcyjna na rynku pierwotnym dla 7 największych miast w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław) odnotowana w 2024 r. wyniosła 13 965 zł/m² wobec 11 902 zł/m², a tempo jej wzrostu zwiększyło się do 17,3% r/r w 2024 r. z 7,3% w 2023 r. Poniżej przedstawiamy aktualizację naszej prognozy.

Nasz model ekonometryczny, który wykorzystujemy do objaśnienia rocznej dynamiki cen mieszkań uwzględnia głównie czynniki charakterze popytowym i cenowo-kosztowym. Wśród zmiennych objaśniających można wymienić opóźnioną dynamikę cen, która reprezentuje inercję rynku mieszkaniowego. Drugą zmienną jest stopa bezrobocia BAEL, która reprezentuje w modelu wpływ zmian popytu mieszkaniowego ze strony gospodarstw domowych na kształtowanie się cen mieszkań. Stopa

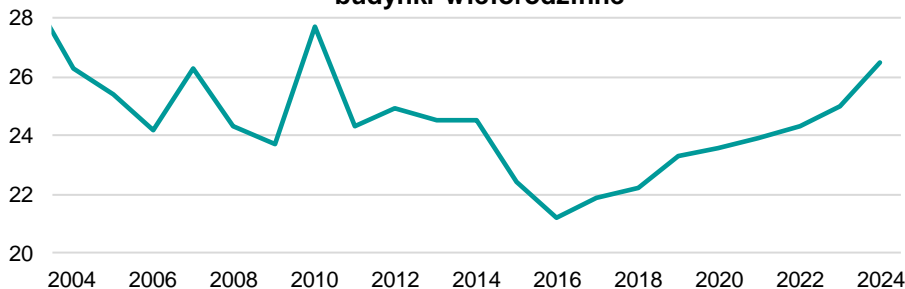
Dynamika cen materiałów budowlanych (% r/r)



Źródło: PBS, Credit Agricole

finalnej cenie nieruchomości. Warto zwrócić uwagę, że ceny materiałów budowlanych spadają już od sierpnia 2023 r., co będzie czynnikiem ograniczającym wzrost cen nieruchomości w najbliższych miesiącach. Skala tego oddziaływania jest jednak niewielka. Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego, spadek cen materiałów o 10% oddziałuje w kierunku obniżenia cen mieszkań o ok. 2%.

Przeciętny czas trwania budowy w miesiącach - budynki wielorodzinne

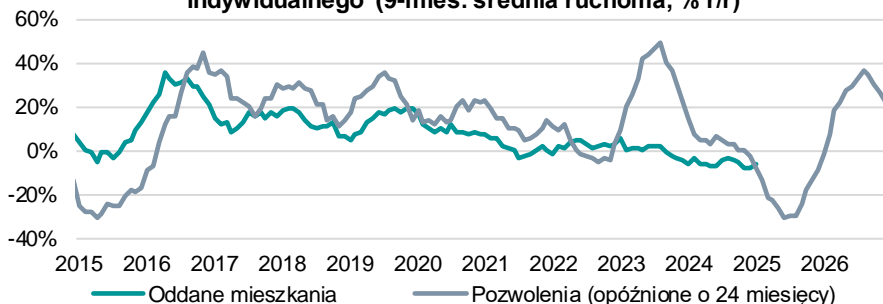


Źródło: GUS, Credit Agricole

*2024 - dane za I-III kw.

programów wsparcia kredytobiorców. Oprócz wspomnianych czynników o charakterze popytowym, chcielibyśmy również zwrócić uwagę na inny ważny czynnik cenotwórczy, czyli oczekiwane kształtowanie się podaży mieszkań na rynku pierwotnym. Wielkość podaży mieszkań, czyli liczby oddanych mieszkań, w średnim okresie można oszacować na podstawie liczby rozpoczętych budów mieszkań. Zgodnie z danymi GUS, przeciętny czas trwania budowy mieszkań w przypadku budynków wielorodzinnych, które zostały oddane do użytku w ciągu ostatnich pięciu lat, był zbliżony do 2 lat. Warto zwrócić uwagę, że od 2016 r. ten czas stopniowo się wydłużał i w okresie I-III kw. osiągnął wartość największą od 2010 r. (26,5 miesięcy, por. wykres). Znając przybliżony czas budowy mieszkań możemy oszacować z jakim opóźnieniem wydane pozwolenia znajdą odzwierciedlenie w liczbie ukończonych mieszkań, czyli podaży nowych mieszkań. W dalszej analizie skupiamy się na danych z wyłączeniem budownictwa indywidualnego (głównie budowy domów realizowane na użytek własny), gdyż w zanedbywalnym stopniu oddziałuje ono w kierunku zwiększenia podaży mieszkań ujętych w statystykach cenowych NBP.

Pozwolenia na budowę i oddane mieszkania (z wył. bud. indywidualnego (9-mies. średnia ruchoma, % r/r)



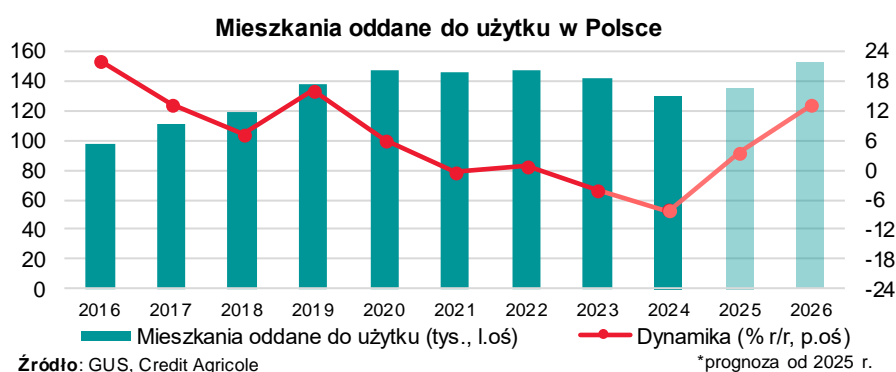
Źródło: GUS, Credit Agricole

bezrobocia pozwala na uchwycenie jednocześnie wielu czynników determinujących popyt mieszkaniowy z punktu widzenia sytuacji na rynku pracy (zmiany wynagrodzeń, zdolności kredytowej, obaw o utratę pracy, etc.). Trzecia zmienna to ceny materiałów budowlanych, które obrazują koszty budowy mieszkań znajdujące odzwierciedlenie w

Nasz model jest uproszczeniem rzeczywistości i nie pozwala na uchwycenie szerokiego zakresu czynników oddziałujących na ceny nieruchomości. Wśród nich można wymienić m.in. zmiany akcji kredytowej i popytu gotówkowego na mieszkania, restrykcyjność polityki pieniężnej, jak również cenowe efekty rządowych

Do początku 2023 r. roczna dynamika wydanych pozwoleń na budowę (opóźniona o 24 miesiące) wykazywała silną dodatnią korelację z bieżącym tempem wzrostu oddanych mieszkań. W naszej analizie skorzystaliśmy ze średnich 9-miesięcznych, aby wyeliminować szum w danych. Niemniej jednak w 2023 r. korelacja ta uległa znaczącemu osłabieniu. Korzystając

z właściwości wyprzedzających wspomnianej zależności można byłoby oczekiwać, że podaż mieszkań (tj. liczba oddanych mieszkań) na rynku pierwotnym silnie wzrośnie w latach 2023-2024. Niemniej jednak taki scenariusz nie zmaterializował się. Lata 2022-2024 obfitowały w szoki, które oddziaływały w kierunku wydłużenia procesu budowy. Wybuch wojny w Ukrainie oddziaływał w kierunku odpływu pracowników-immigrantów z placów budowy. Ponadto przyczynił się on do silnego wzrostu cen materiałów budowlanych oraz zwiększenia niepewności. Z kolei wysoka inflacja prowadziła do zwiększonej presji na wzrost wynagrodzeń, co stanowiło dodatkowe obciążenie finansowe dla realizowanych projektów budowlanych. Wzrost stóp procentowych oddziaływał zarówno w kierunku zmniejszenia popytu na mieszkania, jak również w kierunku wzrostu kosztów obsługi zadłużenia firm z branży budowlanej. Prowadziło to do pogorszenia sytuacji finansowej deweloperów. W takiej sytuacji część z nich zwlekała z realizacją inwestycji na gruntach z już udzielonymi pozwoleniami albo realizowała inwestycje etapami w miarę wyprzedawania lokali, co wydłużało czas ich realizacji. W takich warunkach część deweloperów starała się przeczekać sytuację spowalniając realizację projektów budowlanych z uwagi na obawy o popyt na lokale, rosnące i nieprzewidywalne koszty budowy, oraz wyhamowanie dotychczasowego wzrostu cen nieruchomości. Ograniczenie podaży miało również na celu utrzymanie wysokich marż deweloperów. Do spowolnienia budów przyczyniła się również spadająca dostępność łatwych do zagospodarowania gruntów w dużych miastach, skutkująca koniecznością inwestowania w mniej dogodnych dla deweloperów lokalizacjach. W rezultacie liczba oddanych mieszkań zmniejszyła się o 4,0% r/r w 2023 r. i 8,3% w 2024 r.

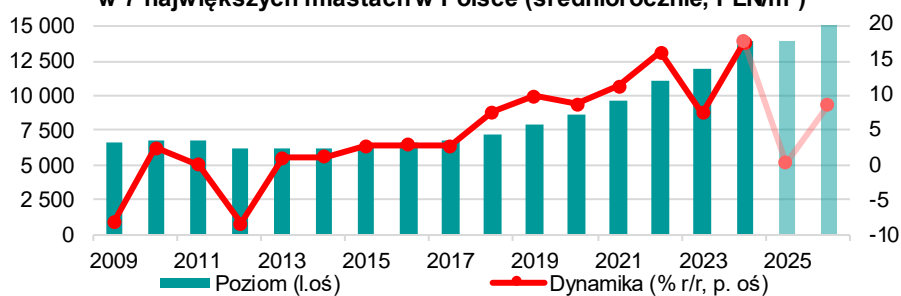


Z punktu widzenia oceny trendów cenowych na rynku mieszkaniowym ważne jest trafne zaprognozowanie liczby podaży nowych mieszkań na rynku. W tym celu wykorzystaliśmy model ekonometryczny zaprezentowany w MAKROmapie z 23.09.2024, który tłumaczy roczną dynamikę liczby oddanych mieszkań (wygładzonej 9-miesięczną średnią krocząca). Kluczową zmienną w

modelu jest dynamika rozpoczętych budów opóźniona o 24 miesiące, reprezentująca w modelu podstawową zależność czasową pomiędzy rozpoczęciem i zakończeniem budowy, która historycznie była główną determinantą liczby oddanych mieszkań. Uważamy, że ta zależność może przejściowo ulegać skróceniu lub wydłużeniu ze względu na oddziaływanie innych czynników, które uwzględniamy w modelu z użyciem pozostałych dwóch zmiennych objaśniających. Jednym z nich jest dynamika cen produkcji budowlano-montażowej w zakresie budowy budynków, opóźniona o 12 miesięcy, której wzrost w latach 2022-2023 spowalniał realizację projektów i był skorelowany z oczekiwanym poziomem stóp procentowych, co wpływało na czas budowy. Trzecim czynnikiem jest tempo wzrostu PKB opóźnione o 4 kwartały, które odzwierciedla ogólną sytuację gospodarczą w Polsce w trakcie realizacji inwestycji, wpływając na decyzje deweloperów i aktywność w sektorze budowlanym. Na podstawie wyników modelowania ekonometrycznego oczekujemy wzrostu liczby oddanych mieszkań w br. o 3,5% w porównaniu do 2024 r. i o kolejne 13,0% r/r w 2026 r.

Uwzględniając wyniki modelowania ekonometrycznego oraz oczekiwane zmiany w zakresie kształtowania się podaży mieszkań, w I poł. 2025 r. oczekujemy nieznacznego spadku cen mieszkań (po 1,5% kw/kw w I i II kw.), z uwagi na istotne osłabienie popytu względem poprzednich kwartałów. Jest to związane z utrzymywaniem przez NBP wciąż relatywnie wysokiego poziomu stóp procentowych, jak również zakończeniem dotychczasowych rządowych programów wsparcia dla kredytobiorców. Spowolnienie wzrostu cen mieszkań obserwowane w ostatnich kwartałach będzie również wpływać niekorzystnie na popyt ze strony osób nabywających lokale w celach spekulacyjnych. W kierunku potencjalnej korekty na

Ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym w 7 największych miastach w Polsce (średniorocznie, PLN/m²)*



Źródło: NBP, Credit Agricole

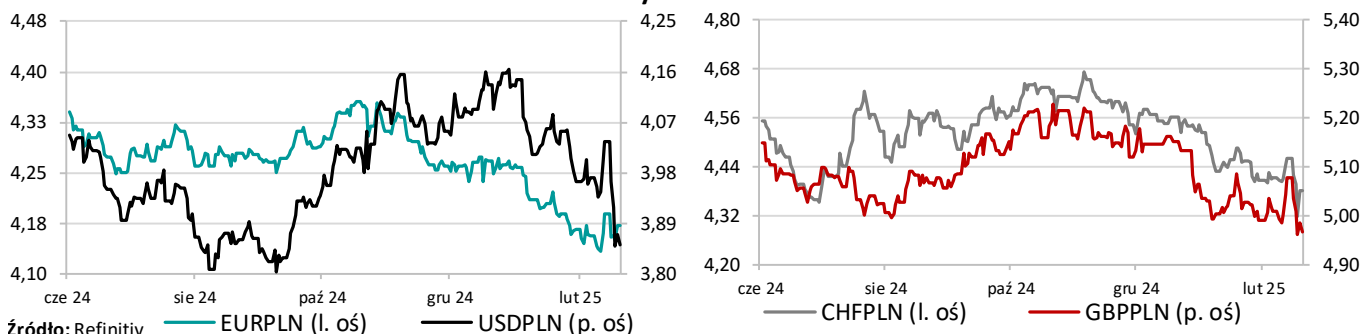
*od 2025 r. prognoza

ryнку nieruchomości w 2025 r. mogą również oddziaływać rosnące zapasy niesprzedanych mieszkań na rynkach pierwotnym i wtórnym. Spadek cen mieszkań będzie jednak naszym zdaniem nieznaczny z uwagi na dobrą sytuację makroekonomiczną (wyraźne ożywienie gospodarcze, znaczący wzrost wynagrodzeń, oraz niskie bezrobocie), która w sposób

fundamentalny podtrzymuje popyt na mieszkania. Istotnym czynnikiem łagodzącym potencjalny spadek cen jest również niskie zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych. Pomimo wzrostu liczby mieszkań dostępnych na rynku na przestrzeni ostatnich lat, liczba mieszkań przypadająca na 1000 osób w Polsce pozostaje znacząco poniżej średniej dla Unii Europejskiej. Uważamy, że spadek cen będzie krótkotrwały, prowadząc do stabilizacji cen w II poł. 2025 r., oraz ponownego wzrostu cen mieszkań w 2026 r. Głównym czynnikiem napędzającym wzrost cen będą rosnące koszty w budownictwie materializujące się w warunkach zwiększonej absorpcji środków unijnych. Zwiększenie kosztów będzie wynikało zarówno ze wzrostu cen materiałów budowlanych, jak i ze wyższych płac wynikających z niedoboru pracowników. Kolejnym istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen będzie ożywienie popytu, związane z oczekiwanymi przez nas obniżkami stóp procentowych NBP w II poł. 2025 r. i w 2026 r. Zgodnie z naszymi szacunkami w 2026 r. niedobór pracowników w budownictwie może wynieść ok. 10% liczby pracujących w tym sektorze. Podsumowując, prognozujemy, że średnioroczna dynamika cen mieszkań wyniesie 0,0% r/r w br. i 8,2% w 2025 r. (por. wykres).

Czynniki geopolityczne sprzyjają wysokiej zmienności kursu złotego

Kursy walutowe



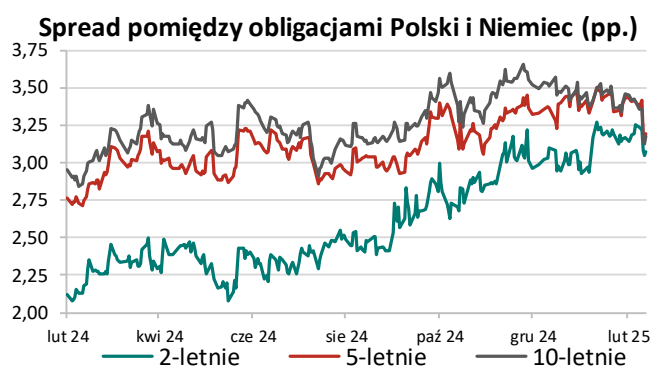
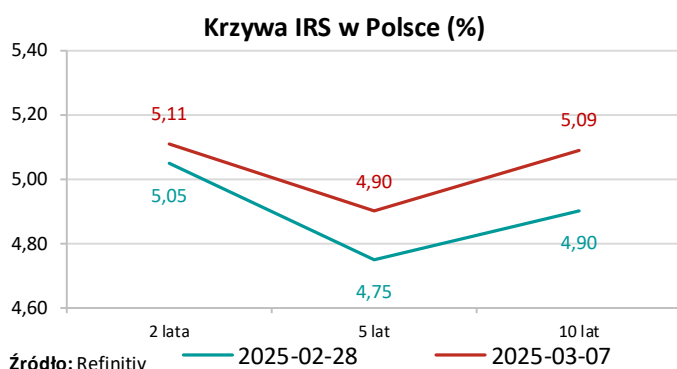
Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1726 (umocnienie złotego o 0,4%). W ubiegłym tygodniu kurs złotego charakteryzował się relatywnie wysoką na tle ostatnich tygodni zmiennością. Sprzyjały temu wzrost napięcia geopolitycznego związanego z sytuacją na Ukrainie, w szczególności informacje ze strony administracji D. Trumpa nt. wycofywania się z pomocy dla Ukrainy, a także deklaracje części krajów UE dotyczące istotnego zwiększenia wydatków na obronność. Istotnym źródłem zmienności pozostaje również utrzymująca się podwyższona niepewność związana z polityką celną USA.

W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego osłabienia dolara względem euro. Sprzyjała temu wyprzedaż na amerykańskiej giełdzie związana z obawami części inwestorów, że działania administracji D. Trumpa wywołają recesję. W kierunku umocnienia euro oddziaływała również decyzja Niemiec o istotnym zwiększeniu wydatków na obronność, co zwiększyło oczekiwania na przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro.

W tym tygodniu istotna dla inwestorów będzie czwartkowa konferencja prezesa NBP, która może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego. W kierunku spadku kursu EURPLN może oddziaływać natomiast zaplanowana na piątek publikacja krajowych danych o inflacji. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Istotne z punktu widzenia kształtowania kursu złotego pozostaną kolejne decyzje administracji D. Trumpa dotyczące polityki gospodarczej (głównie polityki celnej), a także rozmowy w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie, które będą sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty.

Wzrost stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,11 (wzrost o 6pb), 5-letnie do 4,90 (wzrost o 15pb), a 10-letnie do 5,09 (wzrost o 19pb). W zeszłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim. Do zwiększenia rentowności niemieckich obligacji doprowadziła zapowiedź silnego zwiększenia wydatków na obronność przez Niemcy. Wzrost rentowności niemieckich obligacji był silniejszy niż polskich – w efekcie, w ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego spadku spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami.

W tym tygodniu podwyższonej zmienności stawek IRS będzie sprzyjać zaplanowana na czwartek zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego. Z kolei piątkowe dane o inflacji w Polsce mogą sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu istotne dla krzywej pozostaną kolejne decyzje administracji D. Trumpa dotyczące polityki gospodarczej (głównie celnej), a także rozmowy w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie, które mogą sprzyjać zwiększonej zmienności stawek IRS. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej ewentualny wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25
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*	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,18
Kurs USDPLN*	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,98
Kurs CHFPLN*	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,49
Inflacja CPI (r/r, %)	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	5,3	5,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	4,1	4,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-1,0	-2,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-0,9	-1,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	4,3	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	8,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,5	
Saldo ROB (mln EUR)	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-33	-803	851		
Eksport (r/r, %, EUR)	2,0	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	2,1	-3,1	-0,3	3,5		
Import (r/r, %, EUR)	2,1	-7,2	5,6	0,9	1,4	9,8	5,5	5,7	6,6	-0,4	3,9	8,9		

* 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	3,2	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	3,5	2,5	2,1	2,0	1,8	3,1	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	1,3	5,6	7,7	8,9	8,8	1,5	8,1	7,3	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	2,9	-0,7	0,5	4,6	5,7	4,3	7,1	1,2	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, %, r/r)	2,3	5,7	1,9	3,3	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	1,8	1,5	1,2	1,2	0,9	1,8	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	0,3	0,7	1,2	1,4	2,0	0,3	1,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-1,3	0,1	0,5	0,1	1,8	-1,0	0,6	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,5	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	1,5	0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,4	10,1	8,3	7,1	6,5	13,7	8,0	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,6	3,1	3,1	3,6	3,9	2,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,84	5,85	5,60	5,48	5,35	5,84	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	4,27	4,18	4,20	4,20	4,20	4,27	4,20	4,16	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,13	3,98	4,04	4,00	3,93	4,13	3,93	3,78	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
Poniedziałek 10.03.2025 r.					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-2,4	1,5
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Styczeń	20,7	21,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Marzec	-12,7	-11,0
Środa 12.03.2025 r.					
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Marzec	5,75	5,75 5,75
13:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Luty	0,5	0,3 0,3
13:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Luty	0,4	0,3 0,3
Czwartek 13.03.2025 r.					
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-1,1	0,8
Piątek 14.03.2025 r.					
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	5,3	5,5 5,4
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Marzec		
15:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	64,7	64,5 64,0

* 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