


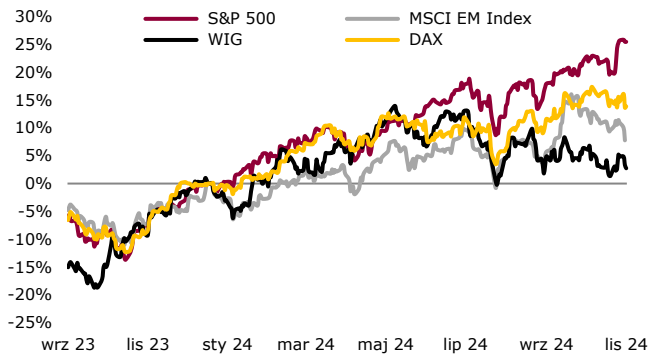




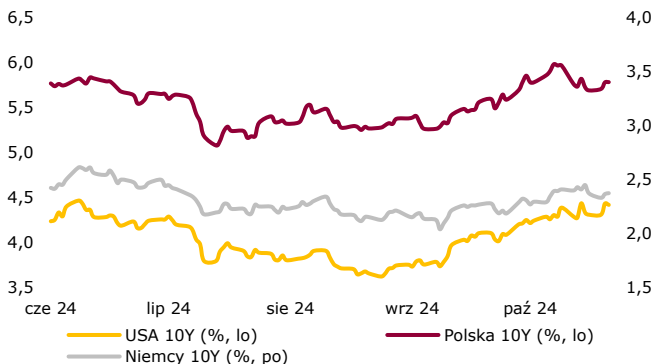
MAKROWIZJER  
LISTOPAD 2024

- 
Cień wyborów prezydenckich w USA padł na rynki
- 
Ciągle słaba kondycja europejskiego przemysłu
- 
Polski konsument już nie tylko z katarem, ale i z przeziębieniem

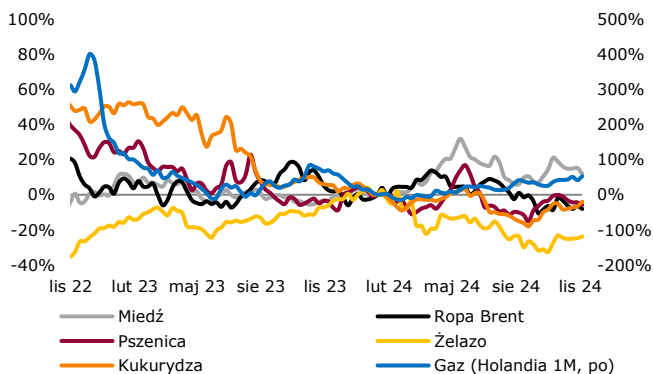
## Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



## Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



## Zmiana notowań bieżących kontraktów surowców względem końca '23 (średnie tygodniowe)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## Rynki akcji i długu

W październiku i na początku listopada na rynkach akcji obserwowaliśmy podwyższoną zmienność zarówno ze względu na sezon wynikowy spółek, jak i wybory prezydenckie w USA. Amerykańskie indeksy z dużym entuzjazmem przyjęły wygraną D. Trumpa w wyścigu o Białe Domy i po ogłoszeniu wyników w pierwszych dniach listopada zyskiwały znacząco. W tym roku WIG na tle światowych rynków wypada niezwykle słabo z dość skromnym wzrostem o 3,3% YTD, podczas gdy amerykański S&P500 rośnie o 25,5% YTD a niemiecki DAX o 13,6% YTD.

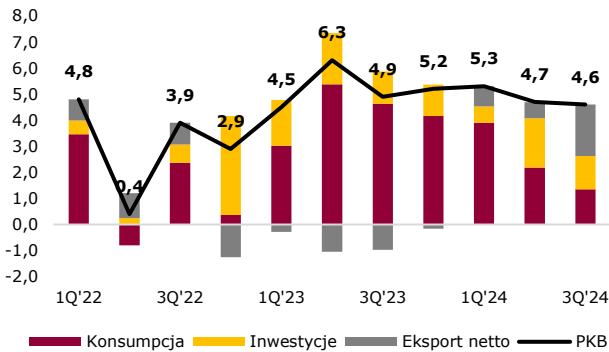
W przypadku rynku obligacji pod koniec października obserwowaliśmy coraz większe dowożenie możliwej wygranej D. Trumpa. Rentowności obligacji rosły, a po wrześniowych wzrostach na EUR-USD, dolar przeszedł do kontry i przez ostatnie tygodnie już się wyraźnie umacniał. Ze względu na to, że prezydentura republikańskiego kandydata może oznaczać wyższą ścieżkę inflacji, w momencie ogłoszenia wyników wyborów, rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji przesunęły się jeszcze mocniej w górę. Wzrosty rentowności zostały wstrzymane przez obniżkę stóp procentowych przez Fed w pierwszym tygodniu listopada. W Europie rentowności niemieckich obligacji również wzrosły, mocniej na długim końcu. Rentowności krajowych obligacji przesuwały się w górę, zarówno pod wpływem rynków bazowych, jak i ze względu na komunikowany przez członków RPP moment pierwszych obniżek stóp procentowych (pierwsze rozmowy na ten temat mogą rozpocząć się w marcu przyszłego roku).

## Surowce

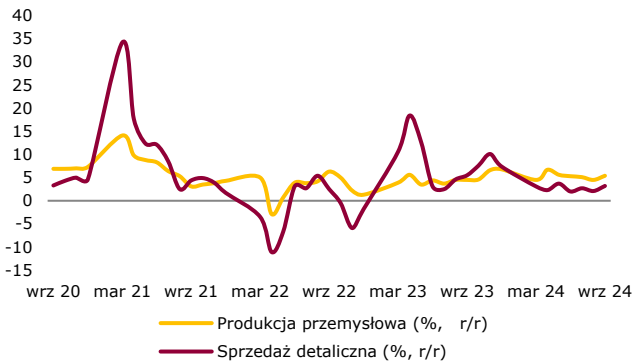
Wśród surowców, na mocny plus odznaczał się złoty kruszec: pod koniec października obserwowaliśmy ATH na złocie i notowania zbliżyły się do 2800 USD/uncję. Jednakże po rozstrzygnięciach wyborczych w USA, złoto zaliczyło dość spory spadek w okolice 2600 USD/uncję. Od początku roku wzrosty obserwujemy ciągle na notowaniach gazu oraz miedzi, podczas gdy płody rolne (pszenica i kukurydza) są na niższych poziomach niż na początku bieżącego roku. Po geopolitycznych zawirowaniach na Bliskim Wschodzie, ceny ropy brent w październiku powróciły do poziomów 70-72 USD za baryłkę, co powoduje, że aktualnie ropa jest tańsza niż w pierwszej połowie roku, gdy notowania osiągały poziom ponad 85 USD za baryłkę. Aktualnie konflikt na Bliskim Wschodzie wydaje się być pod kontrolą, co może w najbliższym czasie stabilizować ceny ropy.

Światowy indeks cen żywności FAO w październiku wzrósł do najwyższego poziomu od 1,5 roku i wynosi aktualnie 127,4 pkt. (+2% m/m). W ujęciu rocznym indeks zanotował wzrost o 5,5%. W październiku na plus były niemal wszystkie składowe indeksy cen żywności (z wyjątkiem indeksu cen mięsa, który lekko spadł o 0,3% m/m). Najmocniej rosły ceny olejów roślinnych (+7,3% m/m do najwyższego poziomu od 2 lat) między innymi ze względu na obawy o niższą od oczekiwań produkcję oleju palmowego w krajach Azji Południowo-Wschodniej, które są kluczowym producentem tego typu oleju. Ceny zboża w poprzednim miesiącu lekko

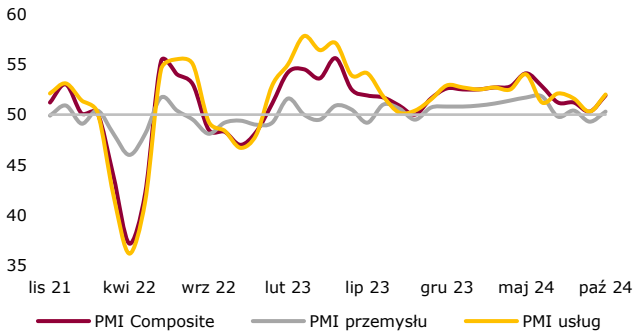
## PKB (% , r/r, realnie) i kompozycja (p.p), Chiny



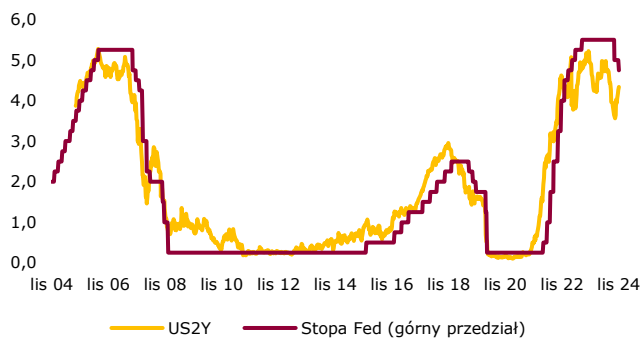
## Chiny – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



## Chiny – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



## Stopa Fed vs rentowności 2-letnich Treasuries (%)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

urośli (+0,8% m/m), ale są ciągle niższe niż w analogicznym okresie przed rokiem (-8,3% r/r).

## Chiny

Opublikowane w ostatnim miesiącu kwartalne dane o PKB w Chinach wskazały na spowolnienie wzrostu PKB w 3Q'24 do 4,6% r/r (wobec 4,7% r/r kwartał wcześniej). Odczyt był minimalnie powyżej oczekiwań rynkowych (4,5% r/r), ale jest to drugi miesiąc z rzędu ze spowolnieniem dynamiki. Problemem Chin ciągle pozostaje słaby popyt wewnętrzny. We wrześniu władze Chin wzmacniały konsumentów przez rządowe dotacje dóbr konsumpcyjnych, co częściowo możemy zaobserwować we wrześniowym odczycie sprzedaży detalicznej, która rosła o 3,2% r/r przy oczekiwaniach wzrostu o 2,5% r/r. Otwartym pozostaje pytanie, czy taka stymulacja będzie wystarczająca w kolejnych miesiącach i pozwoli to na dalsze wzrosty sprzedaży detalicznej, co może przełożyć się również na wyższe odczyty PKB w kolejnych kwartałach.

We wrześniu nieźle wyglądała produkcja przemysłowa w Chinach, która rosła o 5,4% r/r (konsensus: 4,6% r/r), co było największym wzrostem od maja br. Produkcja szczególnie odznaczała się na plus w segmencie wytwórczym (5,2% r/r), a także w sektorze produkcji i dostaw energii (+10,1% r/r). Produkcja w górnictwie pozostawała na stabilnym poziomie 3,7% r/r.

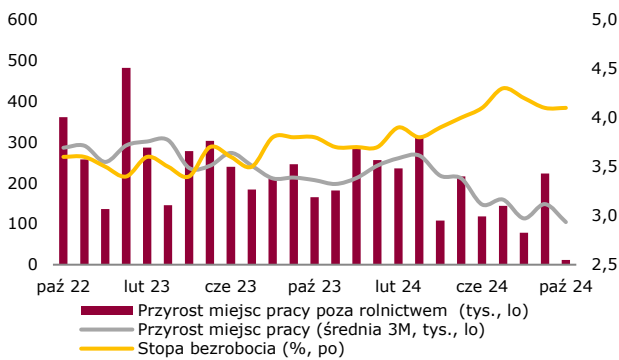
We wskaźnikach koniunktury widzimy w ostatnim miesiącu światło w tunelu, ponieważ PMI zarówno dla przemysłu jak i usług zauważalnie wzrósł wobec poprzedniego miesiąca. Odczyty nie są euforyczne, ale znajdują się powyżej neutralnej granicy 50 (PMI dla przemysłu: 50,3, PMI dla usług: 52). W przemyśle nastąpiła poprawa po słabszym wrześniu, co w dużej mierze wynikało z napływu nowych zleceń, które doprowadziły do wzrostu produkcji. Ponadto chińskie firmy zwiększały swoją aktywność zakupową i zapasy ze względu na zaufanie co do poziomu produkcji w przyszłości. Poprawił się popyt wewnętrzny, natomiast ciągle wyzwaniem pozostają zamówienia eksportowe, które nadal spadały.

Z punktu widzenia makroekonomicznego i globalnej gospodarki, prezydentura D. Trumpa może okazać się kolejnym schodkiem do pokonania dla gospodarki Państwa Środka. Przedstawiciel republikanów w swojej kampanii wyborczej zapowiadał podwyższenie ceł dla chińskich wyrobów i nawet jeżeli ostateczne decyzje Białego Domu będą łagodniejsze niż przedwyborcze zapowiedzi, to i tak jakaś forma zaostrzenia relacji handlowych z USA jest niemal pewna.

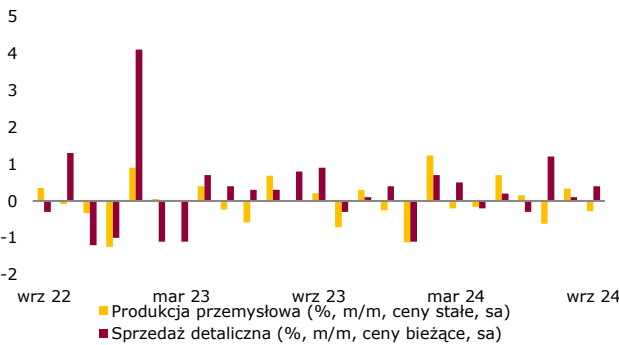
## USA

Na początku listopada głównym wydarzeniem za oceanem były zdecydowanie wybory prezydenckie. Jeszcze w październiku trudno było jednoznacznie wyrokować o wyniku wyborów, a wiele sondaży i opinii medialnych wskazywało, że może być to jeden z najzacieklejszych bojów o Białą Dom w ostatnich latach. Jednak w dniu wyborów, im bliżej było zamknięcia lokali wyborczych, tym większy republikański ciężar kładł się na sondażach. Ostatecznie Donald Trump wygrał z dość solidną przewagą. W reakcji na wynik wyborów, amerykański rynek akcji zaczął rosnąć. Krzywa rentowności za oceanem przesunęła się dość istotnie w górę, ponieważ analizując zapowiedzi wyborcze kandydata republikanów można przewidywać, że w drugiej kadencji Trumpa będziemy obserwowali obniżki podatków, wprowadzenie ceł i ograniczenie podaży pracy (bardziej asertywna polityka

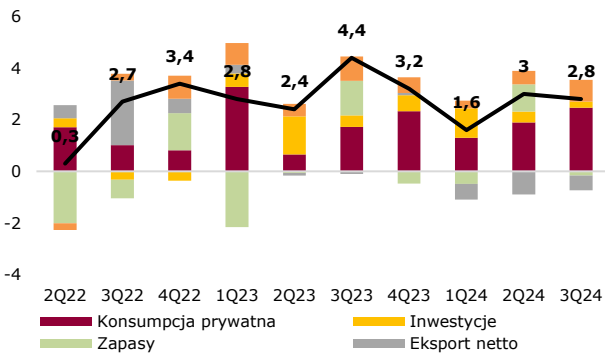
## USA – rynek pracy



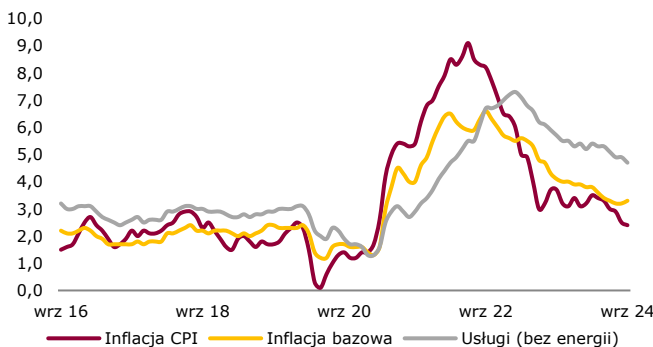
## Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa, USA



## Dynamika PKB (% k/k SAAR) i jego kompozycja, USA



## USA – inflacja CPI (% r/r)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

migracyjna). W takim scenariuszu rośnie ryzyko wyższej ścieżki inflacji w USA, co z kolei może prowadzić do wyższej ścieżki stóp procentowych Fed w kolejnych latach. Gdy kurs wyborczy opadł i wyłoniła się z niego rzeczywistość, w której republikanie wzięli pełen pakiet (Prezydent, a także większość w Senacie i Izbie Reprezentantów), wszyscy coraz mocniej zaczynają się zastanawiać w jakim tempie będą wprowadzane obietnice wyborcze D. Trumpa. Dla przypomnienia, najistotniejsze zapowiedzi to: wspomniane już obniżki podatków, walka z nielegalną imigracją, a także wyższe cła na towary zza granicy. Ponadto w trakcie kampanii wyborczej, prezydent elekt obiecywał, że będzie dążył do szybkiego zakończenia wojny na Ukrainie, co jest istotną obietnicą z naszego (polskiego) punktu widzenia. Na razie nie znamy dokładnych planów dotyczących rozwiązania tej kwestii, ale w najbliższym czasie będziemy się wsluchiwać w wypowiedzi na ten temat zza oceanu, a także oczekujemy na to, kto zajmie kluczowe stanowiska w amerykańskiej administracji.

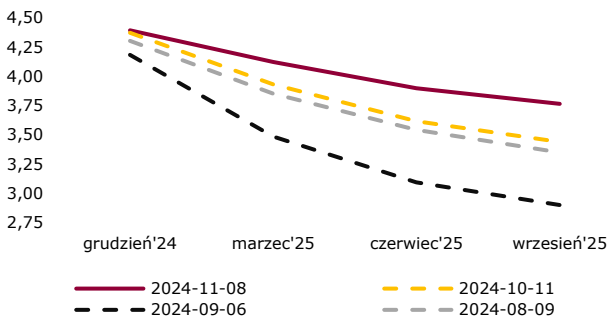
W ostatnim miesiącu mieliśmy niejednoznaczne dane z amerykańskiego rynku pracy, gdzie zatrudnienie poza rolnictwem w październiku wzrosło o 12 tys., podczas gdy konsensus wskazywał +115 tys. Ponadto zatrudnienie w sektorze prywatnym obniżyło się o 28 tys., przy oczekiwanych wzrostach o 90 tys. Słaby październikowy odczyt można częściowo tłumaczyć zdarzeniami jednorazowymi i losowymi, ponieważ był pod wpływem zdarzeń pogodowych (2 huragany) oraz strajków w Boeingu (które zgodnie z szacunkami mogły odjąć ok. 40 tys. miejsc pracy). Ponadto, październikowa stopa bezrobocia wyniosła w USA 4,1%, co było odczytem zgodnym z konsensem. Podsumowując, mimo negatywnej niespodzianki ze strony nowych miejsc pracy, całościowo sytuacja na amerykańskim rynku pracownika ciągle pozostaje stabilna, choć jest pod wpływem zdarzeń jednorazowych i losowych.

Sprzedaż detaliczna we wrześniu rosła minimalnie szybciej niż wskazywały na to oczekiwania rynkowe i wyniosła +0,4% m/m (konsensus: +0,3% m/m). W ujęciu rocznym odnotowaliśmy wzrost o 1,4%. Dane wskazują na ciągle stabilną pozycję amerykańskiego konsumenta, który wspierany jest wzrostem płac. Jednocześnie produkcja przemysłowa we wrześniu spadła o 0,3% m/m, co było odczytem minimalnie poniżej oczekiwań rynkowych (-0,2% m/m). Zgodnie z szacunkami Fed, wpływ na produkcję przemysłową miał zarówno strajk w Boeingu, jak i skutki dwóch huraganów, które we wrześniu przeszły przez tereny Stanów Zjednoczonych. W kolejnych miesiącach wpływ tych zdarzeń powinien być mniejszy, choć ciągle może być obserwowany.

Odczyt PKB USA w 3Q'24 był lekko poniżej oczekiwań (2,8% k/k SAAR vs 2,9%). Kwartał wcześniej gospodarka amerykańska wzrosła o 3,0% k/k SAAR. Taki odczyt z gospodarki, który nie wskazuje żadnego gwałtownego załamania, jest argumentem za ostrożnym podejściem do dalszego luzowania polityki monetarnej przez Rezerwę Federalną.

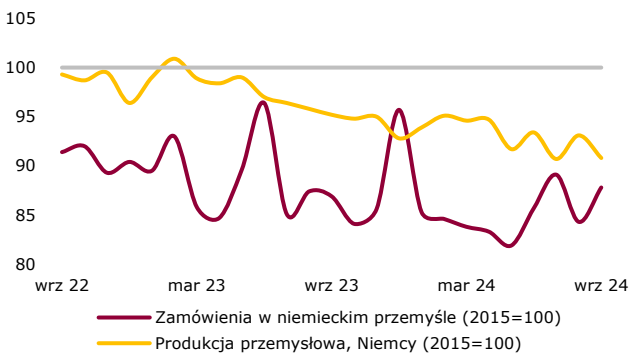
Inflacja w USA jest na najniższym poziomie od lutego 2021, choć wyzwaniem ciągle pozostaje inflacja usług. We wrześniu CPI wyniosła 2,4% r/r (konsensus: 2,3% r/r), inflacja bazowa 3,3% r/r (konsensus: 3,2% r/r), a inflacja usług 4,7% r/r. Na spadek inflacji we wrześniu największy wpływ miały ceny energii (spadały o 1,9% m/m s.a.), które w dużej mierze wynikały z niskich cen ropy (ceny benzyny były niższe o 4,1% m/m s.a.).

## Wycena stopy Fed (% , środek przedziału) w czasie



Rezerwa Federalna obniżyła na początku listopada stopy procentowe o 25 p.b. – co było działaniem zgodnym z oczekiwaniem rynków. FOMC wskazuje, że zgodnie z bieżącymi wskaźnikami, gospodarka w USA ciągle rozwija się w dobrym tempie, co było argumentem za tym, aby obniżka była o mniejszej skali niż we wrześniu. Na konferencji po posiedzeniu J. Powell mówił, że nic w bieżących danych nie sugeruje, aby Fed musiał się spieszyć z obniżkami stóp procentowych. Kolejne posiedzenie FOMC zaplanowane jest na grudzień – do tego czasu spływające dane będą kluczowe do podjęcia decyzji o ewentualnym dalszym cięciu stóp – bieżące wyceny rynkowe wskazują z dużym prawdopodobieństwem na obniżkę o 25 p.b. Jednocześnie po wyborze D. Trumpa na prezydenta, wyceny stóp Fed na kolejne kwartały przesunęły się zauważalnie w górę.

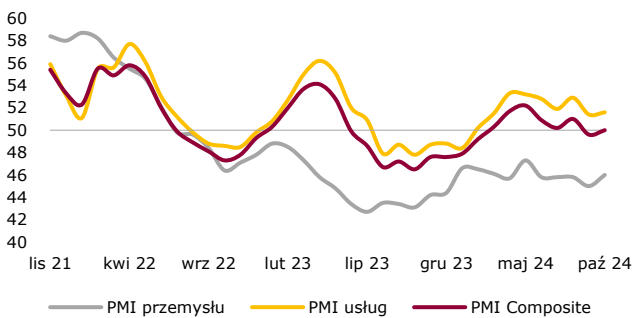
## Niemcy - produkcja i zamówienia



## Europa

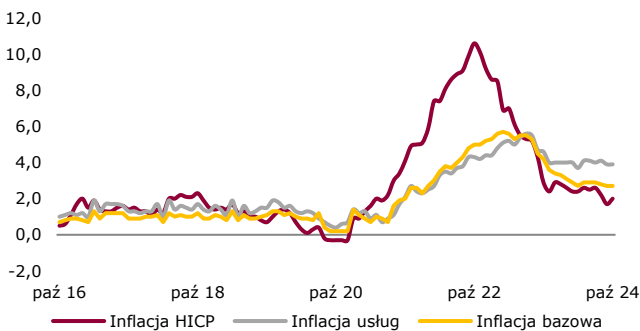
W październiku opublikowane zostały wstępne odczyty PKB w krajach europejskich. Dane dla Niemiec i całej strefy euro pozytywnie zaskoczyły, a gospodarki te wzrosły odpowiednio o 0,2% k/k (po wcześniejszym spadku o 0,1% k/k) i o 0,4% k/k. Także gospodarka Francji i Hiszpanii odnotowały wynik lepszy od oczekiwań (odpowiednio: +0,4% k/k oraz +0,8% k/k). We Włoszech odczyt w ujęciu k/k był niższy od oczekiwań i wyniósł 0%. Mimo wszystko, całościowo dane o europejskim PKB mogą być lekkim światełkiem w tunelu dla koniunktury, co wspiera kontynuowanie luzowania polityki pieniężnej przez EBC zgodnie z zapowiedziami bankierów centralnych: wolno, rozważnie i z uwzględnieniem spływających na bieżąco danych gospodarczych.

## Strefa euro – indeksy PMI (S&P Global)



Europejska gospodarka ciągle zmaga się z zastoje w segmencie przemysłowym. Produkcja przemysłowa w strefie euro w sierpniu wzrosła minimalnie: o 0,1% r/r w.d.a, po spadkach w poprzednich miesiącach. Niestety dużym problemem pozostaje ciągle sytuacja w największej gospodarce (Niemcy), gdzie produkcja przemysłowa we wrześniu spadała o 4,6% r/r w.d.a. (konsensus: -3,0% r/r w.d.a.). Zła sytuacja była przede wszystkim w segmencie motoryzacyjnym (spadek o 7,8% m/m), a na minus była również produkcja w sektorze chemicznym (-4,3% m/m). Na plus odznaczała się produkcja maszyn i urządzeń, choć wzrost nie był duży (+1,7% m/m). Całościowo dane są słabe i nawet lepsze od oczekiwań dane o zamówieniach z niemieckiego przemysłu we wrześniu (odczyt: +1% r/r w.d.a., konsensus: -2,1% r/r w.d.a.) nie przełamują marazmu, ponieważ były one napędzane kilkoma dużymi zamówieniami w sektorze produkcji pozostałego sprzętu transportowego (samoloty statki, pociągi, pojazdy wojskowe).

## Strefa euro – inflacja konsumentcka HICP (% , r/r)

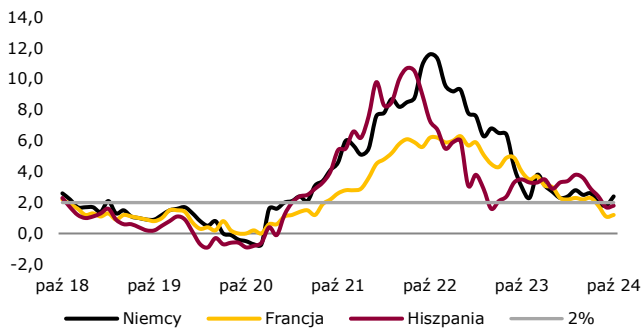


Sprzedaż detaliczna w strefie euro we wrześniu wzrosła o 2,9% r/r w.d.a. przy oczekiwaniach na poziomie +1,3% r/r w.d.a. Zrewidowane w górę zostały również dane za sierpień do +2,4% r/r w.d.a. (wobec +0,8% r/r w.d.a. wcześniej). W ujęciu miesięcznym, sprzedaż detaliczna rosła o 0,5% s.a. w całej strefie euro (konsensus: +0,4% m/m s.a.). Patrząc szerzej na kraje Unii Europejskiej, w ujęciu m/m najbardziej rosła sprzedaż w Belgii, Danii i Chorwacji (+2,1%) oraz w Niemczech (+1,2%), natomiast największe spadki odnotowaliśmy w Słowenii (-2,6%) oraz w Polsce (-2,0%).

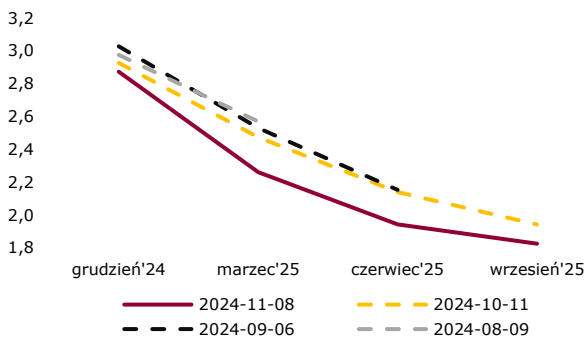
Odczyty PMI dla usług z krajów europejskich za październik w większości krajów europejskich uplasowały się powyżej 50 (Niemcy: 51,6; Włochy 52,4; Hiszpania: 54,9). Poniżej neutralnej granicy znalazł się PMI dla usług we Francji: 49,2. W całej strefie euro indeks jest na poziomie 51,6 (wobec 51,4 przed miesiącem), co potwierdza obserwacje z ostatnich miesięcy: w Europie w usługach jest lepiej niż w przemyśle.

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

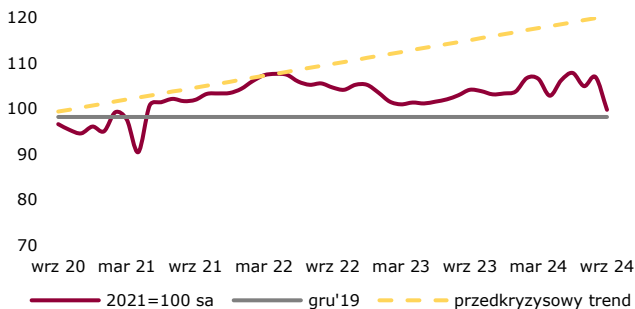
## Inflacja CPI (% r/r), wybrane kraje



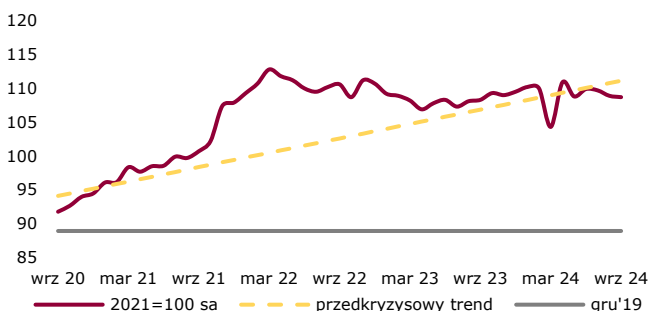
## Wycena stopy depozytowej EBC w czasie (%)



## Polska – sprzedaż detaliczna (2021=100, wyr. sez., ceny stałe)



## Produkcja przemysłowa (2021=100, wyr. sez., ceny stałe), Polska



Źródło: Bloomberg, GUS opracowanie własne DAM

Indeks PMI dla przemysłu w strefie euro wzrósł z 45 przed miesiącem do 46 w październiku. PMI dla przemysłu w Niemczech wyniósł 43, co było zdecydowaną poprawą względem poprzedniego miesiąca (40,6), ale dystans do neutralnej granicy 50 jest ciągle duży. Wyzwaniem pozostaje sytuacja w sektorze motoryzacyjnym oraz popyt zagraniczny (m.in. z Chin). Promykiem nadziei dla europejskiego przemysłu może być polityka monetarna – EBC w tym roku obniżył stopy procentowe już 3-krotnie i spodziewane jest jeszcze jedno cięcie o 25 p.b. w grudniu.

Po przejściowym pobytku inflacji HICP w strefie euro poniżej celu inflacyjnego EBC we wrześniu, w październiku odczyt HICP wzrósł do 2% r/r. Inflację podwyższają ceny jedzenia (2,9% r/r) oraz usług (3,9% r/r), podczas gdy na minus oddziałują ceny energii (-4,6% r/r). Najwyższą inflację odnotowaliśmy w Belgii (4,7% r/r) oraz Estonii (4,5% r/r), a najniższą w Słowenii (0,0% r/r) oraz Irlandii (0,1% r/r) i Litwie (0,1% r/r). Inflacja w największej gospodarce, czyli w Niemczech przyspieszyła i była wyższa od oczekiwań (2,4% r/r vs 1,8% r/r miesiąc wcześniej). Rosnące odczyty inflacyjne mają nieco jastrzębi wydzźwięk i wspierają grudniową obniżkę stóp EBC na poziomie 25 p.b. zamiast o 50 p.b.

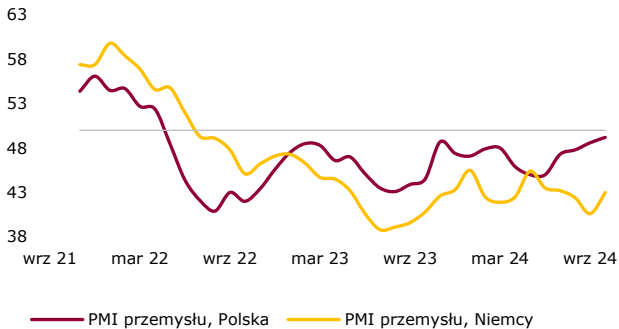
W cieniu amerykańskich wyborów, obserwujemy rozgrywki polityczne również w Europie. W dniu wygrania wyścigu o Biały Dom przez D. Trumpa niemiecki kanclerz O. Scholz zaapelował o przedterminowe wybory. Niemiecka gospodarka nie może wrócić na właściwe tory od czasów pandemii Covid-19 i wojny na Ukrainie, a dużą słabością cechuje się sektor produkcyjny, który zмага się zarówno ze słabym popytem zagranicznym, jak i wysokimi kosztami kredytów. To właśnie różnice zdań na temat sposobów żywienia niemieckiej gospodarki, które w debacie publicznej obecne są już od dłuższego czasu, przyczyniły się do tak drastycznego rozwiązania, jak apel o przedterminowe wybory. Głosowanie w sprawie wotum zaufania dla rządu ma odbyć się w styczniu, co może przesunąć przyszłoroczne wybory z września na marzec. Rozpad koalicji rządzącej w Niemczech na niecały rok przed wyborami nie jest sytuacją, którą obserwowalibyśmy często, co tylko utwierdza nas w przekonaniu, w jak trudnym położeniu jest niemiecka gospodarka.

W październiku EBC dokonał obniżki stóp procentowych o 25 p.b. (stopa depozytowa wynosi aktualnie 3,25%). Następne decyzje będą mogły zapaść dopiero na początku grudnia i wyceny rynkowe aktualnie wskazują na cięcia o 25 p.b. Z jednej strony obserwujemy nienajlepsze odczyty z europejskich gospodarek, które mogłyby wskazywać nawet na większą skalę obniżek, ale z drugiej należy mieć na uwadze wzrost inflacji w strefie euro w październiku, który będzie ograniczał apetyt decydentów EBC na szybkie i gwałtowne cięcia stóp.

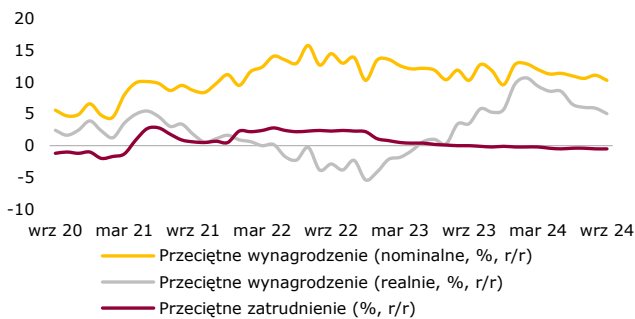
## Polska

Październik przyniósł w Polsce wzrost inflacji do 5,0% r/r, a także słabe dane z naszej gospodarki: przede wszystkim rozczarowującą sprzedaż detaliczną we wrześniu, która spadła o 3% r/r w cenach stałych, przy konsensusie wzrostu powyżej 2% r/r. Po wyrównaniu sezonowym sprzedaż wg GUS spadła aż o 6,7% m/m wyr. sez. Jak w poprzednich miesiącach mogliśmy mówić o katarze u polskiego konsumenta, tak aktualny odczyt bardziej odpowiada przeziębieniu. Skala spadku z września odpowiadałaby bardziej obserwacjom z okresu pandemicznego niż tegorocznej normalizacji i ożywienia w konsumpcji. W rozbiciu danych na różne kategorie w oczy rzuca się wydatne

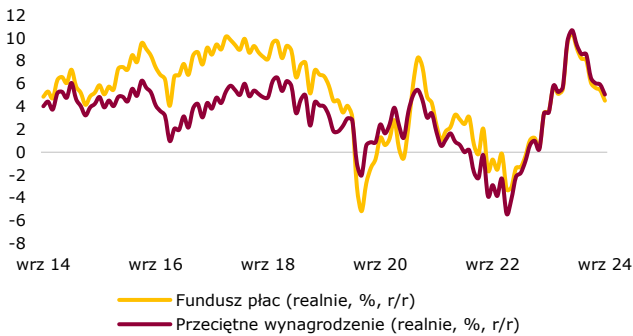
## Polska – PMI przemysłu vs Niemcy



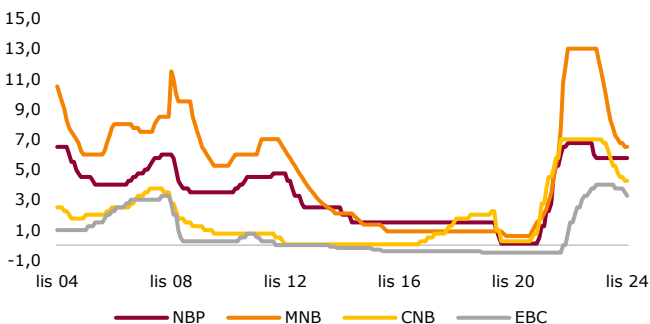
## Rynek pracy w sektorze przedsiębiorstw, Polska



## Polska – fundusz płac i wynagrodzenie realne



## Stopy procentowe w regionie CEE (bazowa, %), Polska, Węgry, Czechy, EBC



Źródło: Bloomberg, GUS opracowanie własne DAM

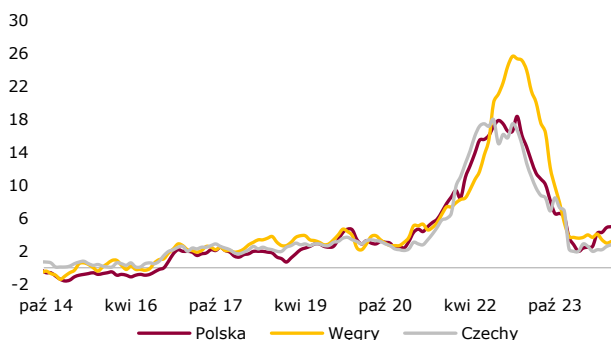
pogorszenie względem wyniku sierpniowego w obszarze wydatków na żywność i napoje oraz na paliwo. Tu odnotowane zostały spadki odpowiednio o 7,6% r/r oraz o 4,8% r/r. W pozostałych obszarach również widać istotne pogorszenie dynamik względem sierpnia. Najmocniejsza pozostaje kategoria związana ze sprzedażą w sektorze motoryzacyjnym (11,2% r/r). Ogólny wydzźwięk jest zatem taki, że wrześniowa słabość w sprzedaży detalicznej jest raczej rozlana szeroko na wszystkie kategorie. Trudno jednoznacznie wytłumaczyć tak znaczne osłabienie. Jednym z powodów pogorszenia może być wrześniowa powódź, ale zasięg tego zjawiska naszym zdaniem był zbyt mały, aby całościowo tłumaczyć załamanie sprzedaży detalicznej. Ponadto obserwujemy pogorszenie dynamiki realnych wynagrodzeń w drugiej połowie roku, ale ten element był z nami obecny od jakiegoś czasu. Być może dodatkowo negatywnie odbiło się zakończenie okresu wakacyjnego. Ostatnio konsumenci wykazują zwiększoną skłonność do wydatków w usługach, m.in. tych związanych z czasem wolnym i rekreacją, które we wrześniu mogły zostać przycięte. Ocena w jakiej części wrześniowy słaby odczyt sprzedaży detalicznej to zjawisko jednorazowe, a w jakiej sygnał trwałej negatywnej tendencji musi poczekać przynajmniej do odczytu za październik. Wrześniowy odczyt może wskazywać na hamujące ożywienie w popycie konsumpcyjnym.

Produkcja przemysłowa również zaskoczyła lekko negatywnie. Konsensus wskazywał na wzrost o 0,2% r/r, a odczyt wypadł na poziomie -0,3% r/r. Po wyrównaniu sezonowym produkcja przemysłowa obniżyła się o 0,2% m/m. Ogólny wniosek jest taki, że w krajowym przemyśle nadal obserwujemy marazm, z nieco lepszymi wynikami producentów nastawionych na popyt konsumpcyjny, a gorszymi na popyt inwestycyjny. Wciąż dość słabo wygląda sytuacja w automotive oraz urządzeniach elektrycznych, co wiąże się z pogorszeniem koniunktury w tym obszarze u europejskich producentów, w tym osłabieniem popytu na auta elektryczne. Sektor przemysłowy czeka na pełniejsze ożywienie krajowe i przyspieszenie ożywienia popytu zagranicznego. Na polskiej produkcji przemysłowej z pewnością cieniem kładzie się sytuacja w niemieckim przemyśle, która od wielu miesięcy jest niepokojąca.

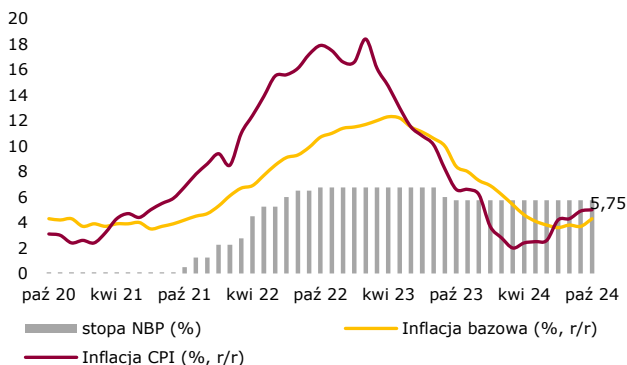
W produkcji budowlano-montażowej także nie widać jeszcze poprawy. We wrześniu sprzedaż w tym obszarze spadła o 9% r/r wobec -9,6% r/r w sierpniu. Po wyrównaniu sezonowym odnotowany został niewielki wzrost o 0,9% m/m. Sektor budowlany od początku tego roku pozostaje pod presją zakończenia wydatkowania środków z poprzedniej perspektywy unijnej i czeka na napływ środków z nowego budżetu UE oraz z KPO. Na przełomie 2024/2025 powinno przyspieszyć wydatkowanie środków unijnych, co sugeruje zbliżające się ożywienie w sektorze w perspektywie najbliższych miesięcy. Impulsem wzrostowym może być również odbudowa po powodzi.

PMI dla przemysłu w Polsce w październiku wzrósł do 49,2 z 48,6 miesiąc wcześniej i był powyżej konsensusu (48,6). Aktualny poziom jest najwyższy od ponad dwóch lat, choć ciągle poniżej neutralnego poziomu 50. Z jednej strony mieliśmy do czynienia ze zwiększeniem produkcji przez polskich producentów, ale wzrost ten był mały. Z drugiej strony napływ nowych zamówień znów osłabł i był to 32 miesiąc z rzędu spadku. Z dobrych informacji możemy wskazać, że w przemyśle zwiększyło się zatrudnienie w ostatnim miesiącu. Jeśli chodzi o prognozy polskich producentów na najbliższe 12 miesięcy, to są one ciągle pozytywne, choć poziom optymizmu jest najniższy od sierpnia 2023. Część przedsiębiorstw wskazuje, że obawy o

## Inflacja CPI, Polska, Węgry, Czechy



## Polska – inflacja CPI i stopa bazowa NBP



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

przyszłość wynikają z kondycji niemieckiej gospodarki i sektora motoryzacyjnego. Takie odczucia względem naszego zachodniego sąsiada nie są nieuzasadnione, ponieważ finalny odczyt PMI dla przemysłu w Niemczech w październiku wyniósł 43, co było poprawą względem poprzedniego miesiąca (40,6), ale dystans do neutralnej granicy 50 jest ciągle duży.

Wrześniowe dane o rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw pokazują, że trwa schłodzenie. Przeciętne zatrudnienie, zgodnie z oczekiwaniami, obniżyło się podobnie jak w sierpniu o 0,5% r/r. Wrześniowy spadek o 0,1% m/m nie odstawał jednak od sezonowych zmian z ostatniego roku i dwóch lat przed pandemicznych. Jednocześnie mocniej od oczekiwań przyhamowała dynamika płac będąca we wrześniu na poziomie 10,3% r/r, najniższym w tym roku. W ujęciu realnym płace wzrosły o 5,2% r/r, również najwolniej w tym roku - realne wynagrodzenia są aktualnie zdecydowanie niższe niż na początku roku.

Zgodnie z szybkim szacunkiem GUS, inflacja w Polsce w październiku wyniosła zgodnie z konsensem 5,0% r/r, co oznacza wzrost o 0,1 p.p. wobec września. W ujęciu miesięcznym wzrost przyspieszył do 0,3% wobec 0,1% we wrześniu, co wynikało z rosnących cen żywności i nośników energii. Z drugiej strony ceny paliw spadły o 2,2% m/m i pozostały bez zmian wobec października poprzedniego roku. Odczyt z września jest z pewnością zauważany przez RPP, która ciągle jest powściągliwa w luzowaniu polityki monetarnej. Na konferencji po listopadowym posiedzeniu, prezes A. Glapiński nie zmienił swojego zdania, które komunikował po ostatnim posiedzeniu i dalej wskazuje, że w jego odczuciu, pierwszym momentem na ewentualne obniżki stóp procentowych będzie marzec'25, przy założeniu, że publikowana wtedy ścieżka inflacji będzie pokazywała spadek inflacji w dalszej części roku.

Po listopadowym posiedzeniu RPP poznaliśmy również nową projekcję inflacji i PKB. W listopadowej aktualizacji NBP pokazał projekcję w dwóch wariantach. Scenariusz bazowy zakłada pełne odmrożenie cen energii od początku 2025. W takim wypadku inflacja w 2025 będzie ciągle wysoka (średnio 5,6%, z wyższą pierwszą połową roku), ale z perspektywą powrotu w okolice celu w 2026. W scenariuszu dalszego mrożenia cen energii inflacja CPI sięgnie średnio 4,3% w 2025 i w okolicach celu (2,5% +/- 1 p.p.) znajdzie się w drugiej połowie przyszłego roku. W obu przypadkach warunek często podawany przez decydentów z RPP do cięcia stóp (osiągnięcie szczytu przez CPI i perspektywa spadku) może zostać osiągnięty w 1 połowie 2025. Podtrzymujemy zatem naszą prognozę powolnych obniżek stóp w 2025 (-75 p.b.).



## Prognoza makroekonomiczna z dnia 20-09-2024

	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24P	3q24P	2024P	2025P
<b>Wzrost gospodarczy</b>								
PKB (realnie, %, r/r)	-0,6	0,5	1,0	2,0	3,2	3,4	3,1	4,0
Inwestycje (realnie, %, r/r)	16,5	11,3	15,8	-1,8	2,7	2,7	0,8	7,6
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,7	3,7	4,7	4,0
<b>Ceny i płace</b>								
Inflacja CPI - koniec okresu (%, r/r)	11,5	8,2	6,2	2,0	2,6	4,9	4,9	2,8
Inflacja CPI - średnio (%, r/r)	13,1	9,7	6,4	2,8	2,5	4,5	3,6	4,5
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (%, r/r)	13,8	11,0	12,0	14,4	14,7	13,4	13,7	7,5
<b>Rynek pracy</b>								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,1	5,0	5,1	5,3	4,9	5,0	5,0	5,0
Bezrobocie - średnio (%)	5,2	5,0	5,0	5,4	5,0	5,0	5,1	5,0
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (%, r/r)	0,1	0,5	0,1	-0,8	-0,5	0,1	-0,4	0,2
<b>Stopy procentowe</b>								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,00
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,78	5,91	5,20	5,44	5,75	5,26	5,27	4,89

## Prognozy wybranych danych miesięcznych

	wrz 23	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24
<b>Stopa referencyjna NBP (%)</b>	5,75	5,75	5,75	5,75	<b>5,75</b>
konsensus Parkiet					5,75
<b>Produkcja przemysłowa (%, r/r, ceny stałe)</b>	-3,3	-1,5	-0,3	<b>2,3</b>	
konsensus Parkiet		t		1,6	
<b>Produkcja budowlano-montażowa (%, r/r, ceny stałe)</b>	11,5	-9,6	-9,0	<b>-6,8</b>	
konsensus Parkiet				-6,8	
<b>Sprzedaż detaliczna (%, r/r, ceny stałe)</b>	-0,3	2,6	-3,0	<b>0,7</b>	
konsensus Parkiet				0,5	
<b>Inflacja konsumencka (%, r/r)</b>	8,2	4,3	4,9	<b>5,1</b>	
konsensus Parkiet				5,0	
<b>Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii) (%, r/r)</b>	8,4	3,7	4,3	<b>4,2</b>	
konsensus Parkiet				4,2	
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	5,0	5,0	5,0	<b>5,0</b>	
konsensus Parkiet				5,0	
<b>Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)</b>	0,0	-0,5	-0,5	<b>-0,5</b>	
konsensus Parkiet				-0,5	
<b>Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)</b>	10,3	11,1	10,3	<b>10,6</b>	
konsensus Parkiet				10,0	
<b>Eksport towarów (%, r/r, EUR)</b>	-5,2	-3,3	<b>0,5</b>		
konsensus Parkiet			-1,5		
<b>Import towarów (%, r/r, EUR)</b>	-12,8	4,9	<b>6,0</b>		
konsensus Parkiet			6,0		

prognozy DAM na dany okres zaznaczone są pogrubioną czcionką

## Dział Analiz Makroekonomicznych

### **Agata Filipowicz-Rybicka**

Główny Ekonomista  
Dyrektor Działu Analiz Makroekonomicznych  
agata.filipowicz-rybicka@alior.pl

### **Marta Skrzypczyńska**

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
marta.skrzypczynska@alior.pl

### **Paweł Bojar**

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
pawel.bojar@alior.pl

### **Jakub Szczepaniec**

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
jakub.szczepaniec@alior.pl

Powyższy materiał (dalej Materiał) został przygotowany przez Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Bank SA. Właścicielem Materiału jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie. Powielanie bądź publikowanie Materiału lub jego części bez pisemnej zgody Alior Bank S.A. jest zabronione.

Materiał ma charakter informacyjny, w szczególności nie stanowi: rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, rekomendacji udzielonej w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego (usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne), porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym, badania inwestycyjnego, jak również nie może być traktowany jako usługa doradztwa podatkowego bądź prawnego.

Alior Bank S.A. podjął starania, aby Materiał został sporządzony w sposób rzetelny, z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności oraz z należytą starannością.

Materiał wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Alior Bank S.A. nie zobowiązuje się do aktualizacji Materiału po dniu publikacji. Materiał został sporządzony na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Dział Analiz Makroekonomicznych za wiarygodne, przy czym Alior Bank S.A. ani sporządzający Materiał pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za rzetelność oraz prawdziwość materiałów źródłowych sporządzonych przez podmioty trzecie, a wykorzystanych do opracowania Materiału.

Materiał może zawierać prognozy co do zdarzeń przyszłych, które są niepewne oraz są obciążone ryzykiem błędu.

Podejmując decyzje inwestycyjne Klient powinien kierować się własną, niezależną oceną. Klient ponosi pełną odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych.

Źródłem danych są m.in. GUS, NBP, PAP, Refinitiv, Bloomberg, GPW, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.



MAKROWIZJER