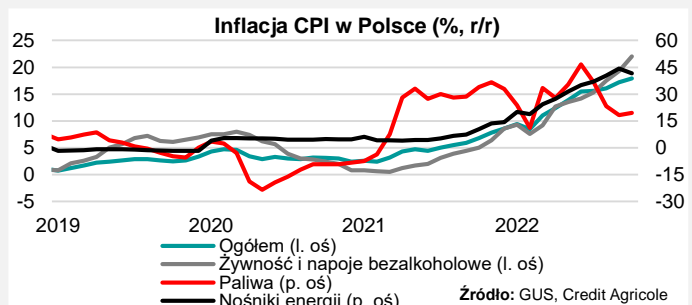


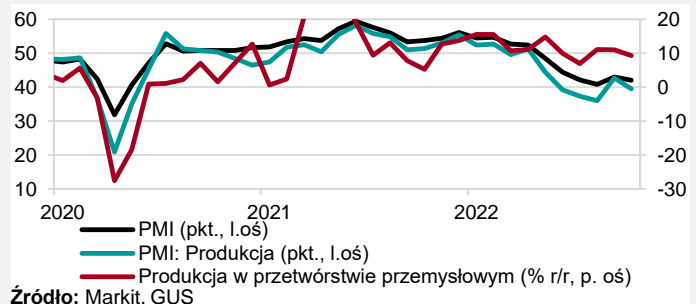
W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja danych o inflacji w Polsce.** Naszym zdaniem nie zmieniła się ona w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 17,9% r/r. Wzrost inflacji bazowej i dynamiki cen żywności został skompensowany przez niższe tempo wzrostu cen paliw i nośników energii. Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu (18,0%), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W środę opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Rynek oczekuje, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w listopadzie do 10,4% r/r wobec 10,6% w październiku. We wtorek dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Rynek oczekuje, że zmniejszyła się ona do 11,2% r/r w listopadzie z 11,6% w październiku. Publikacja danych o inflacji będzie naszym neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Rynek oczekuje, że indeks Caixin PMI obniżył się do 48,9 pkt. w listopadzie z 49,2 pkt. w październiku. Prognozujemy, że indeks PMI wg CFLP zmniejszył się do 49,0 pkt. w listopadzie z 49,2 pkt. w październiku. Czynnikiem negatywnym dla nastrojów przedsiębiorstw jest ryzyko rozprzestrzenienia się pandemii COVID-19 i towarzyszące mu restrykcje. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 175 tys. osób w listopadzie wobec wzrostu o 261 tys. w październiku, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,7%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 203 tys. w listopadzie wobec 239 tys. w październiku). W czwartek poznamy indeks ISM dla przetwórstwa, który zmniejszył się naszym zdaniem do 49,5 pkt. w listopadzie z 50,2 pkt. w październiku, co będzie spójne ze spadkiem wskaźnika PMI dla przetwórstwa. Na środę zaplanowana jest publikacja drugiego szacunku PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB nie zostało zrewidowane w porównaniu do wstępnego szacunku i wyniosło 2,6%. Prognozujemy, że inflacja PCE ogółem zmniejszyła się do 6,1% w październiku z 6,2% we wrześniu przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 5,0% r/r z 5,1%. Uważamy, że indeks Conference Board (99,0 pkt. w listopadzie wobec 102,5 pkt. w październiku) wskaże na pogorszenie się nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
- W środę poznamy finalny szacunek PKB w III kw.** wraz z jego strukturą. Oczekujemy, że dynamika PKB ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniesie 3,5% r/r wobec 5,8% w II kw. Uważamy, że głównym źródłem zmniejszenia dynamiki PKB w III kw. w porównaniu do II kw. był niższy wkład konsumpcji, będący efektem obniżającego się realnego tempa wzrostu funduszu płac, a także silnego pogorszenia koniunktury konsumenckiej. Oczekujemy również lekkiego spowolnienia inwestycji ogółem w III kw., które będzie oddziaływało w kierunku zmniejszenia dynamiki PKB pomiędzy II i III kw. Wsparciem dla takiej oceny są piątkowe dane o inwestycjach w przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 50 osób – ich wzrost spowolnił do 5,7% r/r w III kw. wobec 7,4% w II kw. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast najprawdopodobniej wyższy wkład eksportu netto, który w naszej ocenie był głównym źródłem



wzrostu gospodarczego w III kw. Zwiększeniu wkładu eksportu netto do wzrostu PKB sprzyjało wyhamowanie popytu konsumpcyjnego w Polsce, a także odnotowane w poprzednich miesiącach istotne osłabienie złotego względem głównych walut. Publikacja danych o PKB nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

W czwartek opublikowane zostaną listopadowe dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce. Oczekujemy, że wskaźnik PMI zwiększył się do 43,2 pkt. z 42,0 pkt. w październiku. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi lekka poprawa koniunktury odnotowana w badaniach GUS, jak również wzrost indeksu PMI dla strefy euro i Niemiec (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.



W zeszłym tygodniu

Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zmniejszyła się w październiku do 6,8% r/r wobec wzrostu o 9,8% we wrześniu, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (7,8%) spójnego z naszą prognozą. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w październiku o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,3% we wrześniu. Był to zatem pierwszy od czerwca br. spadek odsezonowanej produkcji w ujęciu m/m. W strukturze produkcji na szczególną uwagę zasługuje utrzymywanie się jej szybkiego wzrostu w branżach eksportowych. Naszym zdaniem wsparciem dla produkcji w branżach eksportowych jest redukcja zaległości produkcyjnych przy jednoczesnym osłabieniu barier podażowych (por. MAKROpuls z 22.11.2022). Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 3,9% r/r w październiku wobec wzrostu 0,3% we wrześniu, co było wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (0,9%) i naszej prognozy (-1,0%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w październiku o 5,0% m/m. Uważamy jednak, że wzrost produkcji budowlano-montażowej ma charakter przejściowy i uwzględniając wysokie bariery podażowe (silny wzrost cen materiałów budowlanych) i popytowe (zmniejszenie dostępności kredytów mieszkaniowych i spadek popytu gotówkowego na mieszkania związany z niepewnością towarzyszącą wojnie w Ukrainie) w najbliższych miesiącach oczekujemy kontynuacji stopniowego spadku aktywności w budownictwie (por. MAKROpuls z 23.11.2022). Tym samym dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej stanowią wsparcie dla naszego scenariusza „miękkiego lądowania” zakładającego, że dynamika polskiego PKB w 2023 r. wyraźnie obniży się, jednak pozostanie ona dodatnia (1,2% r/r wobec 4,5% w 2022 r. i 6,8% w 2021 r.).

Dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w październiku do 18,3% r/r wobec 21,9% we wrześniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (21,0%) oraz naszej prognozy (19,0%). Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych zwiększyła się w październiku o 0,7% r/r wobec wzrostu o 4,1% we wrześniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyła się w październiku o 1,3% m/m, co wskazuje, że komunikowany przez nas w ostatnich miesiącach scenariusz zakładający stopniowe spowolnienie popytu konsumpcyjnego zaczyna się materializować. Ze scenariuszem zakładającym stopniowe spowolnienia popytu konsumpcyjnego zgodna jest również struktura danych, wskazująca na obniżenie dynamiki sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych we wszystkich jej kategoriach. Jednocześnie na szczególną uwagę zasługuje dalszy spadek sprzedaży w ujęciu rocznym obserwowany m.in. w kategoriach „meble, RTV, AGD” oraz

„pojazdy samochodowe, motocykle, części”, co świadczy o słabnącym popycie gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku (por. MAKROpuls z 23.11.2022). Dane o sprzedaży detalicznej są spójne z naszą oceną, zgodnie z którą w całym horyzoncie naszej prognozy, tj. do końca 2023 r., roczna dynamika konsumpcji nie przekroczy 0,5% r/r.

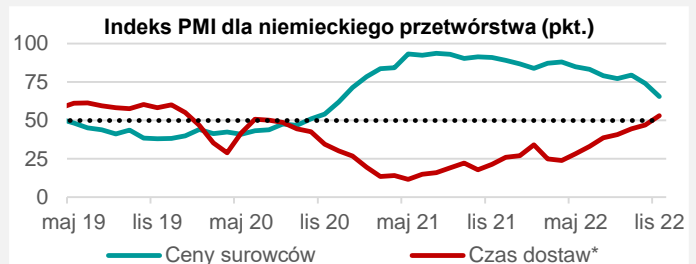
➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w październiku do 13,0% r/r wobec 14,5% we wrześniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (13,8%) oraz naszej prognozy (14,2%).** Wyraźny spadek dynamiki wynagrodzeń pomiędzy wrześniem a październikiem wynikał w znacznym stopniu z wygaśnięcia jednorazowych efektów (wypłat premii, dodatków), które przejściowo podbiły ścieżkę wynagrodzeń we wrześniu. Choć badania koniunktury wskazują na utrzymującą się presję płacową, to podtrzymujemy naszą ocenę, że w warunkach rosnących kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego roczna dynamika wynagrodzeń będzie kształtowała się w lekkim trendzie spadkowym (por. MAKROpuls z 22.11.2022). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się do 2,4% r/r w październiku z 2,3% we wrześniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (2,2%) i naszej prognozy (2,3%). Zatrudnienie zwiększyło się o 7,1 tys. w ujęciu miesięcznym i był to najsilniejszy październikowy wzrost od 2016 r. Mimo lepszych od oczekiwań danych podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach dojdzie do dalszego obniżenia rocznego tempa wzrostu zatrudnienia z uwagi na zmniejszenie popytu na pracę powiązane z oczekiwanym przez nas spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Zwiększenie dynamiki zatrudnienia oraz szybszy spadek realnych płac w sektorze przedsiębiorstw złożyły się na zmniejszenie realnej dynamiki funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do -1,9 % r/r w październiku wobec -0,1% we wrześniu i 0,6% w III kw. Dane o funduszu płac stanowią zatem wsparcie dla naszej prognozy dalszego spowolnienia wzrostu konsumpcji w IV kw. (0,5% r/r wobec 0,8% w III kw.).

➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes z listopadowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie dostarczyły one nowych istotnych informacji z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej w USA. Zgodnie z zapisem dyskusji wielu członków FOMC uważa, że polityka pieniężna zbliżyła się do poziomu, który można uznać za wystarczająco restrykcyjny, a tym samym spowolnienie tempa podwyżek stóp procentowych wydaje się odpowiednie. W tym samym czasie kilku członków FOMC wyraziło bardziej zachowawcze stanowisko, zgodnie z którym z obniżeniem tempa podwyżek należy poczekać do momentu, aż polityka pieniężna będzie w większym stopniu restrykcyjna oraz pojawią się bardziej wyraźne sygnały wskazujące, że inflacja zaczyna się zmniejszać. Choć większość członków FOMC zdaje się popierać obniżenie tempa podwyżek stóp procentowych, to warto podkreślić, że nie oznacza to zmiany nastawienia Rezerwy Federalnej w polityce pieniężnej. Treść *Minutes* wskazuje, że kluczowe z punktu widzenia członków FOMC przestaje być samo tempo podwyżek stóp procentowych, a coraz większe znaczenie ma ich docelowy poziom oraz kształt polityki pieniężnej po zakończeniu cyklu podwyżek. Uwzględniając wymienione wyżej czynniki, a także utrzymującą się w USA silną presję inflacyjną w połączeniu z dobrą sytuacją na rynku pracy, zrewidowaliśmy w górę naszą ścieżkę stóp procentowych w USA. Obecnie oczekujemy, że Fed podniesie stopy procentowe w grudniu o 50pb (50pb przed rewizją), w lutym o 50pb (25pb) oraz w marcu o 25pb (brak podwyżki), kończąc tym samym cykl podwyżek z docelowym przedziałem dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wynoszącym [5,00%; 5,25%]. Jednocześnie uważamy, że w 2024 r. Fed rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych i w całym 2024 r. zmniejszy stopy procentowe łącznie o 100pb.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z amerykańskiej gospodarki.** Zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w październiku o 1,0% m/m wobec wzrostu o 0,3% we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,4%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w październiku do 0,5% wobec -0,9% we wrześniu. Jednocześnie średnia dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się

w październiku do 6,6% r/r wobec 7,9% we wrześniu, co w naszej ocenie wskazuje na lekkie pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. Na nieznaczny wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały dane nt. sprzedaży nowych domów (632 tys. w październiku wobec 588 tys. we wrześniu). Nie zmienia to jednak naszej oceny, zgodnie z którą w najbliższych miesiącach w kierunku dalszego spadku aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości oddziaływać będzie obniżenie siły nabywczej amerykańskich gospodarstw domowych z uwagi na wysoką inflację, a także wysoki koszt kredytu hipotecznego wynikający z trwającego cyklu podwyżek stóp procentowych w USA. Z kolei na pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan (56,8 pkt. w listopadzie wobec 59,9 pkt. w październiku i 54,7 pkt. we wstępnym szacunku). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą amerykański PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,8% wobec wzrostu o 5,7% w 2021 r., a w 2023 r. wzrośnie o 0,5%.

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w listopadzie do 47,8 pkt. wobec 47,3 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (47,0 pkt.). Jednocześnie jest to jego pierwszy wzrost od kwietnia br.



Źródło: Markit, Credit Agricole

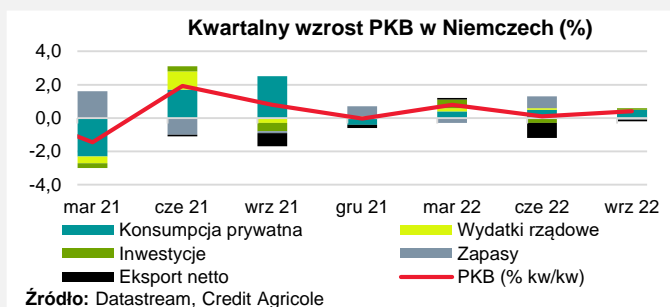
*im niższa wartość indeksu tym większe nasilenie problemu

Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu jego składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, podczas gdy składowa dla aktywności biznesowej w usługach nie zmieniła się. Spadek zagregowanych indeksów PMI został odnotowany we Francji, podczas gdy w Niemczech oraz w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do ich zwiększenia. Uważamy, że wzrost zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro nie jest sygnałem poprawy koniunktury, lecz jedynie nieznaczną korektą po jego silnym spadku indeksu miesiąc temu. Wsparcie dla takiej oceny stanowi struktura danych, w której na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się silny spadek popytu widoczny zarówno w przetwórstwie, jak i w sektorze usług. Wynika on z podwyższonej niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarczego, a także ze spadku siły nabywczej kupujących będącego efektem utrzymującej się silnej presji inflacyjnej. W tej sytuacji firmy starają się ograniczać spadek bieżącej produkcji poprzez realizację zaległości produkcyjnych, co widoczne jest szczególnie w przetwórstwie. W warunkach słabnącego popytu i zmniejszających się barier podażowych można zaobserwować również wolniejsze tempo wzrostu cen zarówno dóbr pośrednich wykorzystywanych w procesie produkcji, jak i dóbr finalnych oferowanych przez ankietowane firmy. Należy jednak podkreślić, że mimo to presja inflacyjna nadal pozostaje silna. Z punktu widzenia polskiego eksportu na szczególną uwagę zasługuje sytuacja w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zwiększył się w listopadzie do 46,7 pkt. wobec 45,1 pkt. w październiku, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (45,2 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zapasów i czasu dostaw. Z uwagi na słabnący popyt oraz ograniczanie produkcji przez niemieckie firmy w listopadzie doszło do dalszego skrócenia czasu dostaw, co sprzyjało wolniejszemu wzrostowi zarówno cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji, jak i dóbr finalnych sprzedawanych przez te firmy. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w strefie euro zwiększy się w 2022 r. o 3,2% wobec wzrostu o 5,2% w 2021 r.

Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zwiększył się w listopadzie do 86,3 pkt. wobec 84,5 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (85,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej

dla oceny bieżącej sytuacji. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych branżach: budownictwie, przetwórstwie, handlu i usługach. Uwzględniając opublikowane w ubiegłym tygodniu indeksy PMI (patrz powyżej) oraz wyższy od naszych oczekiwań szacunek PKB w Niemczech w III kw. dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą niemiecki PKB zwiększy się w 2022 r. o 1,6% wobec wzrostu o 2,6% w 2021 r.

Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika niemieckiego PKB zwiększyła się w III kw. do 0,4% wobec 0,1% w II kw. (1,2% r/r w III kw. wobec 1,7% w II kw.), kształtując się powyżej wstępnego szacunku (0,3% kw/kw i 1,1% r/r). Najważniejszą przyczyną przyspieszenia wzrostu PKB

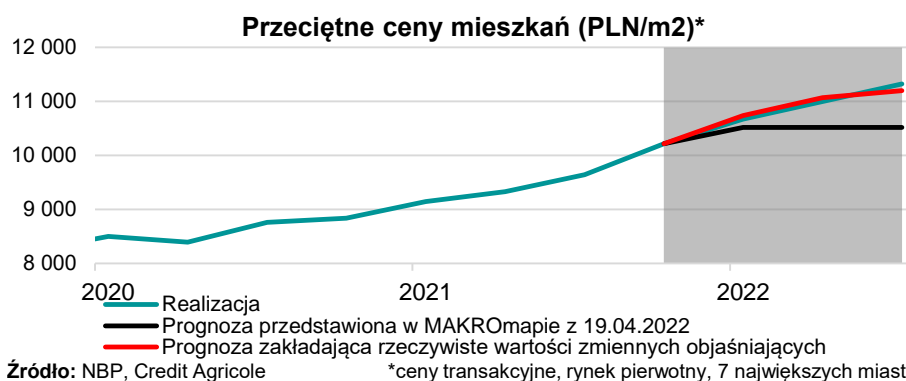


między II kw. a III kw. był wyższy wkład eksportu netto. Jednocześnie głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. była konsumpcja prywatna (wzrost o 1,0% kw/kw w III kw. wobec 0,9% w II kw.), podczas gdy w II kw. był to wkład zapasów. Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą IV kw. br. tempo wzrostu PKB w Niemczech spadnie do -0,4%.

Zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę EURPLN. Głównym czynnikiem korzystnym dla kursu złotego jest nasilenie się w ostatnich tygodniach oczekiwań rynkowych na zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej oraz EBC w polityce pieniężnej na mniej jastrzębie. Niemniej jednak, nadal oczekujemy osłabienia kursu złotego w kolejnych miesiącach. Biorąc pod uwagę, że rynek kontraktów terminowych wycenia obecnie dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej w Polsce w skali ok. 50pb, to materializacja naszego scenariusza, zakładającego stabilizację stopy referencyjnej na obecnym poziomie, będzie negatywna dla kursu złotego. Prognozujemy zatem, że kurs EURPLN wyniesie 4,78 na koniec br. i 4,65 na koniec 2023 r.

Czy ceny nieruchomości przestaną rosnąć w 2023 r.?

W MAKROmapie z 19.04.2022 przedstawiliśmy naszą prognozę kształtowania się cen mieszkań w perspektywie średniookresowej. Zarysowaliśmy wówczas scenariusz stabilizacji cen na rynku mieszkań w 2022 r. i ich dalszego wzrostu w kolejnych latach. Korzystając z danych, które zostały opublikowane od tamtego czasu, poniżej weryfikujemy nasze oczekiwania oraz przedstawiamy zaktualizowany scenariusz.



Zgodnie z danymi NBP, przeciętna cena transakcyjna na rynku pierwotnym dla 7 największych miast w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław) wzrosła o łącznie 10,9% pomiędzy IV kw. 2021 r. i III kw. 2022 r., w tym o 4,5% w I kw. 2022 r. Nasz scenariusz nie doszacował skali wzrostu cen w 2022 r. Nasza prognoza zakładała bowiem

wzrost cen o 3,0% kw/kw w I kw. 2022 r. i ich stabilizację w kolejnych kwartałach br. Błąd naszej prognozy nie był jednak spowodowany nieprawidłową konstrukcją modelu (patrz poniżej) tylko rozbieżnością

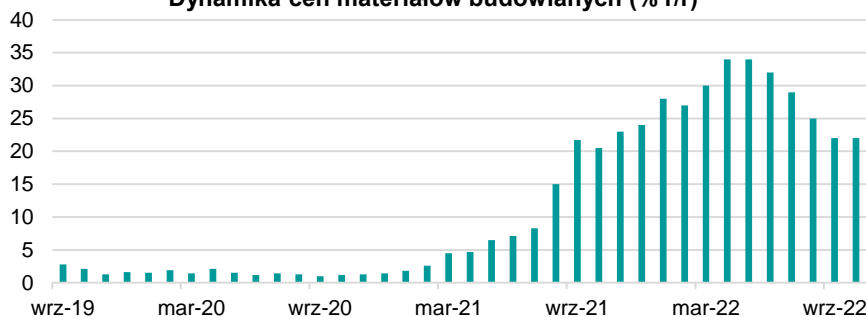
pomiędzy rzeczywistym kształtowaniem się zmiennych objaśniających w horyzoncie prognozy, a przyjętymi przez nas założeniami. Dynamika cen materiałów budowlanych okazała się w rzeczywistości wyższa od naszych oczekiwań, z kolei rzeczywista stopa bezrobocia była niższa. Oba te czynniki oddziaływały w kierunku silniejszego od zakładanego wzrostu cen mieszkań. Gdybyśmy w momencie przygotowywania prognozy posiadali wiedzę jak wspomniane zmienne egzogeniczne będą kształtowały się w przyszłości, to przygotowana w ten sposób prognoza cen mieszkań byłaby zbliżona do realizacji. Średni błąd prognozy w okresie I kw. – III kw. 2022 r. wyniósłby wówczas tylko 1% (por. wykres).

Korzystając z naszego modelu zrewidowaliśmy naszą prognozę cen mieszkań. Nadal w naszej analizie korzystamy z danych NBP dotyczących cen transakcyjnych mieszkań na rynku pierwotnym uśrednionych dla 7 największych miast w Polsce. W naszym modelu ekonometrycznym, roczna dynamika cen mieszkań uzależniona jest od trzech zmiennych:

- **Opóźnionej dynamiki cen mieszkań**, która reprezentuje inercję rynku mieszkaniowego. Wzrost cen w poprzednim kwartale z dużym prawdopodobieństwem będzie kontynuowany w bieżącym, z kolei spadek cen również nie byłby zjawiskiem jednorazowym tylko elementem dłuższej tendencji.
- **Stopy bezrobocia BAEL**, która reprezentuje w modelu wpływ zmian popytu mieszkaniowego ze strony gospodarstw domowych na kształtowanie się cen mieszkań. Stopa bezrobocia pozwala na uchwycenie jednocześnie wielu czynników determinujących popyt mieszkaniowy z punktu widzenia sytuacji na rynku pracy (zmiany wynagrodzeń, zdolności kredytowej, obaw o utratę pracy, etc.).
- **Ceny materiałów budowlanych**, które obrazują stronę podażową rynku mieszkaniowego, w tym koszty budowy mieszkań znajdujące odzwierciedlenie w finalnej cenie nieruchomości. Spójny szereg czasowy dotyczący średniej ceny materiałów jest publikowany przez Grupę PSB Handel S.A. dopiero od III kw. 2019 r. (13 obserwacji w częstotliwości kwartalnej). Aby skonstruować model zgodny z wymaganiami ekonometrycznymi, wydłużyliśmy ten szereg dodając obserwacje przed III kw. 2019 r. spójne z dynamiką wskaźnika cen produkcji budowlano-montażowej w kategorii „roboty budowlane specjalistyczne”. W latach 2019-2021 tempa wzrostu obu wskaźników przyjmowały zbliżone do siebie wartości (ok. 2-3% r/r), co pozwoliło na ich płynne połączenie.

W celu przygotowania aktualizacji prognozy cen mieszkań musieliśmy przyjąć kilka założeń dotyczących kształtowania się zmiennych objaśniających w najbliższych latach. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach stopa bezrobocia BAEL zwiększy się stopniowo do 3,0% wobec 2,6% w III kw. 2022 r. Taka tendencja będzie wynikała z oczekiwanego przez nas miękkiego lądowania polskiej gospodarki. Zgodnie z tym scenariuszem dynamika polskiego PKB w 2023 r. wyraźnie obniży się, jednak pozostanie ona dodatnia, a sytuacja na rynku pracy nie pogorszy się istotnie. Zakładamy, że w horyzoncie prognozy (2025 r.) stopa bezrobocia będzie kształtowała się w okolicach 3%.

Dynamika cen materiałów budowlanych (% r/r)

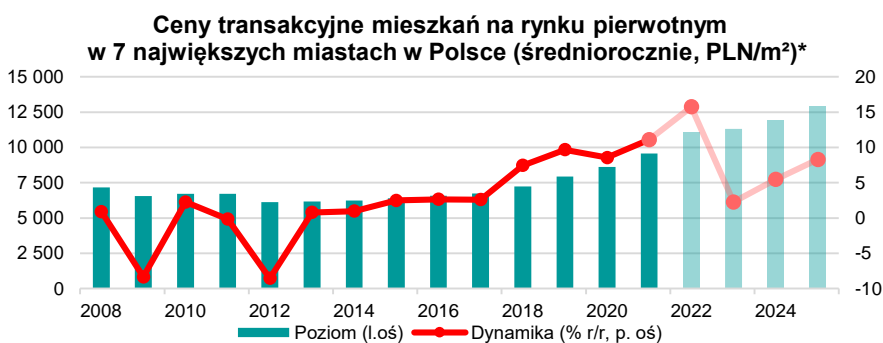


Źródło: PBS, Credit Agricole

Zgodnie z danymi Grupy PSB Handel S.A., która śledzi ceny wiodących materiałów dla budownictwa oraz domu i ogrodu, przeciętne ceny materiałów budowlanych silnie rosły w latach 2021-2022 w ujęciu r/r. Roczna dynamika cen osiągnęła jednak lokalne maksimum w maju br. (34% r/r) i w kolejnych miesiącach znajdowała się już w trendzie

spadkowym. Oczekujemy, że ta tendencja będzie kontynuowana i na przełomie lat 2022 i 2023 ceny materiałów przestaną rosnąć w ujęciu r/r, a w 2023 r. spadną średniorocznie o ok. 5%. Zmniejszenie cen materiałów budowlanych (np. stali czy aluminium) na światowych rynkach było już obserwowane w IV kw.

br. Uważamy, że w warunkach oczekiwanego przez nas spowolnienia w branży budowlanej będziemy obserwowali utrzymującą się presję na spadek cen materiałów budowlanych. W latach 2024-2025 zakładamy, że powrócimy do długoterminowej tendencji do lekkiego wzrostu cen tych materiałów (o ok. 2% rocznie).

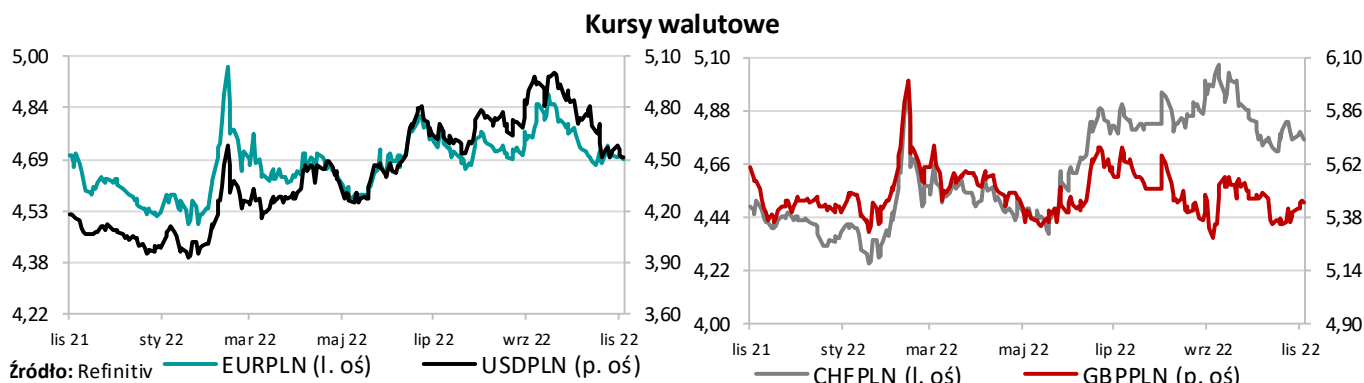


Uwzględniając wyniki modelowania skorygowane ekspercko w dół prognozujemy, że ceny mieszkań na rynku pierwotnym do końca 2023 r. pozostaną na poziomie obserwowanym w III kw. br. (11 325 zł/m²). Korekta ekspercka bierze pod uwagę czynniki nieuwzględnione w specyfikacji modelu. Wśród nich można

wymienić spadek popytu gotówkowego, dalsze wyhamowanie akcji kredytowej spójne z obserwowanym w ostatnich miesiącach silnym spadkiem liczby wniosków o kredyt hipoteczny, utrzymujące się przez dłuższy okres wysokie stopy procentowe, które w połączeniu z wprowadzoną w kwietniu br. rekomendacją KNF (wyliczenie zdolności kredytowej przy założeniu wzrostu stóp procentowych o 5 pkt. proc.) będą oddziaływać w kierunku spadku zdolności kredytowej gospodarstw domowych, prawdopodobne obniżenie relatywnie wysokich marż przez deweloperów w celu pobudzenia sprzedaży oraz wyprzedaż tańszych mieszkań. Warto zwrócić uwagę, że prognozowany przez nas poziom cen w 2023 r. (11 325 zł/m²), nie zmienił się istotnie względem scenariusza przedstawionego w kwietniu br. (11 347 zł/m²). Zmianie uległa natomiast ścieżka dojścia do tego poziomu – wcześniej zakładaliśmy, że wzrost cen będzie skoncentrowany w 2023 r., a obecnie zmaterializował się on już w 2022 r. Tym samym, z uwagi na efekty wysokiej bazy z 2022 r. prognozowana dynamika cen w 2023 r. uległa obniżeniu. W 2024 r. przewidujemy ponowne zwiększenie tempa wzrostu cen mieszkań do 5,5% r/r wobec 2,2% w 2023 r., i jego kontynuację w 2025 r. (8,4% r/r). Oznacza to, że przeciętna cena transakcyjna we wspomnianych siedmiu miastach zwiększy się do 11 943 tys. średniorocznie w 2024 r. i 12934 tys. zł w 2025 r. (por. wykres).

Należy zwrócić uwagę, że jest to prognoza warunkowa, uzależniona od materializacji zarysowanego powyżej scenariusza dla zmiennych objaśniających. Czynnikiem niepewności dla naszej prognozy jest siła oddziaływania wyższych stóp procentowych na popyt na mieszkania i ich ceny przy prawdopodobnym jednoczesnym ograniczeniu podaży mieszkań przez deweloperów w kolejnych latach i/lub konieczności obniżki cen w celu utrzymania rentowności i płynności. Ponadto, odnotowany w ostatnich miesiącach silny napływ uchodźców z Ukrainy będzie zwiększał popyt na mieszkania i stabilizował ich cenę. Część uchodźców będzie bowiem poszukiwała stałego miejsca zamieszkania w Polsce. Dodatkowym czynnikiem ryzyka w górę dla naszej prognozy jest ewentualne wprowadzenie przez rząd programu kredytów hipotecznych z niską stopą procentową. Zgodnie z doniesieniami medialnymi, jednym z rozważanych obecnie rozwiązań jest kredyt oprocentowany na 2% dla osób, które kupują pierwsze mieszkanie.

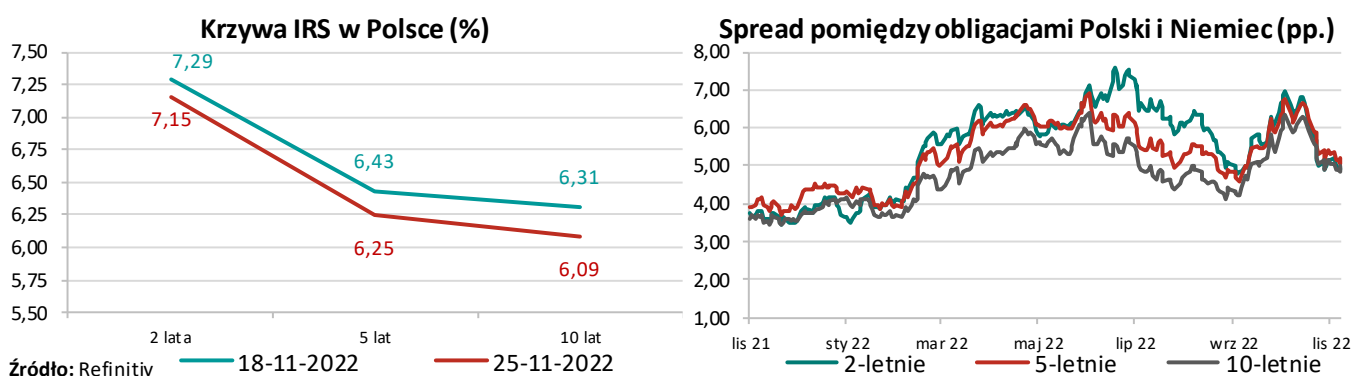
Krajowe dane o inflacji kluczowe dla kursu złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,6902 (umocnienie złotego o 0,2%). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z niską zmiennością kursu EURPLN, który kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. Sprzyjało temu obniżenie awersji do ryzyka, które znalazło również odzwierciedlenie we wzroście kursów EURUSD i EURCHF. Publikacje licznych krajowych danych nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na środę publikacja wstępnego szacunku inflacji w Polsce. Nasza prognoza kształtuje się na poziomie zbliżonym do konsensusu rynkowego, stąd jej realizacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje sugerujące ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej oraz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Krajowe dane o inflacji w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 7,15 (spadek o 14pb), 5-letnie do 6,25 (spadek o 18pb), a 10-letnie do 6,09 (spadek o 22pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Zmniejszeniu stawek IRS na rynkach bazowych sprzyjały nasilające się oczekiwania inwestorów na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne w horyzoncie dwuletnim. Pod koniec tygodnia doszło do nieznaczącej korekty i wzrostu stawek IRS.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będą wstępne dane o inflacji w Polsce. Uważamy jednak, że będą one neutralne dla krzywej. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Ważnym

czynnikiem wpływającym na krzywą dochodowości pozostaną informacje sugerujące ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej oraz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75
Kurs EURPLN*	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,69
Kurs USDPLN*	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,51
Kurs CHFPLN*	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,78
Inflacja CPI (r/r, %)	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,6	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	22,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	18,3	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,9	5,8	5,8	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	
Saldo ROB (mln EUR)	941	-1483	-3883	-1091	-2032	-4206	-2844	-1340	-541	-1887	-3332	-1561		
Eksport (r/r, % EUR)	6,2	13,7	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	26,7	25,5		
Import (r/r, % EUR)	22,0	31,2	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,7	28,9		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,5	0,8	-1,0	0,1	2,6	3,2	6,8	4,5	1,2	
Konsumpcja (% r/r)	6,7	6,4	0,8	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	6,3	3,5	0,4	
Inwestycje (% r/r)	4,7	6,6	6,1	0,6	-1,4	0,2	1,9	2,4	2,1	4,0	1,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	4,2	5,2	4,5	3,3	1,6	0,5	2,9	4,5	12,5	4,3	2,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,4	6,9	2,2	0,9	0,7	-1,5	4,7	6,5	16,1	4,5	2,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,6	0,5	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	3,5	1,9	0,2
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,0	1,0	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,5	0,4	0,7	0,2
	Eksport netto (pp.)	-2,7	-0,7	1,3	1,4	0,6	1,3	-0,9	-1,0	-1,0	0,0	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,7	-3,5	-3,7	-4,5	-4,3	-4,2	-4,6	-4,7	-1,4	-4,5	-4,7	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,3	5,7	5,3	5,2	5,4	5,8	5,3	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,4	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	14,6	14,0	14,5	13,2	11,4	9,9	8,9	12,5	12,3	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	17,9	18,3	13,3	9,8	5,9	5,1	14,4	11,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,21	6,88	6,88	6,88	6,76	2,54	7,21	6,76	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	1,75	6,75	6,75	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,78	4,78	4,73	4,70	4,65	4,58	4,78	4,65	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	4,93	4,83	4,68	4,48	4,35	4,03	4,93	4,35	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 28.11.2022 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	6,3		6,2
Wtorek 29.11.2022 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Listopad	0,76		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	11,6		11,3
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Wrzesień	-1,3		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	102,5	99,0	100,0
Środa 30.11.2022 r.						
2:30	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Listopad	49,2		49,2
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Listopad	17,9	17,9	18,0
10:00	Polska	Finałny PKB (% r/r)	III kw.	5,8	3,5	3,5
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	10,6		10,4
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Listopad	239		200
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	III kw.	2,6	2,6	2,7
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Listopad	45,2		47,1
Czwartek 01.12.2022 r.						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	49,2	49,0	48,9
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	42,0	43,2	
9:55	Niemcy	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	46,7	46,7	46,7
10:00	Strefa euro	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	47,3	47,3	47,3
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Październik	6,6		6,6
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Październik	0,3		
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Październik	6,2	6,1	6,0
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Październik	5,1	5,0	5,0
15:45	USA	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	47,6		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,2	49,5	49,8
Piątek 02.12.2022 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Październik	3,7		5,4
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	3,7	3,7	3,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Listopad	261	175	200

* 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.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: mboineau@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.