




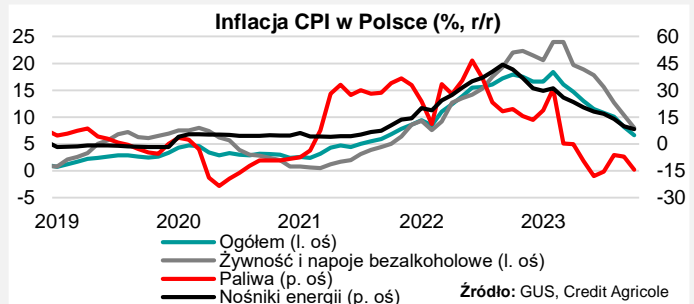


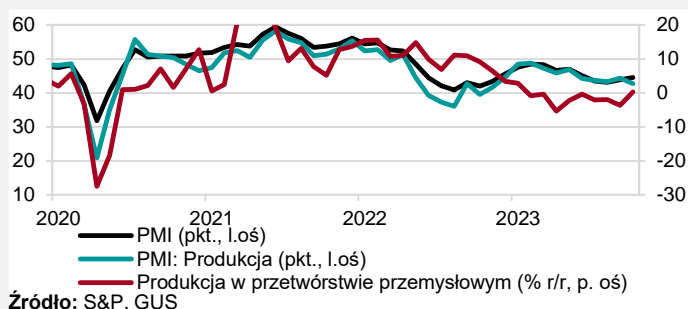
W tym tygodniu

-  **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o inflacji w Polsce.** Naszym zdaniem nie zmieniła się ona w listopadzie względem października i wyniosła 6,6% r/r. Na stabilizację inflacji w listopadzie złożyły się niższa dynamika cen żywności i spadek inflacji bazowej oraz oddziałujące w przeciwną stronę wyższe dynamiki cen nośników energii i paliw. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (6,5%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
-  **W czwartek opublikowany zostanie również finalny szacunek polskiego PKB w III kw. br. wraz z jego strukturą.** Dostrzegamy nieznaczne ryzyko, że tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę względem wstępnego odczytu (0,4% r/r) i wyniesie 0,5% wobec -0,6% w II kw. Naszym zdaniem na wzrost dynamiki PKB w III kw. w porównaniu z II kw. złożyły się wyższe wkłady konsumpcji oraz zapasów, stabilizacja wkładu inwestycji oraz niższy wkład eksportu netto (por. MAKROpuls z 14.11.2023). Oczekujemy, że publikacja danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.
-  **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** W czwartek opublikowane zostaną dane o inflacji PCE. Oczekujemy, że zmniejszyła się ona do 3,0% r/r w październiku wobec 3,4% we wrześniu, przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 3,5% r/r wobec 3,7% we wrześniu. W środę poznamy z kolei drugi szacunek amerykańskiego PKB w III kw. Zakładamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę i wyniesie 5,0% wobec 4,9% we wstępnym szacunku. Prognozujemy, że indeks Conference Board (100,6 pkt. w listopadzie wobec 102,6 pkt. w październiku) wskaże na dalsze pogorszenie nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych. Oczekujemy, że sprzedaż nowych domów obniży się do 720 tys. w październiku wobec 759 tys. we wrześniu, co będzie częściowo stanowiło korektę po silnym wzroście odnotowanym we wrześniu. W piątek poznamy jeszcze wskaźnik ISM dla przetwórstwa, który w naszej ocenie zwiększył się do 48,0 pkt. w listopadzie wobec 46,7 pkt. w październiku. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
-  **W czwartek uką się wstępne dane o inflacji w strefie euro.** Oczekujemy, że inflacja HICP w strefie euro nie zmieni się w listopadzie w porównaniu do października, kształtując się na poziomie 2,9% r/r. Jednocześnie inflacja bazowa spadła do 3,7% r/r w listopadzie wobec 4,2% w październiku. W środę dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczą dane o inflacji w Niemczech. Prognozujemy, że zmniejszyła się ona do 2,6% r/r w listopadzie wobec 3,3% w październiku. Uważamy, że publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla rynków.
-  **W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** W czwartek opublikowany zostanie wskaźnik NBS PMI. Rynek oczekuje, że zwiększy się on w listopadzie nieznacznie do 49,8 pkt. wobec 49,5 pkt. w październiku. W piątek poznamy natomiast indeks Caixin PMI, który według oczekiwań rynkowych obniży się on do 49,3 pkt. w listopadzie wobec 49,5 pkt. w październiku. Oba wskaźniki ukształtują się zatem zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności, wskazując na utrzymywanie się tendencji stagnacyjnych w chińskim przetwórstwie. Materializacja takich prognoz będzie sygnalizowała lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w Chinach w 2024 r. równej 4,4%. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.



Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Standard & Poor's. W czerwcu 2023 r. agencja nie opublikowała aktualizacji raportu dotyczącego oceny wiarygodności kredytowej Polski, a tym samym utrzymała jej długookresowy rating na poziomie A- z perspektywą stabilną. Uważamy, że wydźwięk komunikatu w tym tygodniu będzie dosyć pozytywny. W komunikacie poruszona zostanie zapewne kwestia wygranej opozycji w październikowych wyborach parlamentarnych oraz związanego z tym wzrostu prawdopodobieństwa szybkiego odblokowania funduszy unijnych w ramach KPO. Oczekujemy, że agencja Standard & Poor's utrzyma w tym tygodniu niezmienny rating Polski i jego perspektywę. Stabilizacja ratingu będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

W piątek opublikowane zostaną także dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce. Oczekujemy, że wskaźnik PMI zwiększył się nieznacznie w listopadzie do 45,0 pkt. wobec 44,5 pkt. w październiku, co będzie spójne z poprawą koniunktury GUS oraz wzrostem indeksów PMI dla



przetwórstwa w strefie euro i Niemczech (patrz poniżej). Jeśli w listopadzie utrzymana zostanie tendencja do wyhamowania tempa spadku napływu nowych zamówień, dane mogą być sygnałem punktu zwrotnego w cyklu aktywności w przetwórstwie przemysłowym. Naszym zdaniem publikacja danych PMI będzie neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w październiku o 1,6% r/r wobec spadku o 3,1% r/r we wrześniu, kształtując się zgodnie z konsensusem i powyżej naszej prognozy (-0,5%). Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy wrześniem a październikiem był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w październiku o 0,1% m/m. Z uwagi na oddziaływanie korzystnych efektów kalendarzowych przyspieszenie wzrostu produkcji miało szeroki zakres i zostało odnotowane w większości kategorii. W rezultacie trzy główne segmenty przemysłu, tj. branże eksportowe, powiązane z budownictwem oraz pozostałe kategorie zarejestrowały w październiku wyższą dynamikę produkcji niż we wrześniu (por. MAKROpuls z 24.11.2023). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się w październiku do 9,8% r/r wobec 11,5% we wrześniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (10,5%) i naszej prognozy (10,9%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w październiku o 1,1% m/m. W kierunku obniżenia dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy wrześniem a październikiem oddziaływało jej zmniejszenie w kategoriach „roboty budowlane specjalistyczne” i „budowa budynków”. W kategorii „inżynieria lądowa i wodna” spadek dynamiki produkcji był nieznaczny, a jej wysoki poziom potwierdza, że aktywność w budownictwie jest obecnie wspierana głównie przez dążenie jednostek sektora finansów publicznych do wykorzystania i rozliczenia w br. środków unijnych dostępnych w ramach poprzedniej wieloletniej perspektywy finansowej UE 2014-2020 oraz perspektywę wyborów samorządowych zaplanowanych na kwiecień 2024 r. W najbliższych miesiącach wzrost aktywności w budownictwie będzie coraz silniej wspierany przez ożywienie w budownictwie mieszkaniowym, dynamizowane przez program Bezpieczny Kredyt 2%. Wsparciem dla tego scenariusza jest obserwowana w ostatnich miesiącach stopniowa poprawa wyprzedzających

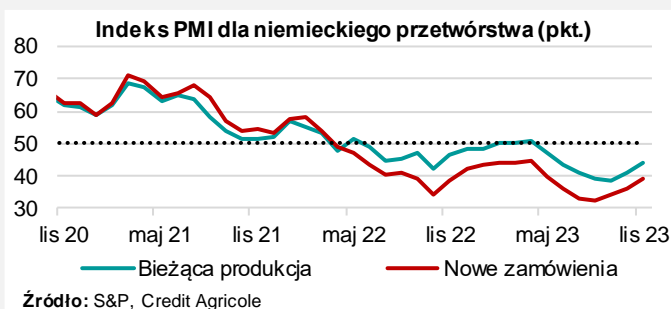
wskaźników koniunktury obrazujących oceny dotyczące oczekiwanego zatrudnienia i krajowego portfela zamówień. Dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej są wsparciem dla naszego scenariusza, w którym utrzymujące się od I kw. br. ożywienie gospodarcze, znajdujące odzwierciedlenie we wzroście odsezonowanego PKB, będzie kontynuowane w IV kw., a roczna dynamika PKB w IV kw. wyraźnie wzrośnie do 1,9% r/r wobec 0,5% w III kw.

- ✔ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wzrosła w październiku do 4,8% r/r wobec 3,6% we wrześniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (4,6%) i naszej prognozy (3,0%).** Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w październiku o 2,1% m/m, a tym samym wzrosła piąty miesiąc z rzędu i ukształtowała się na najwyższym poziomie w historii. Z kolei dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zwiększyła się w październiku do 2,8% r/r (najwyżej od września 2022 r.) wobec -0,3% we wrześniu. Czynnikiem dynamizującym obroty w handlu detalicznym w październiku był utrzymujący się wzrost dynamiki realnego funduszu płac (patrz poniżej), wspierany przez spadek inflacji (por. MAKROpuls z 15.11.2023), a także poprawiające się nastroje konsumenckie sygnalizujące rosnącą skłonność gospodarstw domowych do dokonywania tzw. „ważnych zakupów”. W strukturze październikowej sprzedaży detalicznej w cenach stałych na uwagę zasługuje dalszy wzrost dynamiki sprzedaży w kategorii „pojazdy samochodowe, motocykle, części”, co sygnalizuje rosnącą skłonność gospodarstw domowych do nabywania dóbr trwałego użytku. Niemniej warto zauważyć, że nadal odmienne sygnały dotyczące popytu na dobra trwałe napływają z kategorii „meble, RTV, AGD”, gdzie sprzedaż utrzymuje się na obniżonym poziomie (por. MAKROpuls z 22.11.2023). Październikowe dane o sprzedaży detalicznej sygnalizują, że dynamika konsumpcji w IV kw. może ukształtować się na poziomie wyższym od naszej prognozy (2,3% r/r wobec 1,2% w III kw.).
- ✔ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w październiku do 12,8% r/r wobec 10,3% we wrześniu, kształtując się znacząco powyżej konsensusu rynkowego spójnego z naszą prognozą (11,8%).** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w październiku o 3,2% r/r wobec wzrostu 2,0% we wrześniu. Tym samym był to ich najsilniejszy realny wzrost od sierpnia 2021 r. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia rocznej nominalnej dynamiki wynagrodzeń pomiędzy wrześniem a październikiem były wypłaty nagród i premii w górnictwie. Niemniej jednak, nawet po wyłączeniu tego efektu, dynamika wynagrodzeń zwiększyła się pomiędzy wrześniem i październikiem (por. MAKROpuls z 21.11.2023 r.). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w październiku do -0,1% r/r wobec 0,0% we wrześniu, a tym samym ukształtowała się ona zgodnie z naszą prognozą i poniżej konsensusu rynkowego (0,0%). Jednocześnie był to pierwszy spadek zatrudnienia w ujęciu rocznym od marca 2021 r. W porównaniu z wrześniem zatrudnienie zmniejszyło się w październiku o 2,0 tys. osób. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku zatrudnienia była redukcja etatów w przetwórstwie przemysłowym (spadek o 4,4 tys. osób m/m), co potwierdza kontynuację procesów restrukturyzacyjnych obserwowanych w tym sektorze w ostatnich miesiącach. Wzrost dynamiki realnych płac i spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw znalazły odzwierciedlenie w zwiększeniu realnej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do 3,1% r/r w październiku (najwyżej od kwietnia 2022 r.) wobec 2,0% we wrześniu i 1,1% w III kw. Podtrzymujemy naszą oceną, zgodnie z którą w kolejnych kwartałach nominalna roczna dynamika płac będzie kształtować się w łagodnym trendzie spadkowym, który będzie również obserwowany w przypadku przeciętnego wynagrodzenia w całej gospodarce. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia nominalnego tempa wzrostu płac w kolejnych kwartałach będzie oczekiwany przez nas spadek inflacji i związane z nim zmniejszenie presji płacowej w przedsiębiorstwach.

✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes z listopadowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC stwierdzili, że czynniki ryzyka dla ścieżki inflacji w USA są obecnie symetryczne. Jednocześnie uważają oni, że kolejne decyzje w polityce pieniężnej powinny być podejmowane „ostrożnie”, a polityka pieniężna w USA powinna pozostać restrykcyjna jeszcze przez „pewien czas”. Podobnie do wrześniowego posiedzenia, większość członków FOMC zasugerowała, że kolejna podwyżka stóp procentowych może być odpowiednia, podczas gdy inni członkowie wyrazili pogląd, że dalsze podwyżki stóp byłyby nieuzasadnione. Na listopadowym posiedzeniu FOMC poruszony został również temat oddziaływania zacieśnionych na przestrzeni ostatnich miesięcy warunków na rynku finansowym jako substytutu dla podwyżek stopy funduszy Rezerwy Federalnej. Członkowie FOMC ocenili, że takie zaostrzenie musi się utrzymywać przez dłuższy czas, by mogło być uzupełnieniem dla narzędzi polityki pieniężnej. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Rezerwa Federalna zakończyła w lipcu br. cykl podwyżek stóp procentowych. Oczekujemy, że Rezerwa Federalna rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych w II poł. 2024 r. i obniży stopy procentowe o 25pb w III kw. i o 25pb w IV kw.

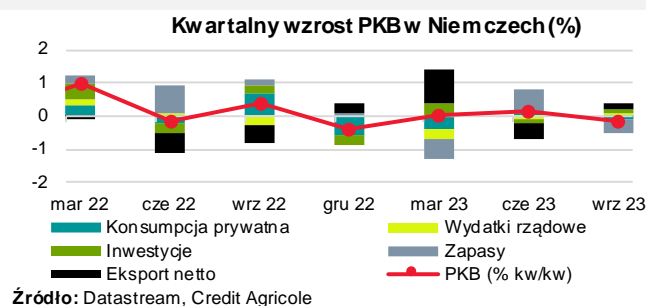
✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Opublikowane zostały dane o zamówieniach na dobra trwałe, które spadły w październiku o 5,4% m/m wobec wzrostu o 4,0% we wrześniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-3,1%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w październiku do 0,0% wobec 0,2% we wrześniu. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe spadła w październiku do 0,6% r/r wobec 1,5% we wrześniu, co wskazuje na pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,79 mln w październiku wobec 3,96 mln we wrześniu), której utrzymujący się obniżony poziom wynika w znacznym stopniu z niskiej podaży domów na rynku wtórnym z uwagi na wysokie koszty refinansowania kredytów hipotecznych. W warunkach wysokich stóp procentowych wiele amerykańskich gospodarstw domowych charakteryzuje się niską skłonnością do sprzedaży nieruchomości i wzięcia kredytu na zakup nowej. Na pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan (61,3 pkt. w listopadzie wobec 63,8 pkt. w październiku i 60,4 pkt. we wstępnym szacunku). Uważamy, że ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykańska gospodarka, mimo wyraźnego spowolnienia w najbliższych kwartałach, uniknie recesji. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w IV kw. do 0,8%, a w I kw. i II kw. 2024 r. wyniesie odpowiednio 0,2% i 0,7%.

✓ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w listopadzie do 47,1 pkt. wobec 46,5 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (46,9 pkt.).** Tym samym indeks już szósty miesiąc z rzędu ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost zagregowanego indeksu PMI wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak i bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym pogorszenie koniunktury odnotowano we Francji, natomiast jej poprawa nastąpiła w Niemczech i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniami. W danych nt. zagregowanego indeksu PMI na szczególną uwagę zasługuje wyraźnie silniejszy spadek aktywności w przetwórstwie niż w usługach. Chociaż w listopadzie odnotowany został w przetwórstwie pierwszy od sześciu miesięcy wzrost indeksu dla nowych zamówień, pozostaje on wyraźnie poniżej granicy 50 pkt., a firmy w dalszym ciągu starają się kompensować obniżony popyt realizacją zaległości



produkcyjnych. Jednocześnie w listopadzie odnotowano pierwszy od stycznia 2021 r. spadek zagregowanego indeksu dla zatrudnienia (w przetwórstwie i usługach) co wskazuje na nasilające się procesy restrukturyzacyjne w strefie euro. Oczekiwania firm dotyczące przyszłej produkcji ogółem (dla przetwórstwa i usług) spadły w listopadzie w porównaniu do października, lecz nadal wskazują na perspektywę nieznacznego wzrostu aktywności w horyzoncie 12 miesięcy. Na brak istotnych sygnałów perspektyw ożywienia produkcji w strefie euro wskazują utrzymujące się na niskim poziomie składowe dla zakupów materiału i zapasów środków produkcji. Ich silny spadek świadczy o tym, że firmy nie spodziewają się ożywienia popytu w najbliższych miesiącach. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 42,3 pkt. wobec 40,8 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (41,2 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla nowych zamówień, przy czym nadal pozostaje ona wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Skutkiem zwiększenia składowej dla nowych zamówień był także wolniejszy spadek bieżącej produkcji. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w obszarze wspólnej waluty w IV kw. (0,0% kw/kw wobec -0,1% w III kw.).

W zeszłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Niemiec. Finalne dane o tempie wzrostu gospodarczego w Niemczech potwierdziły wstępny szacunek, zgodnie z którym kwartalna dynamika PKB w Niemczech wyniosła w III kw. -0,1% wobec 0,1% w II kw., kształtując się powyżej naszej prognozy równej -0,2% i zgodnie z oczekiwaniami

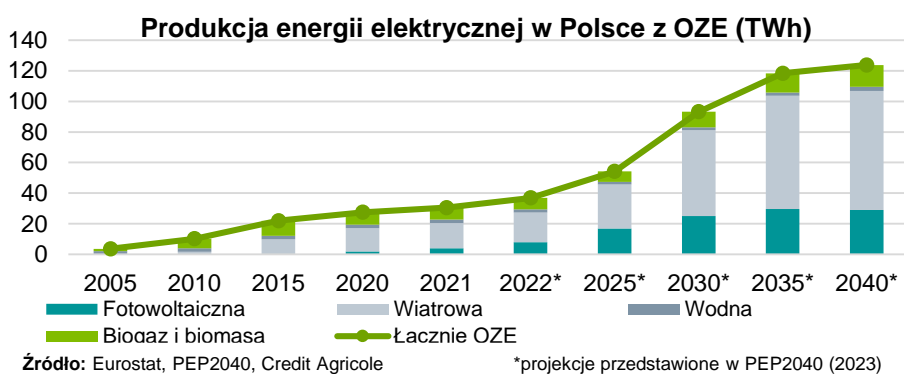


rynku. W kierunku obniżenia dynamiki PKB pomiędzy III kw. a II kw. oddziaływały niższe wkłady konsumpcji i zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady inwestycji, wydatków rządowych i eksportu netto. W danych na szczególną uwagę zasługuje spadek wkładu zapasów, który był głównym źródłem obniżenia PKB w III kw. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi, który zwiększył się w listopadzie do 87,3 pkt. wobec 86,9 pkt. w październiku, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (87,5 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Poprawę koniunktury odnotowano w 3 z 4 analizowanych działów: przetwórstwie, handlu i budownictwie. Do pogorszenia koniunktury doszło natomiast w usługach. Uwzględniając opublikowane w ubiegłym tygodniu indeksy PMI (patrz powyżej) podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech w IV kw. wyniesie -0,2% wobec -0,1% w III kw.

Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu EURPLN. W ostatnich tygodniach złoty umocnił się silniej niż zakładaliśmy, co było po części powiązane z szybszym od naszych oczekiwań procesem dezinflacji w USA i strefie euro. Ponadto, zwycięstwo opozycji w wyborach parlamentarnych oddziałuje w kierunku zmniejszenia napięć z UE i jednocześnie zwiększa prawdopodobieństwo szybkiego odblokowania środków unijnych. Jest to czynnik trwale wspierający złotego. Z kolei spowolnienie procesu dezinflacji w Polsce będzie czynnikiem ograniczającym dalszą aprecjację kursu złotego. Tym samym oczekujemy, że kurs EURPLN wyniesie 4,36 na koniec 2023 r. i 2024 r. (por. tabela kwartalna).

Czy transformacja energetyczna wywoła boom inwestycyjny w 2025 r.?

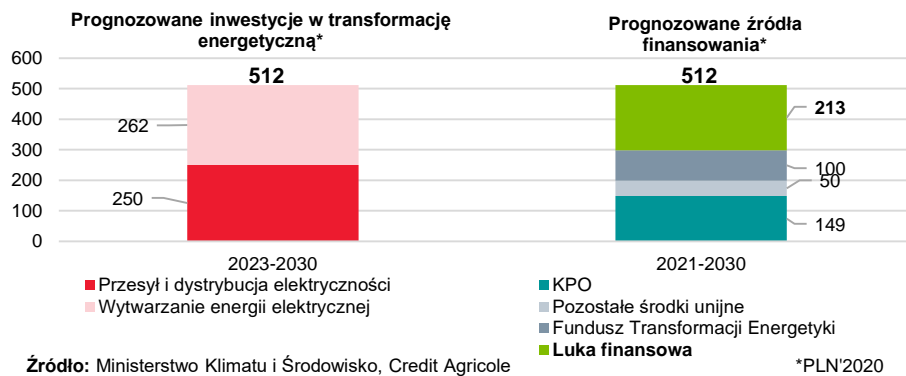
W czerwcu br. Ministerstwo Klimatu i Środowiska opublikowało scenariusz prognostyczny dla sektora wytwarzania energii elektrycznej. Scenariusz ten stanowi punkt wyjścia do dalszych prac nad kompleksową aktualizacją strategii energetycznej, która obejmować będzie wszystkie sektory gospodarki. Dokument ma wstępny charakter – został on opublikowany przez ministerstwo w celu przeprowadzenia prekonsultacji. Główne cele i założenia tego scenariusza przedstawiliśmy w MAKROmapie z 26.06.2023. Skupiliśmy się wówczas na wpływie oczekiwanych nakładów na transformację energetyczną oraz kształtowanie się inwestycji i wzrostu gospodarczego w średnim okresie. Poniższy raport poświęcamy zakładanym źródłom finansowania tych nakładów.



Scenariusz przedstawiony w ramach aktualizacji „Polityki energetycznej Polski do 2040 roku” (dalej PEP2040) przewiduje wzrost udziału odnawialnych źródeł energii (OZE) w produkcji energii elektrycznej z 17,2% w 2021 r. do 46,6% w 2030 r. i 50,8% w 2040 r. Transformacja ta będzie oparta przede wszystkim o zwiększenie udziału elektrowni wiatrowych (z 9,3% w 2021 r. do

31,9% w 2040 r.) i elektrowni fotowoltaicznych (z 2,2% do 11,9%) w całkowitej produkcji energii elektrycznej. Udział pozostałych OZE (energia wodna, biogaz i biomasa) w całkowitej produkcji energii elektrycznej nie ulegnie znaczącym zmianom w horyzoncie prognozy. Należy jednocześnie pamiętać, że scenariusz zarysowany w PEP2040 zakłada wzrost całkowitej produkcji energii elektrycznej o ok. 37% w latach 2021-2040. Biorąc pod uwagę jednoczesne stopniowe wygaszanie elektrowni wykorzystujących paliwa kopalne oznacza to konieczność znaczącego zwiększenia produkcji energii z OZE aby możliwe było osiągnięcie zarysowanych powyżej celów. PEP2040 zakłada, że produkcja energii elektrycznej z OZE zwiększy się o dwukrotnie pomiędzy 2021 r. i 2030 r. i o kolejne 33% w horyzoncie do 2040 r. (por. wykres). W rezultacie w horyzoncie prognozy (do 2040 r.) zakładany jest ponad siedmiokrotny wzrost energii elektrycznej wytwarzanej w elektrowniach fotowoltaicznych oraz prawie pięciokrotny wzrost produkcji w elektrowniach wiatrowych względem wartości z 2021 r.

Zakładane w PEP2040 zwielokrotnienie produkcji energii elektrycznej z OZE będzie wymagało realizacji znaczących nakładów inwestycyjnych na rozbudowę mocy wytwórczych. Scenariusz przedstawiony w PEP2040 przewiduje, że łączna wartość nakładów inwestycyjnych w OZE wyniesie 726,4 mld zł (w cenach z 2020 r.), z czego 261,8 mld zł przypadnie na lata 2023-2030, a 464,5 mld zł na okres 2031-2040. Zgodnie z PEP2040 warunkiem technicznym niezbędnym do przeprowadzenia skutecznej transformacji będzie również odpowiedni rozwój sieci przesyłowej i sieci dystrybucyjnych. Nakłady na sieć niezbędne do zapewnienia możliwości funkcjonowania struktury mocy wytwórczych przedstawionych w PEP2040 zostały jedynie lakonicznie określone jako „mogące sięgnąć rzędu 500 mld zł” w horyzoncie do 2040 r. Na potrzeby naszej analizy zakładamy, że te wydatki zostaną rozłożone równomiernie w horyzoncie prognozy, co byłoby spójne z projekcjami przedstawionymi w poprzedniej edycji PEP2040. Oznacza to, że realizacja PEP2040 w horyzoncie do 2030 r. będzie wymagała nakładów w wysokości 512 mld zł (w cenach z 2020 r.) łącznie na zwiększenie mocy wytwórczych i rozwój sieci przesyłowej i sieci dystrybucyjnych (por. wykres poniżej).



Sama aktualizacja PEP2040 (a przynajmniej jej publicznie dostępne fragmenty) nie zawiera informacji nt. źródeł finansowania zarysowanych powyżej planowanych nakładów. Takie źródła finansowania (w horyzoncie do 2030 r.) zostały natomiast zaprezentowane w ramach materiału „Źródła finansowania transformacji energetycznej do 2030

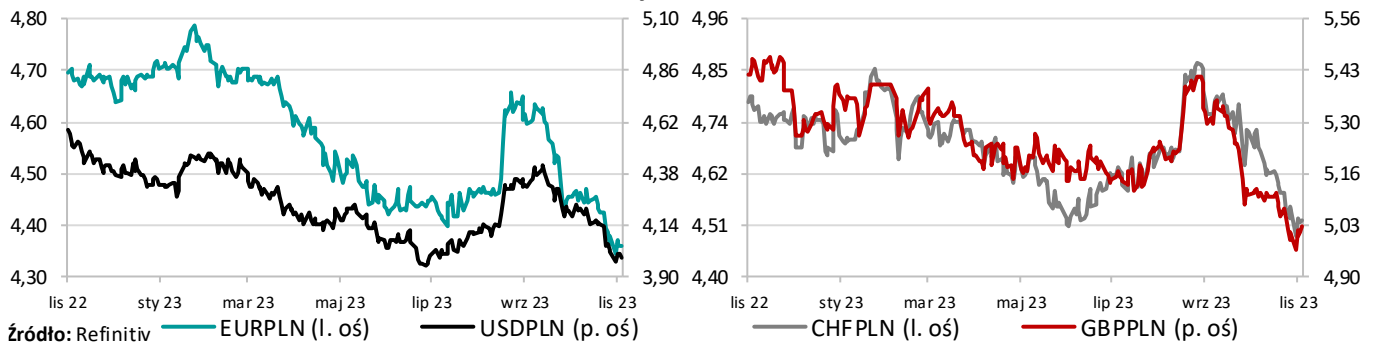
r.” udostępnionego przez Ministerstwo Klimatu i Środowiska. Zgodnie z tym dokumentem w latach 2021-2030 przewidziane jest finansowanie transformacji energetycznej z wykorzystaniem środków unijnych w wysokości 43,9 mld EUR. Z tej kwoty 32,9 mld EUR pochodzi z Funduszu Odbudowy i Zwiększenia Odporności (w tym 11,1 mld EUR w ramach Krajowego Planu Odbudowy i 21,8 mld z programu REPowerEU), a pozostałe 11,0 mld EUR pochodzi z innych programów unijnych. Dodatkowo, wspomniany dokument jako źródło finansowania transformacji energetycznej wymienia Fundusz Transformacji Energetyki z szacowanym budżetem równym 100 mld zł. Fundusz będzie wspierał różne przedsięwzięcia służące transformacji sektora energetycznego, a źródłem jego przychodów będą środki pochodzące ze sprzedaży uprawnień do emisji CO₂. Na podstawie powyższych informacji szacujemy, że dokument przedstawia źródła finansowania transformacji energetycznej w horyzoncie do 2030 r. o łącznej kwocie równej 299 mld zł (w cenach z 2020 r.). Oznacza to, że obecnie istnieje luka pomiędzy zarysowanymi planami inwestycyjnymi i źródłami finansowania w wysokości 213 mld zł (w cenach z 2020 r.) w latach 2023-2030. Planowane źródła finansowania inwestycji w dalszej perspektywie czasowej nie zostały przedstawione we wspomnianym wyżej dokumencie, a tym samym nie możemy policzyć luki finansowej w latach 2031-2040.

Aby lepiej zobrazować skalę wieloletniej luki finansowej można ją odnieść do wybranych wielkości makroekonomicznych. Opowiada ona wielkości 8,2% PKB lub 66,2% inwestycji ogółem z 2022 r. Można ją również wyrazić jako 154% rocznego napływu bezpośrednich inwestycji bezpośrednich do Polski w 2022 r. lub 19,4% wolumenu kredytu ogółem w polskim sektorze bankowym na koniec 2022 r. Należy zauważyć, że część tej luki zostanie wypełniona przez własne możliwości inwestycyjne spółek energetycznych, które zostaną sfinansowane m.in. z opłaty mocowej płaconej przez końcowych użytkowników energii elektrycznej. Jednocześnie ta luka finansowa może okazać się większa od naszych założeń. Należy pamiętać, że oszacowana powyżej wielkość nakładów na środki trwałe stanowi tylko część inwestycji w transformację energetyczną w Polsce. W przytoczonym powyżej scenariuszu PEP2040 pomijane są zmiany, które dokonują się w zakresie transportu (m.in. elektryfikacja motoryzacji), czy też w ramach produkcji energii cieplnej (np. rozpowszechnienie pomp ciepła). Należy również pamiętać, że przedstawione powyżej projekcje mają charakter wstępny i mogą ulec zmianom w toku dalszych konsultacji PEP2040. Dodatkowo w ubiegłym tygodniu przyjęty został zaktualizowany KPO (wraz z częścią powiązaną z programem REPowerEU), a tym sam przedstawione powyżej wartości źródeł finansowania transformacji energetycznej z tego programu zostaną zapewne również wkrótce zrewidowane.

Łączne nakłady na zwiększenie mocy wytwórczych oraz rozwój sieci przesyłowej i sieci dystrybucyjnych wyniosą zgodnie z PEP2040 ok. 1226 mld zł (w cenach z 2020 r.) w horyzoncie do 2040 r., co stanowi 47% PKB z 2022 r. Profil czasowy wydatków na zwiększanie mocy wytwórczych przedstawiony w PEP2040 sygnalizuje, że inwestycje w transformację energetyczną będą dynamizowały wzrost inwestycji ogółem i wzrost gospodarczy, począwszy od 2025 r. Szerzej tę kwestię omówiliśmy w MAKROmapie z 26.06.2023. Zarysowane powyżej tendencje sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia boomu inwestycyjnego w 2025 r. Należy zaznaczyć, że realizacja zaplanowanych inwestycji w transformację energetyczną w pełnej skali będzie uwarunkowana znalezieniem wystarczających źródeł finansowania.

Niemniej jednak, nawet w przypadku sfinansowania tylko części projektów boom inwestycyjny w 2025 r. jest bardzo prawdopodobny.

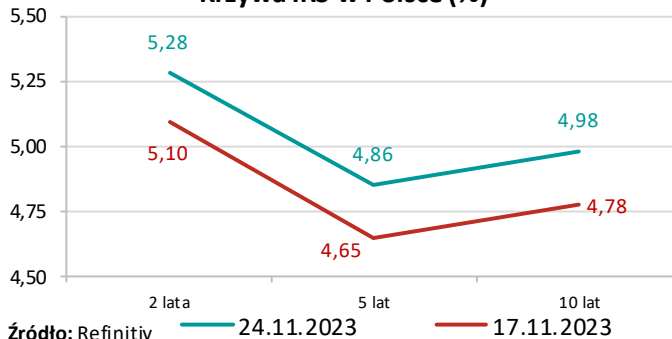
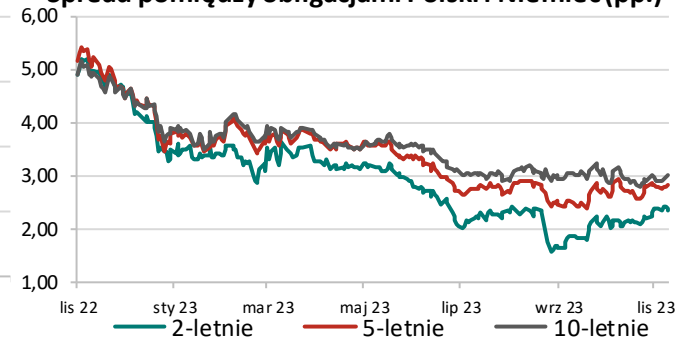
Krajowe dane o inflacji mogą umocnić złotego

Kursy walutowe


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3586 (umocnienie złotego o 0,4%). W poniedziałek mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego, co było kontynuacją trendu sprzed dwóch tygodni (por. MAKROMapa z 20.11.2023). We wtorek doszło do korekty i lekkiego wzrostu kursu EURPLN, w ślad za spadkiem kursu EURUSD, czemu sprzyjała podwyższona niepewność związana z publikacją *Minutes FOMC*. W dalszej części tygodnia kurs EURPLN charakteryzował się obniżoną zmiennością i kształtował się wokół poziomu 4,36. Jednocześnie doszło do wzrostu kursu EURUSD, czemu sprzyjała niższa aktywność ze strony amerykańskich inwestorów z uwagi na Święto Dziękczynienia.

W tym tygodniu kluczowa dla kursu złotego będzie zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o inflacji. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy mogą one doprowadzić do lekkiego spadku kursu EURPLN. W naszej ocenie przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej ewentualny wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Krajowe dane o inflacji w centrum uwagi

Krzywa IRS w Polsce (%)

Spread pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec (pp.)


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,28 (wzrost o 18pb), 5-letnie do 4,86 (wzrost o 21pb), a 10-letnie do 4,98 (wzrost o 20pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku wzrostu rentowności na rynkach bazowych oddziaływała publikacja lepszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro (wstępne indeksy PMI). Zwiększyła ona

oczekiwania części inwestorów na to, że stopy procentowe EBC pozostaną na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas.

W tym tygodniu kluczowa dla inwestorów będzie przewidziana na czwartek publikacja krajowych danych o inflacji, które mogą przyczynić się do lekkiego wzrostu stawek IRS. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P 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	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,37
Kurs USDPLN*	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00
Kurs CHFPLN*	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,53
Inflacja CPI (r/r, %)	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,3	1,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,1	5,2	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	747	-748	-1722	2246	1467	1372	-330	491	1049	-62	-299	394		
Eksport (r/r, % EUR)	27,4	22,0	11,6	19,2	14,8	16,1	1,5	3,8	3,5	0,2	-2,3	-4,3		
Import (r/r, % EUR)	21,9	19,4	14,6	10,4	-1,6	3,3	-9,8	-5,3	-6,0	-7,3	-11,9	-14,8		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2023				2024				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,9	2,3	2,6	2,9	3,3	5,3	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	-2,0	-2,8	1,2	2,3	2,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-0,3	3,1	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	8,0	7,2	5,2	2,1	2,4	2,0	4,9	8,0	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	1,1	3,7	3,9	5,0	4,3	4,5	6,7	1,3	4,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	0,8	4,3	4,6	5,6	6,0	5,5	6,8	-1,0	5,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,7	1,2	1,5	1,7	1,9	1,8	2,9	-0,2	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,3	1,6	0,7	0,3	0,4	0,5	0,8	1,3	0,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	0,2	-0,3	-0,1	0,0	-1,0	-0,5	0,2	1,5	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,1	0,6	0,8	1,0	0,5	-0,3	-1,0	-2,4	0,8	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,1	5,0	5,3	5,4	4,5	5,0	5,2	5,2	5,3	5,2	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,5	1,1	1,4	0,7	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	0,6	1,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,3	13,8	11,0	9,9	9,5	8,6	8,8	9,0	12,1	12,2	9,0	
Inflacja CPI (%)*	17,0	13,1	9,7	6,4	5,5	4,6	5,2	5,3	14,3	11,6	5,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	6,89	6,90	5,77	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	7,02	5,88	5,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	6,75	5,75	5,75	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,36	4,42	4,40	4,38	4,36	4,69	4,36	4,36	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	4,04	4,06	4,04	4,09	4,15	4,38	4,04	4,15	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 27.11.2023 r.						
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Październik	759	720	721
Wtorek 28.11.2023 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	-1,2		-0,9
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Wrzesień	1,0		0,8
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Listopad	3,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	102,6	100,6	101,0
Środa 29.11.2023 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Listopad	-0,33		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	3,0	2,6	2,7
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	III kw.	4,9	5,0	5,0
Czwartek 30.11.2023 r.						
2:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	49,5		49,8
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	-0,6	0,5	0,4
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Listopad	6,6	6,6	6,5
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	2,9	2,9	2,8
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Październik	6,5		6,5
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Październik	3,4	3,0	3,1
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Październik	3,7	3,5	3,5
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Październik	0,4		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Listopad	44,0		45,0
Piątek 01.12.2023 r.						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	49,5		49,3
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	44,5	45,0	45,3
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	42,3	42,3	42,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	43,8	43,8	43,8
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	49,4		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	46,7	48,0	47,6

* 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