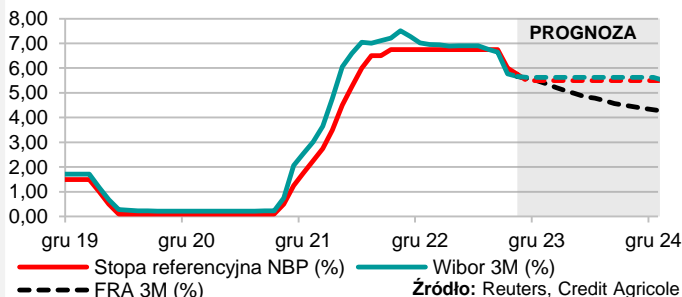


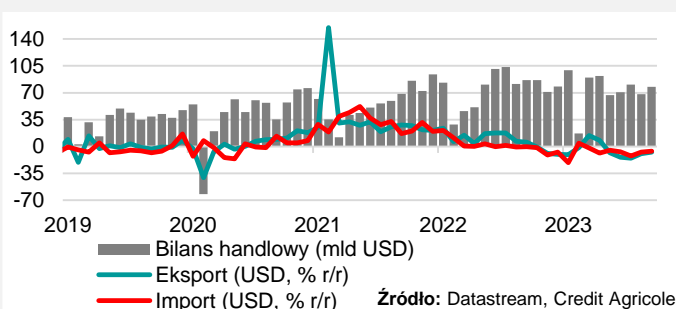
## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP obniży stopy procentowe o 25pb (stopa referencyjna NBP wyniesie 5,50%). Głównym argumentem dla RPP na rzecz dalszego

łagodzenia polityki pieniężnej jest szybki spadek inflacji (patrz poniżej). W tym tygodniu zostaną również zaprezentowane wyniki najnowszej projekcji inflacji NBP. Naszym zdaniem, średnioterminowa prognoza inflacji nie ulegnie istotnym zmianom w porównaniu do ścieżki przedstawionej w prognozie z lipca (por. MAKROmapa z 30.10.2023). Tym samym, projekcja zapewne nadal wskaże, że inflacja znajdzie się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (tj. 3,5% r/r) w II poł. 2025 r. Decyzja o obniżce stóp procentowych o 25pb w tym tygodniu będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu zapewne odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Kluczową będą informacje nt. prawdopodobieństwa kontynuowania cyklu obniżek stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Uważamy, że w trakcie konferencji będziemy mieli do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności obligacji.



**We wtorek opublikowane zostaną dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach.** Rynek oczekuje, że saldo bilansu handlowego zwiększy się do 82 mld USD w październiku z 77,7 mld USD we wrześniu. Zgodnie z konsensusem dynamika chińskiego eksportu zwiększy się do -3,0% r/r



w październiku wobec -7,3% we wrześniu, a dynamika importu wzrośnie do -5,4% r/r z -6,3%. Spowolnienie tempa spadku obu wskaźników będzie spójne z lekkim ożywieniem w chińskiej gospodarce powiązanych częściowo z poprawą koniunktury w przetwórstwie niektórych krajów azjatyckich i USA. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

**W piątek wyniki badań koniunktury konsumenckiej w USA.** Prognozujemy, że wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan wskaże na poprawę nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych (64,5 pkt. w listopadzie wobec 63,8 pkt. w październiku). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu indeksu był spadek cen paliw. Prognozowana przez nas wartość indeksu wciąż jednak sygnalizuje relatywnie słabe nastroje konsumentów, co będzie negatywnym czynnikiem dla konsumpcji w IV kw. Naszym zdaniem publikacja indeksu będzie neutralna dla rynków finansowych.

**Dzisiaj poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Dynamika zamówień w przetwórstwie zmniejszyła się we wrześniu do 0,2% m/m wobec 1,9% w sierpniu, kształtując się jednak wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-1,0%). W kierunku spowolnienia tempa napływu zamówień oddziaływał niższy popyt krajowy, podczas gdy zamówienia zza granicy wzrosły we wrześniu szybciej niż w sierpniu. Co więcej, poprawa popytu zagranicznego została odnotowana

zarówno w przypadku zamówień zagranicznych ze strefy euro jak i spoza obszaru wspólnej waluty. W połączeniu z wynikami badań koniunktury PMI za październik (drugi z rzędu wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem, por. MAKROmapa z 30.10.2023), dane te mogą być początkowym sygnałem poprawy sytuacji w niemieckim przetwórstwie. Precyzyjniejsza ocena tych tendencji będzie możliwa po zapoznaniu się z wrześniowymi danymi o niemieckiej produkcji przemysłowej, które poznamy jutro.

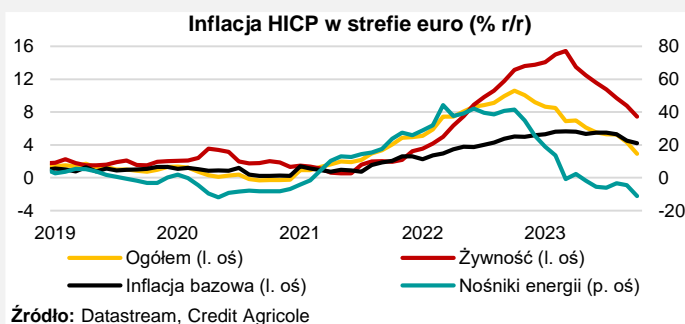
- **Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Fitch.** W czerwcu br. agencja Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch zaznaczył wtedy, że obecny rating równoważy z jednej strony zdywersyfikowaną gospodarkę, relatywnie niski poziom długu publicznego oraz silne fundamenty polskiej gospodarki, a z drugiej strony wskaźniki opracowane przez Bank Światowy dotyczące praworządności i PKB per capita, które kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating. Uważamy, że ton komunikatu w tym tygodniu będzie miał nieznacznie bardziej pozytywny wydźwięk. Poruszy on zapewne kwestię wygranej opozycji w październikowych wyborach parlamentarnych, która oddziałuje w kierunku ustąpienia napięć na linii Polska-UE i zwiększenia prawdopodobieństwa szybkiego odblokowania funduszy unijnych w ramach KPO. Oczekujemy, że agencja Fitch potwierdzi w tym tygodniu zarówno rating Polski, jak i jego perspektywę, co będzie neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed pozostawił docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [5,25%; 5,50%], co było zgodne z naszą prognozą i konsensusem rynkowym.** W komunikacie Fed podtrzymał deklarację, zgodnie z którą będzie monitorował napływające informacje z amerykańskiej gospodarki i ich implikacje dla perspektyw polityki pieniężnej. Wyraził w ten sposób gotowość do dalszych podwyżek stóp procentowych, o ile okazałyby się one konieczne. Podczas konferencji prasowej szef Rezerwy Federalnej J. Powell zwrócił uwagę, że zacieśnienie warunków na rynkach finansowych z uwagi na odnotowany w ostatnim czasie silny wzrost rentowności amerykańskich obligacji stanowi pewien ekwiwalent podwyżek stóp procentowych. Zaznaczył jednak, że trudno oszacować zarówno skalę tego ekwiwalentu, jak również ocenić, na ile niższe ceny obligacji są trwałym zjawiskiem. J. Powell dał również do zrozumienia, aby nie przywiązywać zbyt dużej wagi do ostatniej projekcji FOMC, implikującej jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych w 2023 r. Wypowiedzi szefa Rezerwy Federalnej miały mniej jaskrawego wydźwięku niż oczekiwano i w konsekwencji doprowadziły do osłabienia dolara względem euro, a także spadku rentowności amerykańskich obligacji. Wypowiedzi J. Powella stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w lipcu br. Fed zakończył cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Jednocześnie podtrzymujemy naszą prognozę, że Rezerwa Federalna rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych w II poł. 2024 r. i obniży stopy procentowe o 25pb w III kw. i o 25pb w IV kw.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w październiku o 150 tys. wobec wzrostu o 297 tys. we wrześniu (rewizja w dół z 336 tys.) i ukształtowało się poniżej oczekiwań rynku (180 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+89,0 tys.), sektorze rządowym (+51,0 tys.) oraz w budownictwie (+23,0 tys.). Z kolei do największych spadków zatrudnienia doszło w przetwórstwie (-35,0 tys.), transporcie i magazynowaniu (-12,1 tys.) oraz w branży informacyjnej (-9,0 tys.). Stopa bezrobocia w październiku wzrosła do 3,9% w porównaniu do 3,8% we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (3,8%). Z kolei współczynnik aktywności zawodowej obniżył się w październiku do 62,7% wobec 62,8% we wrześniu. Jednocześnie dynamika wynagrodzenia godzinowego zmniejszyła się w październiku do 4,1% r/r


wobec 4,3% we wrześniu, osiągając najniższy poziom od czerwca 2021 r., co wskazuje na stopniowy spadek presji płacowej w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na osłabienie nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zmniejszył się w październiku do 46,7 pkt. wobec 49,0 pkt. we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji, nowych zamówień i zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Warto zauważyć, że istotne spadki wskaźników dla nowych zamówień, bieżącej produkcji i zatrudnienia są skutkiem strajków związków zawodowych w przemyśle motoryzacyjnym. Z kolei indeks ISM dla sektora usług zmniejszył się w październiku do 51,8 pkt. wobec 53,6 pkt. we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (53,0 pkt.). Wynikało to ze zmniejszenia wkładów 3 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, zatrudnienia i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla nowych zamówień. W przeciwieństwie do indeksu ISM dla przetwórstwa składowa dla cen dóbr pośrednich nadal kształtuje się znacząco powyżej granicy 50 pkt., co odzwierciedla utrzymującą się silną presję inflacyjną w amerykańskim sektorze usług. Spadek odnotował także indeks Conference Board (102,6 pkt. w październiku wobec 104,3 pkt. we wrześniu), wskazując na dalsze pogorszenie nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych. Obniżenie indeksu wynikało ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego w USA zmniejszy się w IV kw. 2023 r. do 0,8% wobec wzrostu o 4,9% w III kw., a w I kw. i II kw. 2024 r. wyniesie odpowiednio 0,2% i 0,7%.


**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro obniżyła się do 2,9% r/r w październiku wobec 4,3% we wrześniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy (3,1%).** W kierunku spadku inflacji oddziaływały niższe dynamiki cen żywności (7,5% r/r w październiku wobec 8,8% we wrześniu) i nośników energii (-11,1% wobec -4,6%), a także

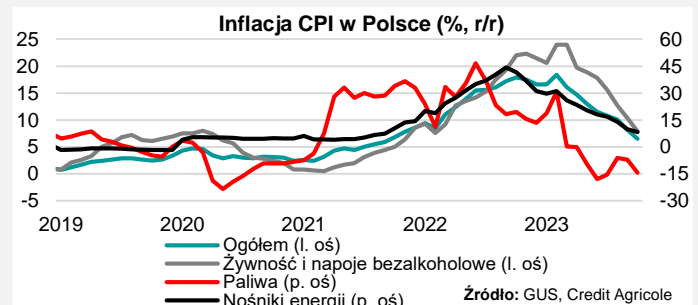


obniżenie inflacji bazowej (4,2% r/r wobec 4,5%). Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą w grudniu dojdzie do przejściowego wzrostu inflacji wynikającego z ustąpienia efektów niskiej bazy w przypadku dynamiki cen nośników energii. Jednocześnie oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą dalszy spadek inflacji bazowej. W konsekwencji prognozujemy, że w grudniu inflacja w strefie euro ukształtuje się na poziomie 3,8% r/r, po czym zacznie się stopniowo obniżać. Mimo to zakładamy, że zarówno inflacja ogółem jak i inflacja bazowa nie powrócą do celu inflacyjnego EBC (2,0%) w całym horyzoncie naszej prognozy (czyli do końca 2025 r.). Pomimo uporczywie wysokiej inflacji podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym EBC zakończył we wrześniu cykl podwyżek stóp procentowych. Pierwszej obniżki stóp procentowych w strefie euro oczekujemy dopiero w IV kw. 2024 r.


**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro spadła w III kw. do -0,1% wobec 0,1% w II kw. (0,1% r/r w III kw. wobec 0,5% w II kw.), a tym samym ukształtowała się poniżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (0,0%).** Obniżenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (-0,1% kw/kw w III kw. wobec 0,0% w II kw., przy naszej prognozie równej -0,2%), we Francji (0,1% wobec 0,6%; 0,1%) i w Hiszpanii (0,3% wobec 0,4%; 0,2%), natomiast we Włoszech nastąpił jej wzrost (0,0% wobec -0,4%; 0,1%). Dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. W świetle napływających wyników badań koniunktury (por. MAKROmapa z 30.10.2023) dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększy się w IV kw. do 0,0%, a w I kw. 2024 r. wzrost gospodarczy przyspieszy do 0,3%.


 **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w październiku do 49,5 pkt. wobec 50,6 pkt. we wrześniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,8 pkt.).** Tym samym indeks Caixin PMI znalazł się ponownie poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów wszystkich 5 jego składowych: dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów oraz czasu dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje spadek indeksów dla zapasów pozycji zakupionych oraz ilości pozycji zakupionych do najniższych poziomów odpowiednio od stycznia 2023 r. i grudnia 2022 r. W połączeniu z przyspieszeniem spadku zatrudnienia, a także pogorszeniem oczekiwań dotyczących wielkość produkcji w horyzoncie 12 miesięcy może wskazywać to, że firmy przeprowadzają procesy restrukturyzacyjne w obawie o perspektywy ożywienia gospodarczego w Chinach. Na spadek aktywności w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks NBS PMI, który zmniejszył się w październiku do 49,5 pkt. wobec 50,2 pkt. we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,2 pkt.). Dostrzegamy lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach przyspieszy w 2023 r. do 5,1% wobec 3,0% w 2022 r., co byłoby spójne z ustalonym przez chiński rząd celem dla tempa wzrostu PKB na poziomie „ok. 5%”.

 **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w październiku do 6,5% r/r wobec 8,2% we wrześniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (6,6%) i powyżej naszej prognozy (6,2%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w



kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen w kategoriach: „żywność i napoje bezalkoholowe” (7,9% r/r w październiku wobec 10,4% we wrześniu), „nośniki energii” (8,3% wobec 9,9%), „paliwa” (-14,4% wobec -7,0%), a także obniżenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się w październiku do 8,1% r/r wobec 8,4% we wrześniu, wskazując na stopniowe zmniejszanie się presji inflacyjnej. Ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszym zrewidowanym scenariuszem inflacji (patrz poniżej).

 **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w październiku do 44,5 wobec 43,9 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (44,3 pkt.) oraz naszej prognozy (44,0 pkt.).** Tym samym indeks osiągnął w październiku najwyższą wartość od czterech miesięcy. Niemniej nadal pozostaje on poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład dla bieżącej produkcji. Dane wskazują zatem, że realizacja zaległych kontraktów jest już niewystarczająca do stabilizacji aktywności w przetwórstwie przemysłowym (por. MAKROpuls z 02.11.2023). Słabnąca aktywność produkcyjna w przetwórstwie znalazła także odzwierciedlenie w utrzymującym się silnym spadku zarówno cen dóbr pośrednich, jak i dóbr finalnych. Taka tendencja jest spójna z naszym scenariuszem zakładającym stopniowe osłabienie presji inflacyjnej w Polsce w kolejnych miesiącach. Indeks PMI ukształtował się w październiku powyżej średniej wartości z III kw. (43,5 pkt.), co stanowi wsparcie dla naszej prognozy przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce w IV kw. (do 1,9% r/r wobec 0,5% w III kw.).

 **Zrewidowaliśmy naszą średnioterminową prognozę inflacji.** Nasze oczekiwania inflacyjne w horyzoncie do końca br. nie uległy istotnym zmianom. Prognozujemy, że inflacja będzie równa 6,6% r/r w grudniu, a tym samym średniorocznie wyniesie ona 11,6% (bez zmian w porównaniu do poprzedniej prognozy). Rewizja wynika głównie z uwzględnienia w naszym scenariuszu zaktualizowanych założeń dotyczących działań osłonowych rządu w zakresie cen żywności i




nośników energii z początkiem 2024 r. Zakładamy, że standardowa stawka VAT na produkty żywnościowe zostanie w pełni przywrócona w styczniu. Z kolei działania osłonowe w zakresie cen prądu, ciepła i gazu zostaną przedłużone w 2024 r., jednak nie w pełnym dotychczasowym zakresie. W rezultacie oczekujemy, że ceny nośników energii ogółem wzrosną o 10% m/m w styczniu. Nasza zrewidowana prognoza przewiduje, że inflacja ukształtuje się w 2024 r. na średniorocznym poziomie równym 5,2% r/r (poprzedni o 4,4%). Pewne ryzyko w dół dla tego scenariusza stanowią ubiegłotygodniowe wypowiedzi A. Domańskiego, doradcy ds. gospodarczych D. Tuska, który stwierdził, że rząd rozważa obecnie dalsze zamrożenie cen gazu i prądu w przyszłym roku.

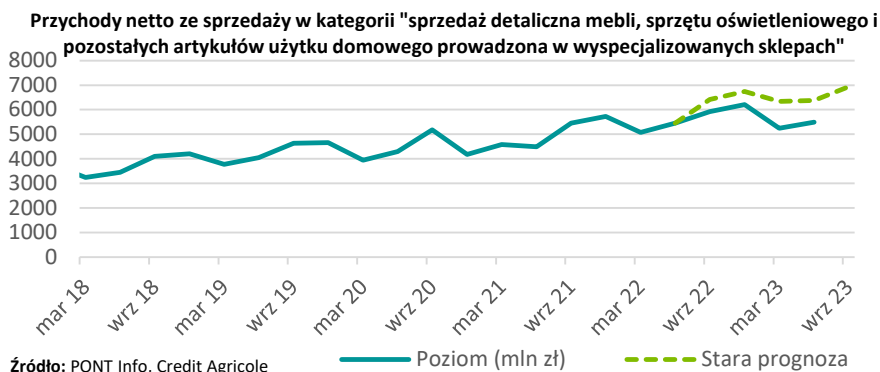
## Perspektywy popytu w branży meblarskiej pozostają słabe

W MAKROmapie z 29.08.2022 przedstawiliśmy prognozę dotyczącą perspektyw kształtowania się popytu na dobra trwałego użytku w Polsce. Przedmiotem poniższej analizy jest rozliczenie prognozy sprzed ponad roku oraz przedstawienie nowej, uwzględniającej dane, które napłynęły od tamtego czasu.

Dla przypomnienia, w naszej analizie popyt gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku przybliżyliśmy kwartalnymi przychodami netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach”. Źródłem danych jest PONT Info i dotyczą one firm zatrudniających co najmniej 50 osób. Popyt w tej kategorii można zdekomponować na dwie składowe. Pierwszą składową jest popyt zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które wprowadzają się do nowego mieszkania (domu) lub robią jego generalny remont i potrzebują je urządzić. Drugą składową popytu jest popyt zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które doposażają swoje mieszkanie (dom) lub wymieniają dobra trwałego użytku na nowsze. Takie podejście pozwala ująć szerokie spektrum popytu na dobra trwałe.

Źródłem naszej prognozy dotyczącej perspektyw popytu gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku był model ekonometryczny, w którym przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach” objaśniliśmy przez następujące zmienne:

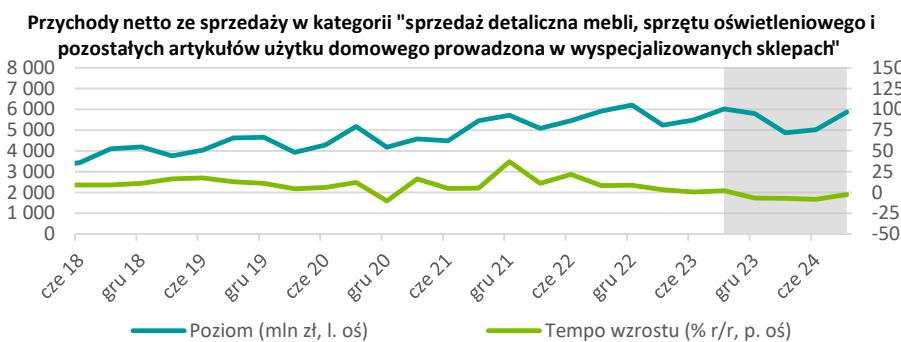
-  **Mieszkania i domy w budowie.** Celem tej zmiennej jest przybliżenie popytu na dobra trwałe zgłaszanego przez gospodarstwa domowe, które wprowadzają się do nowego mieszkania (domu) lub robią jego generalny remont. Im więcej mieszkań i domów w budowie, tym wyższy przyszły popyt na meble, sprzęt oświetleniowy i pozostałe artykuły użytku domowego.
-  **Kredyt konsumpcyjny.** Zmienna ta przybliża popyt na dobra trwałe zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które finansują ich zakup kredytem konsumpcyjnym. W konsekwencji im wyższe tempo wzrostu wolumenu udzielanych kredytów konsumpcyjnych, tym wyższa sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego.
-  **Kurs EURPLN.** Branża meblarska w Polsce charakteryzuje się wysokim udziałem sprzedaży na eksport w strukturze przychodów. W konsekwencji wzrost kursu EURPLN prowadzi do zwiększenia konkurencyjności polskiego eksportu. To z kolei podbija krajowe ceny prowadząc do wzrostu nominalnej sprzedaży.



Prognozowana przez nas ścieżka sprzedaży w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach” ukształtowała się średnio o ok. 12% powyżej ścieżki sprzedaży, która się ostatecznie zrealizowała. Błąd prognozy wynikał z dwóch

czynników. Po pierwsze, założyliśmy zbyt silne osłabienie kursu EURPLN, którego oczekiwaliśmy wraz ze zmniejszającym się dysparytetem stóp procentowych w Polsce oraz w strefie euro. Po drugie, zależność pomiędzy liczbą mieszkań w trakcie budowy a liczbą oddanych mieszkań wyraźnie osłabła w ostatnich kwartałach. Zgodnie z informacjami płynącymi z branży, w ostatnich kwartałach deweloperzy wolniej realizowali istniejące przedsięwzięcia z uwagi na obawy m.in. o popyt na lokale oraz wyhamowanie dotychczasowego wzrostu cen nieruchomości. Ograniczenie liczby oddawanych mieszkań miało na celu utrzymanie wysokich marż deweloperów (por. MAKROmapa z 16.10.2023).

Po przeanalizowaniu błędu naszej prognozy oszacowaliśmy ponownie nasz model. Na uwagę zasługuje spadek znaczenia zmiennej „mieszkania i domy w budowie” oraz obniżenie jej istotności statystycznej. Uważamy jednak, że zakłócenie relacji pomiędzy liczbą mieszkań i domów w budowie a liczbą mieszkań i domów oddanych do użytku, które mają bezpośredni wpływ na popyt na dobra trwałe jest przejściowe i w kolejnych kwartałach odzyska ona siłę obserwowaną w przeszłości. Z tego powodu zdecydowaliśmy się nie modyfikować specyfikacji naszego modelu.

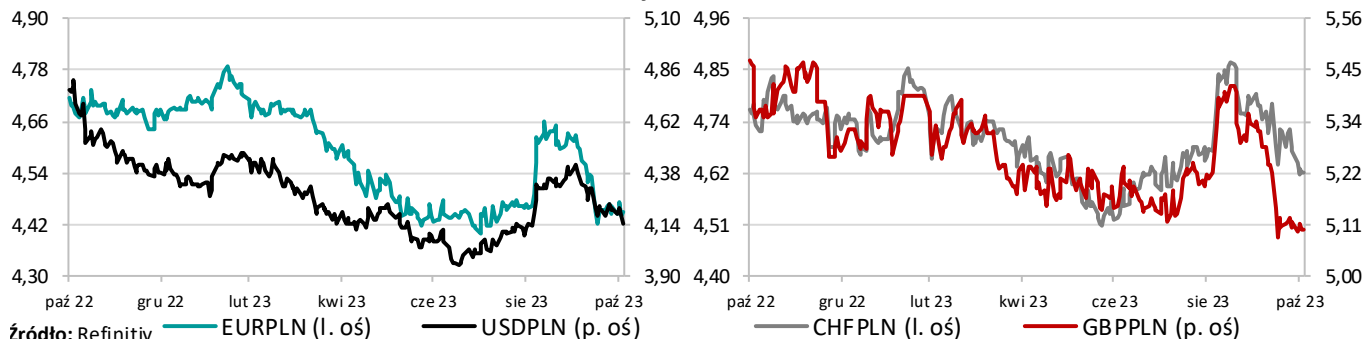


Zgodnie z naszą nową prognozą oczekujemy, że najbliższy rok przyniesie dalsze obniżenie przychodów netto ze sprzedaży w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach”. Będzie on wynikał z obserwowanego w ostatnich

kwartałach wyraźnego spowolnienia aktywności w budownictwie mieszkaniowym oraz założonej przez nas aprecjacji kursu złotego względem euro. Czynnikiem ograniczającym sprzedaż w tej kategorii będzie również ograniczony wzrost akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych w warunkach utrzymujących się wysokich stóp procentowych. Rozpoczynające się obecnie ożywienie aktywności w budownictwie mieszkaniowym znajdzie odzwierciedlenie w wyższej sprzedaży detalicznej mebli, sprzętu oświetleniowego oraz pozostałych artykułów użytku domowego poza horyzontem naszej prognozy, czyli na przełomie lat 2024/2025. Z tego powodu uważamy, że choć najbliższe kwartały przyniosą ożywienie konsumpcji (por. tabela kwartalna), to branża meblarska nie będzie jego głównym beneficjentem.

## Oslabienie dolara przyczyniło się do umocnienia walut w regionie

Kursy walutowe

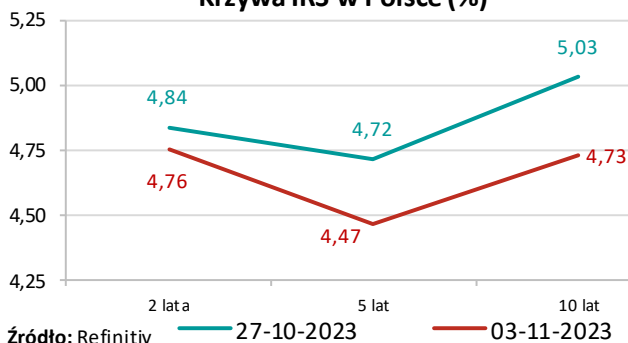


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4473 (umocnienie złotego o 0,4%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN charakteryzował się relatywnie niską zmiennością na tle poprzednich tygodni. Wynikało to z mniejszej aktywności inwestorów ze względu na święto Wszystkich Świętych. Lekkiemu umocnieniu walut w regionie sprzyjał wzrost kursu EURUSD. W znacznym stopniu był on efektem mniej jastrzębiego od oczekiwań wydzwieku konferencji prasowej po ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed, a także publikacji wyraźnie niższych od konsensusu danych z amerykańskiego rynku pracy, które osłabiły oczekiwania inwestorów na dalsze podwyżki stóp procentowych w USA.

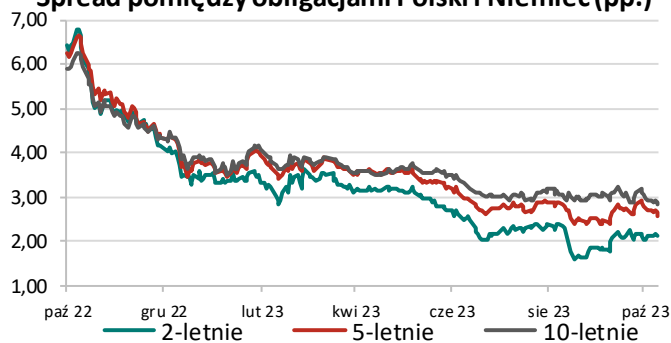
W tym tygodniu kluczowa dla kursu złotego będzie zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego, która może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. W naszej ocenie zaplanowane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

## Konferencja prezesa NBP może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS

Krzywa IRS w Polsce (%)



Spread pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec (pp.)



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,76 (spadek o 8pb), 5-letnie do 4,47 (spadek o 25pb), a 10-letnie do 4,73 (spadek o 30pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia rentowności obligacji na rynkach bazowych było zmniejszenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w USA ze względu na dość gołąbi wydzwieku konferencji po posiedzeniu FOMC, a także publikację niższych od konsensusu danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie konferencja prezesa NBP. W naszej ocenie może ona oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej wpływ na rynek długu zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,50
Kurs EURPLN*	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,45
Kurs USDPLN*	4,77	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,20
Kurs CHFPLN*	4,76	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,68
Inflacja CPI (r/r, %)	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,2	6,2
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	7,6	7,6
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,1	-0,5	-0,5
Inflacja PPI (r/r, %)	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,8	-3,6	-3,6
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	18,3	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	3,0	3,0
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	11,8	11,8
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,1	5,2	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Saldo ROB (mln EUR)	-439	283	-2635	2381	1738	1355	529	1479	2431	566	-202	940	940	940
Eksport (r/r, % EUR)	23,2	24,2	10,6	15,7	14,7	18,1	2,6	3,3	1,7	1,3	-1,2	0,1	0,1	0,1
Import (r/r, % EUR)	24,1	18,3	11,3	7,4	3,9	-1,4	-8,9	-6,3	-5,8	-8,9	-11,8	-13,7	-13,7	-13,7

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2023				2024				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,9	2,3	2,6	2,9	3,3	5,3	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	-2,0	-2,8	1,2	2,3	2,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-0,3	3,1	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	8,0	7,2	5,2	2,1	2,4	2,0	4,9	8,0	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	1,1	3,7	3,9	5,0	4,3	4,5	6,7	1,3	4,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	0,8	4,3	4,6	5,6	6,0	5,5	6,8	-1,0	5,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,7	1,2	1,5	1,7	1,9	1,8	2,9	-0,2	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,3	1,6	0,7	0,3	0,4	0,5	0,8	1,3	0,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	0,2	-0,3	-0,1	0,0	-1,0	-0,5	0,2	1,5	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,1	0,6	0,8	1,0	0,5	-0,3	-1,0	-2,4	0,8	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,1	5,0	5,3	5,4	4,5	5,0	5,2	5,2	5,3	5,2	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,5	1,1	0,5	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	0,6	0,8	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,3	13,8	11,4	9,9	9,5	8,6	8,8	9,0	12,1	12,3	9,0	
Inflacja CPI (%)*	17,0	13,1	9,7	6,4	5,5	4,6	5,2	5,3	14,3	11,6	5,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	6,89	6,90	5,77	5,63	5,63	5,63	5,63	5,63	7,02	5,50	5,50	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	6,75	5,50	5,50	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,44	4,50	4,48	4,46	4,44	4,69	4,44	4,44	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	4,11	4,13	4,11	4,17	4,23	4,38	4,11	4,23	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



**Kalendarz**

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 06.11.2023 r.</b>					
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Wrzesień	3,9	-1,0
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Październik	47,8	47,8 47,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Październik	46,5	46,5 46,5
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Listopad	-21,9	-22,2
<b>Wtorek 07.11.2023 r.</b>					
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Październik	77,7	82,0
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	-0,2	-0,1
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-11,5	-12,5
<b>Środa 08.11.2023 r.</b>					
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Listopad</b>	<b>5,75</b>	<b>5,50 5,50</b>
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	-1,2	-0,2
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Wrzesień	0,0	0,0
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Wrzesień	1,8	
<b>Czwartek 09.11.2023 r.</b>					
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-2,5	
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	0,0	
<b>Piątek 10.11.2023 r.</b>					
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Listopad</b>		
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	63,8	64,5 64,0

\* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

\*\* Konsensus Refinitiv