

## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja danych o październikowej produkcji przemysłowej w Polsce.**

Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 1,8% r/r w październiku wobec -0,3% we wrześniu. Wzrost

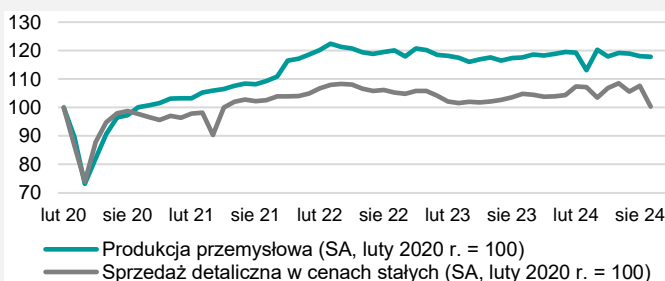
dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy wrześniem a październikiem w znaczącym stopniu wynikał z efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały pogorszenie koniunktury oraz efekt podwyższonej bazy. Nasza prognoza kształtuje się zgodnie z konsensusem rynkowym, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**We wtorek poznamy krajowe dane o sprzedaży detalicznej.** Oczekujemy, że jej dynamika liczona w cenach stałych zwiększyła się do 0,2% r/r w październiku wobec -3,0% we wrześniu. Uważamy, że w październiku odnotujemy wzrost odsezonowanej sprzedaży w ujęciu miesiąc do miesiąca, co będzie jej częściową korektą po silnym spadku we wrześniu. Pozytywne dla sprzedaży będzie ustąpienie efektu powodzi. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (0,8%), a tym samym jej realizacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja finalnego szacunku PKB w Polsce w III kw.** Uważamy, że dynamika PKB zmniejszyła się do 2,7% r/r z 3,2% w II kw., kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem. Głównym czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu gospodarczego pomiędzy II i III kw. było spowolnienie wzrostu konsumpcji. Oczekujemy, że publikacja finalnych danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.

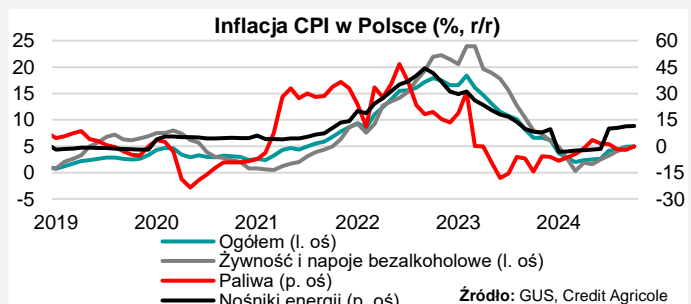
**We wtorek opublikowane zostaną Minutes z listopadowego posiedzenia FOMC.** Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell zakomunikował, że Fed nie będzie spieszył się z obniżaniem stóp procentowych w przyszłości, a tempo łagodzenia może w pewnym momencie spowolnić. Minutes najprawdopodobniej dostarczą istotnych informacji na temat dyskusji o możliwości przerwy w obniżkach i jej potencjalnego terminu. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o 25pb w grudniu, oraz o dalsze 100pb w 2025 r. Dostrzegamy ryzyko, że skala łagodzenia polityki pieniężnej w 2025 r. będzie mniejsza od naszych obecnych oczekiwań z uwagi na prawdopodobny proinflacyjny wpływ polityki gospodarczej D. Trumpa (por. MAKROMAPA z 12.11.2024). Naszym zdaniem publikacja Minutes FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych

**W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja PCE ogółem zwiększyła się do 2,3% r/r w październiku z 2,1% we wrześniu, przy jednoczesnym wzroście inflacji bazowej do 2,8% r/r z 2,7%. W środę poznamy z kolei drugi szacunek amerykańskiego PKB w III kw. Zakładamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego nie zostanie zrewidowane względem wstępnego szacunku i wyniesie 2,8%. Oczekujemy również, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (727 tys. w październiku wobec 738 tys. we wrześniu) wskażą na utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Oczekujemy, że indeks Conference Board wzrośnie do 115,0 pkt. w listopadzie wobec 108,7 pkt. w październiku. Poprawa nastrojów konsumenckich będzie spójna ze



Źródło: GUS, Credit Agricole

- ubiegłotygodniowymi wskazaniami indeksu Uniwersytetu Michigan (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja danych z USA będzie neutralna dla rynków finansowych.
- ▾ **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w listopadzie do 2,2% r/r wobec 2,0% w październiku, co wynikało z wyższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy w przeciwną stronę oddziaływała niższa dynamika cen żywności, a inflacja bazowa ustabilizowała się naszym zdaniem na poziomie 2,7% r/r. W czwartek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zwiększyła się ona do 2,6% r/r w listopadzie wobec 2,4% w październiku. Publikacja danych o inflacji w strefie euro będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
  - ▾ **W piątek opublikowane zostaną wstępne dane o listopadowej inflacji w Polsce.** Naszym zdaniem zmniejszyła się ona do 4,9% r/r wobec 5,0% w październiku. Niższa inflacja w listopadzie będzie przede wszystkim skutkiem spadku dynamiki cen paliw związanego z efektami wysokiej bazy sprzed roku. Z kolei inflacja bazowa zwiększyła się naszym zdaniem do 4,6% r/r w listopadzie wobec 4,1% w październiku z uwagi na oddziaływanie efektów niskiej bazy m.in. w kategoriach „łącność” i „rekreacja i kultura”. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (4,6%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
  - ▾ **Dzisiaj opublikowane zostaną również październikowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła -0,5% r/r. Uważamy, że w kierunku jej spadku oddziaływały zwolnienia grupowe w branży motoryzacyjnej, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała poprawa koniunktury w pozostałych kategoriach. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia utrzymała się na wysokim poziomie (10,1% r/r w październiku wobec 10,3% we wrześniu). Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
  - ▾ **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 86,2 pkt. w listopadzie z 86,5 pkt. w październiku. Będzie to spójne z pesymistycznymi wynikami indeksów PMI dla Niemiec z ubiegłego tygodnia (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja indeksu Ifo będzie neutralna dla rynków finansowych.

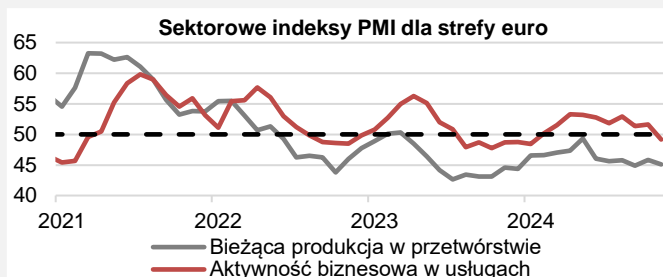


## W zeszłym tygodniu

- ▾ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Dane o pozwoleniach na budowę (1416 tys. w październiku wobec 1425 tys. we wrześniu), liczbie rozpoczętych budów (1311 tys. wobec 1354 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,96 mln wobec 3,84 mln) wskazały na utrzymującą się zmniejszoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Sygnalizuje to, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej rynek nieruchomości w USA nie zareagował jeszcze na obniżenie krzywej dochodowości związane z dokonanymi i oczekiwanymi obniżkami stóp procentowych. W zeszłym tygodniu opublikowany został również regionalny indeks Philadelphia Fed, który obniżył się w

listopadzie do -5,5 pkt. wobec 10,3 pkt. w październiku. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w listopadzie do 71,8 pkt. wobec 70,5 pkt. w październiku i 73,0 pkt. we wstępnym szacunku. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla bieżącej sytuacji. Uwzględniając wyższy punkt startowy w III kw. dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się do 0,5% w IV kw. wobec 2,8% w III kw., a w całym 2024 r. wzrośnie o 2,5% wobec 2,9% w 2023 r.

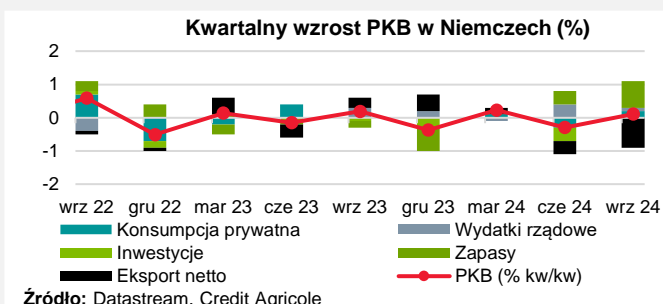
**Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w listopadzie do 48,1 pkt. wobec 50,0 pkt. w październiku, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,0 pkt.).** Jednocześnie indeks osiągnął najniższą wartość od



Źródło: S&P, Credit Agricole

stycznia 2024 r. W kierunku zmniejszenia zagregowanego indeksu PMI oddziaływał spadek jego składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, jak aktywności biznesowej w usługach. W ujęciu geograficznym silne pogorszenie koniunktury odnotowano w Niemczech, we Francji, jak i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W danych na szczególną uwagę zasługuje silny spadek indeksu dla aktywności biznesowej w usługach, przy przyspieszającym obniżeniu produkcji w przetwórstwie. Realizuje się tym samym nasz scenariusz, zgodnie z którym w długim okresie znaczące dysproporcje pomiędzy oceną sytuacji w usługach i w przetwórstwie są nie do utrzymania i pogarszająca się sytuacja w przetwórstwie będzie wywierać coraz większy negatywny wpływ na sytuacji w usługach (por. MAKROmapa z 28.10.2024). W naszej ocenie pogorszenie sytuacji w usługach ma charakter trwały, na co wskazuje odnotowane w listopadzie wyraźne przyspieszenie spadku nowych zamówień w tym sektorze, przy jednocześnie coraz szybciej obniżających się zaległościach produkcyjnych. Wyraźnie zmniejszyła się również składowa dla oczekiwanej produkcji (dla przetwórstwa i usług) w horyzoncie 12 miesięcy, co zgodnie z komunikatem wynikało w istotnym stopniu z podwyższonej niepewności związanej z sytuacją polityczną w Niemczech i we Francji, a także zwycięstwem D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Z punktu widzenia polskiego przetwórstwa i handlu zagranicznego kluczowa jest analiza sytuacji w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zwiększył się w listopadzie do 43,2 pkt. wobec 43,0 pkt. w październiku. Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw. Wolniejszy spadek nowych zamówień wynikał przede wszystkim z poprawy sytuacji na rynku wewnętrznym, podczas gdy składowa dla nowych zamówień eksportowych obniżyła się w listopadzie. Wyniki badań koniunktury stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wyniesie 0,3% w IV kw. wobec 0,4% w III kw., a w całym 2024 r. PKB wzrośnie o 0,8% r/r wobec 0,5% w 2023 r.

**Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika niemieckiego PKB wzrosła w III kw. br. do 0,1% wobec -0,1% w II kw., kształtując się poniżej wstępnego szacunku (0,2%).** W ujęciu rocznym PKB w Niemczech zwiększył się w III kw. o 0,1% r/r wobec wzrostu o 0,3% w II kw. Na zwiększenie kwartalnej dynamiki wzrostu PKB złożyły się wyższe wkłady spożycia prywatnego, inwestycji i zapasów,

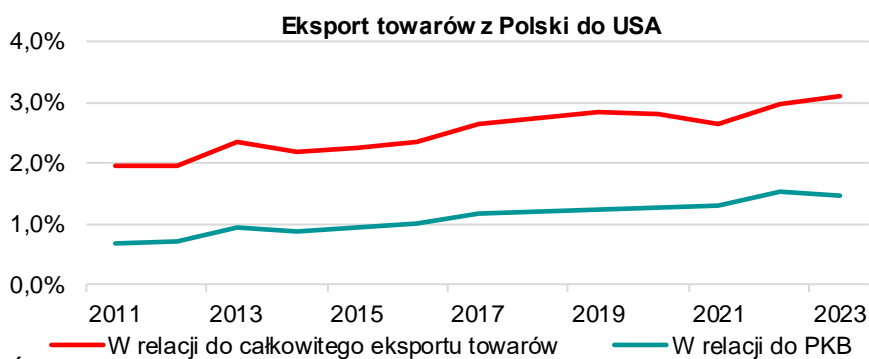


Źródło: Datastream, Credit Agricole

podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady spożycia publicznego oraz eksportu netto. Tym samym głównym źródłem wzrostu niemieckiego PKB w III kw. był przyrost zapasów, podczas gdy w II kw. było to spożycie publiczne. Taka struktura wzrostu sugeruje, że najprawdopodobniej niemieckie firmy przeszacowały ożywienie popytu, co doprowadziło do powstania zapasów nieplanowanych. W połączeniu z opublikowanymi w tym tygodniu wskaźnikami koniunktury dla Niemiec (patrz powyżej), dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększy się w IV kw. do 0,2%, a w całym 2024 r. wzrost PKB wyniesie 0,1% wobec -0,3% w 2023 r.

## Czy wzrost ceł w USA doprowadzi do spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce?

Wygrana D. Trumpa w wyborach prezydenckich wiąże się ze zwiększeniem prawdopodobieństwa nasilenia tendencji protekcyjnych ze strony USA. Jedną z kluczowych obietnic wyborczych D. Trumpa było wprowadzenie szerokiego 60% cła na wszystkie chińskie towary, w połączeniu z utrzymaniem już istniejących podwyższonych stawek na niektóre dobra (jak np. 100% cło na samochody elektryczne) oraz podwyższenie ceł na import ze wszystkich innych krajów do 10%. Obecnie trudno jest ocenić jaki będzie ostateczny kształt polityki gospodarczej nowej administracji USA. Z uwagi na podwyższoną niepewność w tym zakresie obecnie nie budujemy konkretnego scenariusza przewidującego określoną zmianę stawek celnych i powiązanego z nią ściśle ustalonego spadku importu z USA. W poniższej analizie przedstawiamy natomiast kanały oddziaływania zmniejszonego popytu ze strony USA na eksport i wzrost gospodarczy w Polsce



Te kanały oddziaływania można podzielić na bezpośredni handel Polski z USA oraz pośredni, czyli negatywny wpływ podniesienia ceł objawiający się spadkiem popytu z krajów, dla których pełniemy rolę dostawcy (np. Niemiec). Ewentualne nałożenie ceł na Polskę wiąże się z niewielkim bezpośrednim ryzykiem dla Polski z uwagi na małą wagę USA w naszym

handlu zagranicznym. USA są bowiem odbiorcą tylko 3% polskiego eksportu, z czego ponad połowa skoncentrowana jest w trzech kategoriach („reaktory jądrowe, kotły, maszyny i urządzenia mechaniczne; ich części”, „maszyny i urządzenia elektryczne oraz ich części; rejestratory i odtwarzacze dźwięku, rejestratory i odtwarzacze obrazu i dźwięku oraz części i akcesoria do tych artykułów”, „przrządy i aparatura, optyczne, fotograficzne, kinematograficzne, pomiarowe, kontrolne, precyzyjne, medyczne lub chirurgiczne; ich części i akcesoria”). Eksport z Polski do USA stanowi tylko 1,5% PKB, co oznacza, że jego potencjalny spadek po wprowadzeniu ceł miałby ograniczony negatywny wpływ na sytuację gospodarczą i byłby skoncentrowany w niewielkiej liczbie kategorii produktowych.

W kontekście zmian w polityce zagranicznej D. Trumpa jednocześnie pojawia się pytanie, w jakim stopniu spadek eksportu z innych krajów europejskich do USA będzie oddziaływał w kierunku zmniejszenia aktywności w polskim przetwórstwie, które jest dla nich ważnym dostawcą półproduktów i komponentów (tzw. dóbr pośrednich). W celu oszacowania tego wpływu na polską gospodarkę posłużyliśmy się opracowaną przez OECD tablicą przepływów międzygałęziowych (tzw. analiza *input-output*) dotyczącą 2020 r. Obejmuje ona wartości transakcji pomiędzy 45 branżami gospodarek 79 krajów, co pozwala na

bardzo szczegółową analizę rozlewania się spadku importu ze strony USA na różne kraje i sektory. Założony przez nas szok, którego efekty analizujemy poniżej, przewiduje spadek importu z USA o 10% w ramach wszystkich kategorii przetwórstwa we wszystkich krajach UE poza Polską. Założenie takiej skali spadku pozwala na późniejsze łatwe przeskalowanie negatywnych efektów szoku w zależności od przyjętego konkretnego scenariusza przewidującego określony wzrost stawek celnych i powiązany z nim spadek popytu ze strony USA. W przypadku pozostałych kategorii (sektora usług, górnictwa i budownictwa) założyliśmy brak zmian w popycie ze strony USA. Nasza analiza uwzględnia spadek popytu zarówno na dobra pośrednie, jak również na produkty finalne dostarczane za ocean.

Łączny udział eksportu towarów do USA z krajów UE (z wyłączeniem Polski) w ich całkowitym eksporcie towarów wyniósł 7,6% w 2023 r. Zgodnie z danymi OECD, poszczególne branże przemysłu i rolnictwo charakteryzują się zróżnicowaną ekspozycją na USA w zależności od krajów. Niemniej jednak na 442 przypadków kombinacji geograficzno-sektorowych (26 krajów razy 17 kategorie aktywności) tylko 44 warianty charakteryzuje się udziałem eksportu do USA w całkowitej produkcji wyższym od 5%. Oznacza to, że w większości przypadków USA odgrywają ograniczoną rolę w europejskim handlu zagranicznym. Największy udział eksportu do USA przewyższający 30% w przypadku Irlandii i Danii oraz 10% w przypadku Szwecji, Słowenii, Portugalii, Belgii i Niemiec można odnotować dla produkcji wyrobów farmaceutycznych. Inne kategorie, które charakteryzują się relatywnie wysokim (ok. 5%) udziałem USA w eksporcie to branża motoryzacyjna, produkcja maszyn i urządzeń oraz produkcja wyrobów chemicznych. Precyzyjny rozkład po krajach i branżach przedstawiliśmy w tabeli poniżej. Czerwone komórki oznaczają, że ten odsetek jest wyższy niż 10%, żółte – udział kształtuje się on pomiędzy 5% a 10%, zielone – pomiędzy 1% a 5%, a szare oznaczają, że udział ten jest niższy niż 1%.

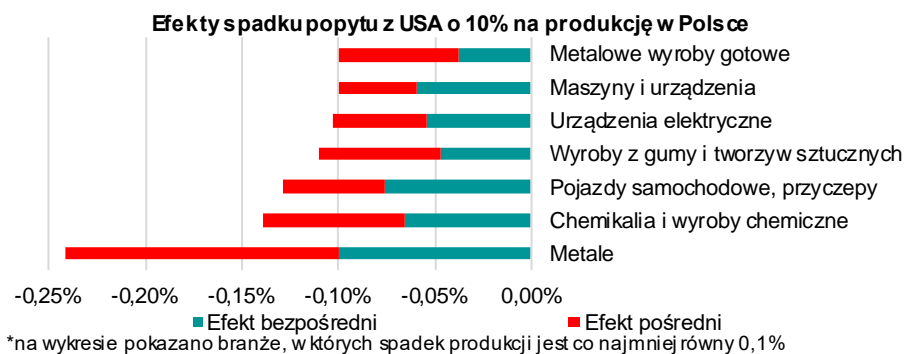
|   | AT | BE | BG | CY | CZ | DE | DK | ES | EE | FI | FR | GR | HR | HU | IE | IT | LT | LU | LV | MT | NL | PT | RO | SK | SI | SE |
|---|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| Prod. artykułów spożywczych, napojów, tytoniu                   |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. wyrobów tekstylnych, odzieży, obuwia, skór                |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. wyrobów z drewna oraz korka                               |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. papieru i wyrobów z papieru, poligrafia                   |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Wytw. i przetwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. chemikaliów i wyrobów chemicznych                         |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. wyrobów farmaceutycznych                                  |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych                       |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. wyrobów z poz. mineralnych surowców niemetalicznych       |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. metali  |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. metalowych wyrobów gotowych                               |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych          |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. urządzeń elektrycznych                                    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana        |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. pojazdów samochodowych, przyczep i naczep                 |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Prod. pozostałego sprzętu transportowego                        |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
| Pozostała produkcja wyrobów                                     |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |

Źródło: OECD, Credit Agricole

Przytoczone powyżej dane sygnalizują, że dobra pośrednie eksportowane z Unii Europejskiej nie są ważnym komponentem dla większości procesów produkcyjnych realizowanych w USA. Stany Zjednoczone nie są również ważnym odbiorcą produktów finalnych produkowanych w UE. Warto tu przytoczyć przykład branży motoryzacyjnej w Niemczech, często wymienianej w mediach jako przemysł, który jest potencjalnie silnie narażony na spadek popytu z USA. W tym przypadku okazuje się, że tylko 4% jej produkcji całkowitej trafia na rynek Stanów Zjednoczonych, z czego 1,2% stanowią dobra pośrednie, a 2,8% to dobra finalne.

Za pomocą tablicy przepływów międzygałęziowych możemy bardzo dokładnie prześledzić wpływ zmniejszonego popytu ze strony USA na międzynarodowy przepływ towarów i usług. Odnosząc się do przykładu niemieckiej branży motoryzacyjnej, spadek jej eksportu do USA wpłynie negatywnie nie tylko na eksport dóbr pośrednich z Polski, które są dostarczane bezpośrednio na potrzeby niemieckiej branży motoryzacyjnej, ale również na eksport środków produkcji, które są wykorzystywane przez inne kategorie

przetwórstwa Niemiec i innych krajów UE, a które ostatecznie trafiają do branży motoryzacyjnej. Przykładowo może być to eksport przewodów miedzianych z Polski, które następnie przetwarzane są przez niemieckich producentów urządzeń elektrycznych, które stanowią komponent wytwarzanych pojazdów, które ostatecznie trafiłyby na rynek amerykański.



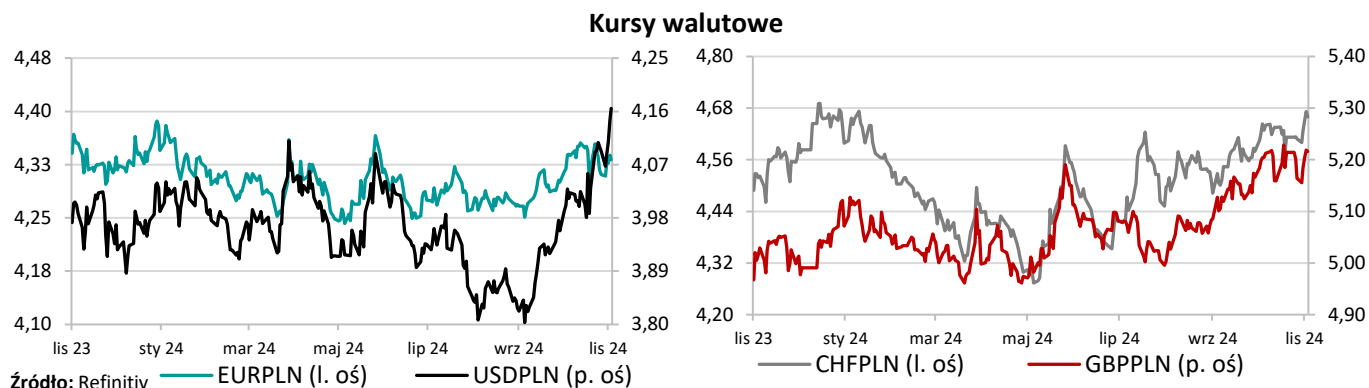
Odnosząc wartość eksportowanych dóbr pośrednich z Polski na potrzeby krajów UE do produkcji poszczególnych branż polskiego przetwórstwa szacujemy, że spadek popytu z USA o 10% przyczynia się do obniżenia produkcji w polskim przetwórstwie o ok. 0,08%. Należy zwrócić uwagę, że powyższe szacunki uwzględniają efekty bezpośrednie, które reprezentują

bezpośredni wpływ spadku produkcji w krajach UE na aktywność polskich branż będących ich bezpośrednimi dostawcami komponentów i półproduktów, jak również efekty pośrednie. Przez efekty pośrednie rozumiemy spadek produkcji w polskich przedsiębiorstwach, które dostarczają dobra pośrednie na potrzeby innych firm będących dostawcami firm w UE (zarówno krajowych, jak i zagranicznych). Z uwagi na rozbudowaną siatkę (często międzynarodowych) powiązań efekty pośrednie mogą materializować się z pewnym opóźnieniem. W przekroju sektorowym spadek popytu z USA o 10% oddziałuje w kierunku obniżenia produkcji w kategorii „metale” w polskim przetwórstwie o 0,24%, w kategorii „produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych” o 0,14%, „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” o 0,13%, w kategoriach i „wyroby z gumy i tworzyw sztucznych” o 0,11% oraz w kategoriach „urządzenia elektryczne”, „metalowe wyroby gotowe i „maszyny i urządzenia” o 0,1%. W pozostałych branżach polskiego przetwórstwa, wspomniany szok w postaci zmniejszonego importu z USA przyczyniłby się do spadku produkcji o mniej niż 0,1%.

Przedstawione powyżej obliczenia wskazują, że ewentualny spadek popytu ze strony USA ma ograniczony wpływ na aktywność w polskim przetwórstwie i byłby skoncentrowany w niewielkiej liczbie branż. Wspomniany spadek produkcji oddziaływałby w kierunku obniżenia dynamiki PKB o 0,04%. Tym samym nie stanowi on istotnego ryzyka dla oczekiwanego przez nas ożywienia gospodarczego w Polsce i wzrostu eksportu w 2025 r. Nawet gdyby przyjąć, że spadek eksportu z UE do USA byłby dużo większy (np. o 30%), to jego efekty na produkcję i PKB w Polsce byłyby nadal niewielkie.

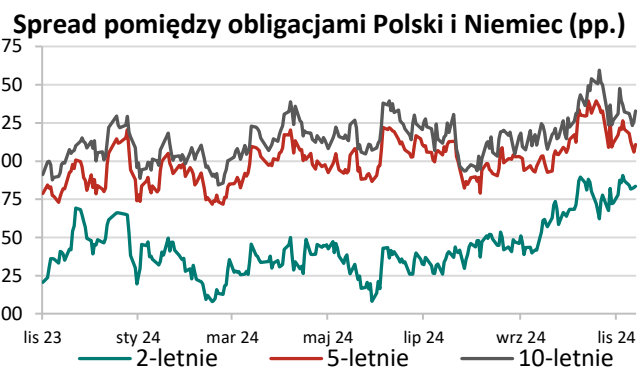
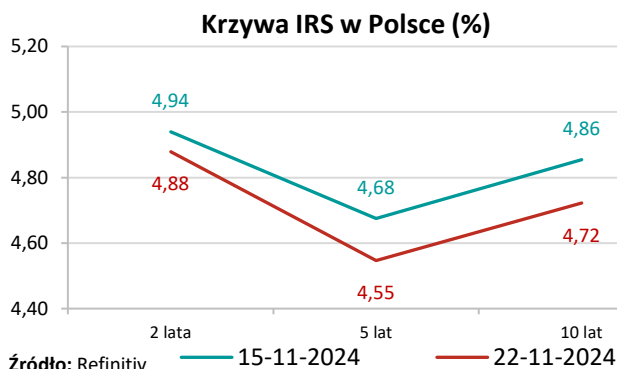
Równolegle przeanalizowaliśmy alternatywny szok popytowy, ograniczający się tylko do branży motoryzacyjnej. Na jego potrzeby założyliśmy, że eksport w ramach kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” z wszystkich krajów UE (z wyłączeniem Polski) do USA zmniejszyłby się o 10%. Jednocześnie popyt ze strony USA na produkcję innych branż nie zmieniałby się. W przypadku materializacji takiego scenariusza, wpływ na polską branżę motoryzacyjną, która jest powiązaną z europejskimi producentami samochodów również byłby niewielki. Szacujemy, że produkcja w polskim przetwórstwie w ramach kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” zmniejszyłaby się o 0,1%, z czego 0,07% byłoby następstwem efektów natychmiastowych, a 0,03% skutkiem efektów pośrednich.

## Oslabienie złotego w ślad za spadkiem kursu EURUSD



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3353 (osłabienie złotego o 0,5%).** W ubiegłym tygodniu obserwowane było osłabienie złotego, w ślad za deprecjacją euro względem dolara. Spadek kursu EURUSD był kontynuacją trendu obserwowanego od wyborów prezydenckich w USA. Jednocześnie w piątek do pogłębienia deprecjacji euro względem dolara przyczyniła się publikacja słabszych od oczekiwań indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro (patrz wyżej).

Zaplanowana na wtorek publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej będzie naszym zdaniem negatywna dla złotego. Przeciwny wpływ może mieć natomiast przewidziana na piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. W kierunku podwyższonej zmienności może oddziaływać wtorkowa publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC. Pozostałe dane z polskiej i ze światowej gospodarki będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Istotny dla kursu złotego pozostanie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie i w Ukrainie. Ewentualny wzrost ryzyka geopolitycznego może doprowadzić do wzrostu kursu EURPLN.


**Krajowe dane kluczowe dla stawek IRS**


**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,88 (spadek o 6pb), 5-letnie do 4,55 (spadek o 13pb), a 10-letnie do 4,72 (spadek o 14pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W kierunku zmniejszenia stawek IRS oddziaływały rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne, które zostały dodatkowo nasilone przez publikację wyraźnie słabszych od oczekiwań indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro.

Uważamy, że kluczowe dla stawek IRS będą zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z polskiej gospodarki. Dane o sprzedaży detalicznej (wtorek) mogą przyczynić się do spadku stawek IRS, podczas gdy dane o inflacji (piątek) mogą mieć przeciwny wpływ. W kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS może oddziaływać również publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC. Zaplanowane na ten tydzień publikacje pozostałych danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS. Istotnym czynnikiem dla krzywej pozostanie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz Ukrainie. Ewentualny wzrost ryzyka geopolitycznego może doprowadzić do zwiększenia stawek IRS.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

| Wskaźnik                     | paź 23 | 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      |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------------|
| 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*                 | 4,45   | 4,35   | 4,33   | 4,32   | 4,31   | 4,29   | 4,33   | 4,27   | 4,30   | 4,29   | 4,28   | 4,28   | 4,35        | <b>4,37</b> |
| Kurs USDPLN*                 | 4,21   | 4,00   | 3,93   | 4,00   | 3,99   | 3,97   | 4,06   | 3,94   | 4,02   | 3,96   | 3,87   | 3,85   | 4,00        | <b>4,08</b> |
| Kurs CHFPLN*                 | 4,62   | 4,56   | 4,64   | 4,64   | 4,52   | 4,40   | 4,41   | 4,36   | 4,47   | 4,50   | 4,56   | 4,54   | 4,64        | <b>4,70</b> |
| Inflacja CPI (r/r, %)        | 6,6    | 6,6    | 6,2    | 3,7    | 2,8    | 2,0    | 2,4    | 2,5    | 2,6    | 4,2    | 4,3    | 4,9    | 5,0         |             |
| Inflacja bazowa (r/r, %)     | 8,0    | 7,3    | 6,9    | 6,2    | 5,4    | 4,6    | 4,1    | 3,8    | 3,6    | 3,8    | 3,7    | 4,3    | 4,1         |             |
| Produkcja przemysłu (r/r, %) | 2,0    | -0,3   | -3,5   | 3,0    | 3,2    | -5,7   | 7,8    | -1,6   | 0,0    | 5,3    | -1,3   | -0,4   | <b>1,8</b>  |             |
| Inflacja PPI (r/r, %)        | -4,2   | -5,1   | -6,9   | -10,6  | -10,0  | -9,9   | -8,5   | -7,0   | -5,8   | -5,1   | -5,5   | -6,3   | <b>-6,3</b> |             |
| Sprzedaż detaliczna (r/r, %) | 4,8    | 2,6    | 0,5    | 4,6    | 6,7    | 6,0    | 4,3    | 5,4    | 4,7    | 5,0    | 3,2    | -2,2   | <b>1,3</b>  |             |
| Wynagrodzenie w SP (r/r, %)  | 12,8   | 11,8   | 9,6    | 12,8   | 12,9   | 12,0   | 11,3   | 11,4   | 11,0   | 10,6   | 11,1   | 10,3   | <b>10,1</b> |             |
| Zatrudnienie w SP (r/r, %)   | -0,1   | -0,2   | -0,1   | -0,2   | -0,2   | -0,2   | -0,4   | -0,5   | -0,4   | -0,4   | -0,5   | -0,5   | <b>-0,5</b> |             |
| Stopa bezrobocia rej.* (%)   | 5,0    | 5,0    | 5,1    | 5,4    | 5,4    | 5,3    | 5,1    | 5,0    | 4,9    | 5,0    | 5,0    | 5,0    | <b>5,0</b>  |             |
| Saldo ROB (mln EUR)          | 2121   | 1182   | -102   | 1575   | 1752   | 1239   | 623    | -451   | 485    | -1116  | -2731  | -1434  |             |             |
| Eksport (r/r, % EUR)         | 2,1    | -2,0   | -6,3   | -3,1   | 2,0    | -8,7   | 7,5    | -6,0   | -7,3   | 4,7    | -3,3   | 0,5    |             |             |
| Import (r/r, % EUR)          | -6,0   | -6,1   | -9,3   | -4,1   | 2,1    | -7,2   | 4,7    | 0,1    | 0,6    | 9,1    | 4,9    | 5,1    |             |             |

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

| Wskaźnik                           | 2024                    |      |      |      | 2025 |      |      |      | 2023 | 2024 | 2025 |     |
|------------------------------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
|                                    | Q1                      | Q2   | Q3   | Q4   | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   |      |      |      |     |
| PKB (% r/r)                        | 2,0                     | 3,2  | 2,7  | 2,5  | 3,1  | 3,3  | 3,4  | 3,6  | 0,1  | 2,6  | 3,5  |     |
| Konsumpcja (% r/r)                 | 4,6                     | 4,7  | 2,1  | 2,9  | 2,5  | 2,1  | 2,0  | 1,8  | -0,3 | 3,6  | 2,2  |     |
| Inwestycje (% r/r)                 | -1,8                    | 2,7  | 2,2  | -5,8 | 5,5  | 7,5  | 8,4  | 8,7  | 12,6 | -1,4 | 7,7  |     |
| Eksport (ceny stałe, % r/r)        | 0,5                     | 3,4  | 1,5  | 2,5  | 5,3  | 5,7  | 4,3  | 7,1  | 3,7  | 2,0  | 5,5  |     |
| Import (ceny stałe, % r/r)         | -0,1                    | 5,4  | 4,9  | 4,7  | 5,1  | 5,3  | 4,3  | 3,9  | -1,5 | 3,7  | 4,6  |     |
| Wkłady do wzrostu PKB              | Spożycie prywatne (pp.) | 2,7  | 2,7  | 1,2  | 1,4  | 1,5  | 1,2  | 1,2  | 0,9  | -0,2 | 2,0  | 1,3 |
|                                    | Inwestycje (pp.)        | -0,2 | 0,4  | 0,4  | -1,4 | 0,7  | 1,2  | 1,3  | 2,0  | 2,1  | -0,3 | 1,3 |
|                                    | Eksport netto (pp.)     | 0,4  | -0,8 | -1,6 | -0,9 | 0,4  | 0,5  | 0,2  | 1,8  | 3,2  | -0,8 | 0,7 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)*** | 1,6                     | 1,3  | 0,5  | 1,0  | 1,0  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 1,6  | 1,0  | 0,8  |     |
| Stopa bezrobocia (%)**             | 5,3                     | 4,9  | 5,0  | 5,0  | 5,3  | 4,9  | 4,9  | 4,9  | 5,1  | 5,0  | 4,9  |     |
| Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r) | -0,2                    | 0,9  | 0,3  | 0,1  | -0,4 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | 0,8  | 0,3  | -0,5 |     |
| Wynagrodzenia w GN (% r/r)         | 14,4                    | 14,7 | 13,4 | 12,8 | 10,1 | 8,3  | 7,1  | 6,5  | 12,8 | 13,8 | 8,0  |     |
| Inflacja CPI (%)*                  | 2,8                     | 2,5  | 4,5  | 4,8  | 5,2  | 4,9  | 3,5  | 3,5  | 11,6 | 3,7  | 4,3  |     |
| Wibor 3-miesięczny (%)**           | 5,88                    | 5,85 | 5,85 | 5,85 | 5,85 | 5,60 | 5,48 | 5,35 | 5,88 | 5,85 | 5,35 |     |
| Stopa referencyjna NBP (%)**       | 5,75                    | 5,75 | 5,75 | 5,75 | 5,75 | 5,75 | 5,50 | 5,25 | 5,75 | 5,75 | 5,25 |     |
| EURPLN**                           | 4,29                    | 4,30 | 4,28 | 4,28 | 4,25 | 4,24 | 4,23 | 4,22 | 4,33 | 4,28 | 4,22 |     |
| USDPLN**                           | 3,97                    | 4,02 | 3,85 | 3,96 | 3,94 | 3,89 | 3,85 | 3,77 | 3,93 | 3,96 | 3,77 |     |

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

| KRAJ                              | WSKAŹNIK    | OKRES  | POPZEDNIA WARTOŚĆ | PROGNOZA* |             |
|-----------------------------------|-------------|--|-------------------|-----------|-------------|
|                                   |             |  |                   | CA        | RYNEK**     |
| <b>Poniedziałek 25.11.2024 r.</b> |             |  |                   |           |             |
| 10:00                             | Polska      | Produkcja przemysłowa (% r/r)                  | Październik       | -0,3      | 1,8 1,8     |
| 10:00                             | Polska      | Inflacja PPI (% r/r)                           | Październik       | -6,3      | -6,3 -5,5   |
| 10:00                             | Polska      | Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)       | Październik       | 10,3      | 10,1 10,1   |
| 10:00                             | Polska      | Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)        | Październik       | -0,5      | -0,5 -0,5   |
| 10:00                             | Niemcy      | Indeks Ifo (pkt.)                              | Listopad          | 86,5      | 86,2        |
| <b>Wtorek 26.11.2024 r.</b>       |             |  |                   |           |             |
| 10:00                             | Polska      | Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r) | Październik       | -2,2      | 1,3 2,0     |
| 10:00                             | Polska      | Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)   | Październik       | -3,0      | 0,2 0,8     |
| 14:00                             | Polska      | Podaż pieniądza M3 (% r/r)                     | Październik       | 6,5       | 7,0 7,1     |
| 15:00                             | USA         | Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)          | Wrzesień          | 0,4       | 0,3         |
| 16:00                             | USA         | Sprzedaż nowych domów (tys.)                   | Październik       | 738       | 727 724     |
| 16:00                             | USA         | Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)          | Listopad          | 108,7     | 115,0 113,0 |
| 20:00                             | USA         | Minutes z posiedzenia FOMC                     | Listopad          |           |             |
| <b>Środa 27.11.2024 r.</b>        |             |  |                   |           |             |
| 10:00                             | Polska      | Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)            | Październik       | 5,0       | 5,0 5,0     |
| 14:30                             | USA         | Drugi szacunek PKB (% r/r)                     | III kw.           | 2,8       | 2,8 2,8     |
| 14:30                             | USA         | Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)    | Październik       | -0,7      | 0,1 0,4     |
| 16:00                             | USA         | Inflacja PCE (% r/r)                           | Październik       | 2,1       | 2,3 2,3     |
| 16:00                             | USA         | Inflacja bazowa PCE (% r/r)                    | Październik       | 2,7       | 2,8 2,8     |
| 16:00                             | USA         | Realne spożycie indywidualne (% m/m)           | Październik       | 0,4       |             |
| <b>Czwartek 28.11.2024 r.</b>     |             |  |                   |           |             |
| 10:00                             | Polska      | Finałny PKB (% r/r)                            | III kw.           | 3,2       | 2,7 2,7     |
| 11:00                             | Strefa euro | Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)   | Listopad          | -0,96     |             |
| 14:00                             | Niemcy      | Wstępna inflacja HICP (% r/r)                  | Listopad          | 2,4       | 2,6 2,5     |
| <b>Piątek 29.11.2024 r.</b>       |             |  |                   |           |             |
| 10:00                             | Polska      | Wstępna inflacja CPI (% r/r)                   | Listopad          | 5,0       | 4,9 4,6     |
| 11:00                             | Strefa euro | Wstępna inflacja HICP (% r/r)                  | Listopad          | 2,0       | 2,2 2,4     |

\* 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](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)
**Krzysztof JAWORSKI**

 Starszy Ekonomista  
tel.: 512 191 822

[krzysztian.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztian.jaworski@credit-agricole.pl)
**Jakub OLIPRA**

 Starszy Ekonomista  
tel.: 518 003 696

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto: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](mailto: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.