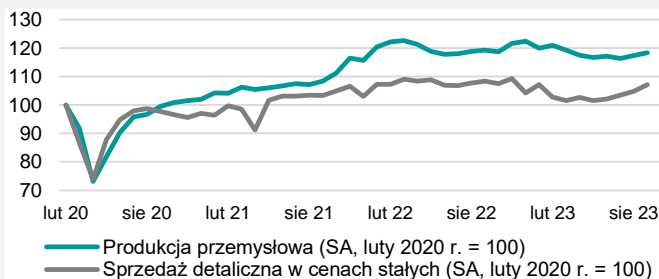
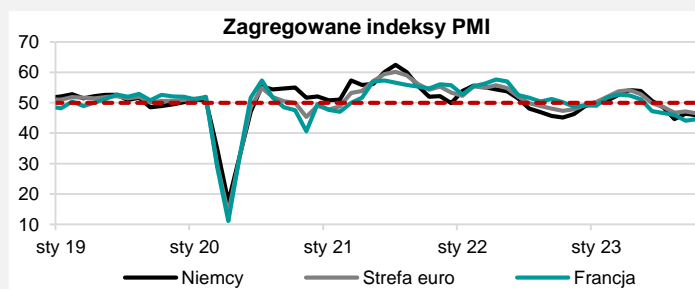


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że roczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do -0,5% w październiku wobec -3,1% we wrześniu. Do spowolnienia tempa spadku produkcji przyczyniły się efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz poprawa koniunktury w przetwórstwie. W przypadku materializacji naszej niższej od konsensusu (+1,6%) prognozy oczekujemy lekkiego osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na środę publikacja danych o krajowej sprzedaży detalicznej.** Oczekujemy, że realna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 0,0% r/r w październiku w porównaniu do -0,3% we wrześniu. Uważamy, że czynnikiem pozytywnym dla sprzedaży detalicznej w październiku była dalsza poprawa koniunktury konsumenckiej oraz wzrost sprzedaży samochodów. Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu (1,6%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W środę opublikowane zostaną Minutes z listopadowego posiedzenia FOMC.** Uważamy, że publikacja opisu dyskusji na posiedzeniu nie dostarczy nowych informacji w kontekście perspektyw polityki pieniężnej w USA z uwagi na publikację istotnych z punktu widzenia tej polityki danych od czasu ostatniego posiedzenia Fed (m.in. niższa od oczekiwań październikowa inflacja, patrz poniżej). Wartą odnotowania będzie również kwestia postrzegania przez poszczególnych członków FOMC znaczenia zacieśnienia warunków na rynku finansowym dla perspektyw polityki pieniężnej. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym cykl zacieśniania polityki pieniężnej w USA został już zakończony. Naszym zdaniem publikacja Minutes FOMC będzie neutralna dla rynków finansowych.
- W czwartek poznamy wyniki badań koniunktury w strefie euro i najważniejszych europejskich gospodarkach.** Zgodnie z konsensem wstępny zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w listopadzie do 46,7 pkt. wobec 46,5 pkt. w październiku. Rynek oczekuje, że do wzrostu indeksu PMI w listopadzie przyczyniła się poprawa sytuacji zarówno w przetwórstwie, jak i w sektorze usług. Inwestorzy prognozują również zwiększenie indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 41,0 pkt. w listopadzie z 40,8 pkt. w październiku). Mimo nieznacznej poprawy koniunktury, wskaźnik potwierdzi utrzymywanie się tendencji recesyjnych w tym sektorze. Natomiast w piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 87,5 pkt. w listopadzie z 86,9 pkt. w październiku. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro oraz w Niemczech będzie neutralna dla rynków finansowych.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** W środę ukażą się wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe. Oczekujemy, że ich dynamika spadła w październiku do -3,3% m/m wobec 4,6% we wrześniu, co będzie w dużej mierze wynikiem niższych zamówień w firmie Boeing. Uważamy,



Źródło: GUS, Credit Agricole



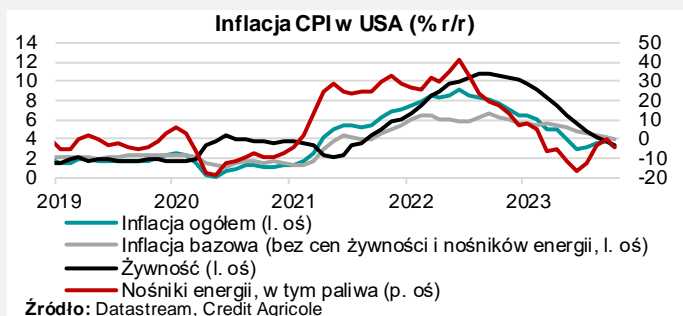
Źródło: Markit, Credit Agricole

że finalny indeks Uniwersytetu Michigan spadnie do 61,0 pkt. w listopadzie wobec 63,8 pkt. w październiku, wskazując na pogorszenie nastrojów konsumentów z uwagi na obawy o perspektywy gospodarcze. Prognozujemy, że sprzedaż domów na rynku wtórnym obniży się do 3,87 mln w październiku wobec 3,96 mln we wrześniu, m.in. z uwagi na dalszy wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.



- ▮ **We wtorek poznamy dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Uważamy, że w październiku doszło do dalszego spadku zatrudnienia w ujęciu miesięcznym, przede wszystkim ze względu na kontynuację procesów restrukturyzacyjnych w przetwórstwie. Spójnie z tymi oczekiwaniami prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia spadła w październiku do -0,1% r/r wobec 0,0% we wrześniu. Jednocześnie oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrosła do 11,8% r/r w październiku wobec 10,3% we wrześniu, głównie z uwagi na efekty niskiej bazy sprzed roku. Uważamy, że publikacja danych z rynku pracy w Polsce będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

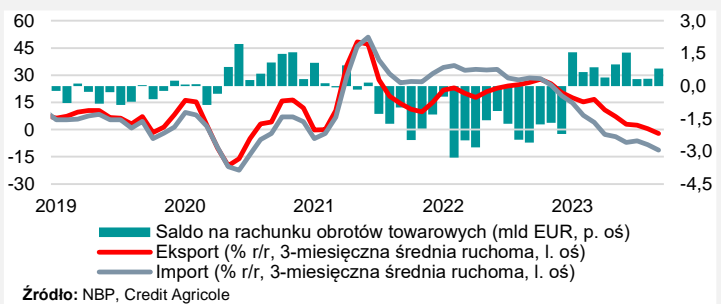
- ▮ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Inflacja CPI w październiku spadła do 3,2% r/r wobec 3,7% we wrześniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (3,3%). W kierunku niższej inflacji oddziaływały niższe dynamiki cen żywności i nośników energii, jak również spadek inflacji bazowej, która zmniejszyła się w październiku do 4,0% r/r wobec 4,1% we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (4,1%). W przypadku inflacji bazowej na uwagę zasługuje spadek miesięcznej dynamiki cen usług do 0,3% m/m w październiku wobec 0,6% we wrześniu, co jest sygnałem wskazującym na stopniowe ustępowanie presji inflacyjnej w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się w październiku do -0,6% wobec 0,1% we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-0,3%). Do jej spadku przyczyniło się zmniejszenie dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz dostarczaniu mediów, podczas gdy w przeciwną stronę oddziaływała wyższa dynamika produkcji w górnictwie. Czynnikiem ograniczającym aktywność w przetwórstwie były strajki związków zawodowych w branży motoryzacyjnej. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych spadło w październiku do 78,9% wobec 79,5% we wrześniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się w październiku do -0,1% m/m wobec 0,9% we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-0,3%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży spadła w październiku do 0,1% wobec 0,8% we wrześniu. Spadek dynamiki sprzedaży miał szeroki zakres i został odnotowany w większości kategorii, przy czym wynikał on przede wszystkim z oddziaływania efektów wysokiej bazy z poprzedniego miesiąca. Mimo, że popyt konsumpcyjny w USA pozostaje silny w porównaniu z okresem przed pandemią COVID-19, od IV kw. oczekujemy stopniowego obniżenia dynamiki sprzedaży detalicznej. Jego źródłem będzie m.in. zmniejszenie nagromadzonego podczas pandemii bufora oszczędności gospodarstw domowych (por. MAKROmapa z 16.10.2023), sugerowane przez rosnący udział finansowania konsumpcji kartami kredytowymi, jak również wygaśnięcie moratorium na spłatę kredytów studenckich. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o nowych pozwoleniach na budowę



(1487 tys. w październiku wobec 1471 tys. we wrześniu) i rozpoczętych budowach domów (1372 tys. wobec 1346 tys.), które ukształtowały się powyżej konsensusu (odpowiednio 1450 tys. oraz 1349 tys.). Dane wskazały tam samym na wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w październiku. Pozytywnych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa dostarczyły regionalne wyniki badań koniunktury: indeks NY Empire State (9,1 pkt. w listopadzie wobec -4,6 pkt. w październiku) oraz Philadelphia Fed (-5,9 pkt. w listopadzie wobec -9,0 pkt. w październiku). Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą 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%. Tym samym uważamy, że amerykańska gospodarka uniknie recesji (por. MAKROmapa z 16.10.2023). Z kolei październikowe dane o inflacji są wsparciem dla naszej prognozy, zgodnie z którą w lipcu br. Fed zakończył cykl zacieśniania polityki pieniężnej. 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.

-  **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zwiększyła się do 0,4% r/r w III kw. br. wobec -0,4% r/r w II kw., kształtując się pomiędzy konsensusem rynkowym (0,3%) i naszą prognozą (0,5%).** Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB, uwzględniające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane pod koniec listopada. Naszym zdaniem na wzrost dynamiki PKB w III kw. w porównaniu z II kw. złożyły się wyższe wkłady konsumpcji oraz zapasów, stabilizacja wkładu zapasów oraz niższy wkład eksportu netto (por. MAKROpuls z 14.11.2023). Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w III kw. do 1,4% kw/kw wobec 0,3% w II kw. (rewizja w górę z -1,4%). Tym samym III kw. był już trzecim kwartałem z rzędu, w którym odnotowano wzrost odsezonowanego PKB. W rezultacie zmaterializował się nasz scenariusz „miękkiego lądowania” polskiej gospodarki. Uważamy, że w kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego w ujęciu r/r przyspieszy wspierane przez spadek inflacji pobudzający konsumpcję. Dane o PKB w III kw. nie zmieniają naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2023 r. (0,5% wobec 5,3% w 2022 r.).
-  **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w październiku do 6,6% r/r wobec 8,2% we wrześniu, kształtując się powyżej wstępnego szacunku (6,5%).** W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen w kategoriach: „żywność i napoje bezalkoholowe” (8,0% 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 zmniejszyła się w październiku do 8,0% r/r wobec 8,4% we wrześniu. Inflacja bazowa liczona w ujęciu miesięcznym wyniosła w październiku 0,6%. Tym samym, choć jest to dynamika niższa niż przed rokiem, to ukształtowała się ona wyraźnie powyżej wzorca sezonowego w październiku (ok. 0,3%). W naszej ocenie wskazuje to, że obserwowany obecnie silny spadek inflacji wynika przede wszystkim z efektów wysokiej bazy, podczas gdy presja inflacyjna, mimo pojawiających się co jakiś czas sygnałów jej stopniowego słabnięcia, pozostaje nadal silna (por. MAKROpuls z 15.11.2023). Prognozujemy, że w listopadzie inflacja obniży się do 6,2% r/r, po czym wzrośnie w grudniu do 6,6%. Uważamy, że na początku przyszłego roku czynnikami ograniczającymi spadek inflacji będzie przewrót standardowej stawki VAT na żywność, a także wzrost cen nośników energii. Mimo to prognozujemy, że inflacja w I kw. 2024 r. powróci do trendu spadkowego i w II kw. osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 4,6%. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza inflacji jest niepewność regulacyjna związana z terminem uformowania się nowego rządu oraz jego decyzji dotyczących przyszłości działań osłonowych skierowanych na ograniczenie wzrostu cen konsumenckich (por. MAKROmapa z 06.11.2023).

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących wzrosło we wrześniu do 394 mln EUR wobec -299 mln EUR w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (173 mln EUR) i poniżej naszej prognozy (940 mln EUR). Tym samym Polska po raz pierwszy od dwóch miesięcy



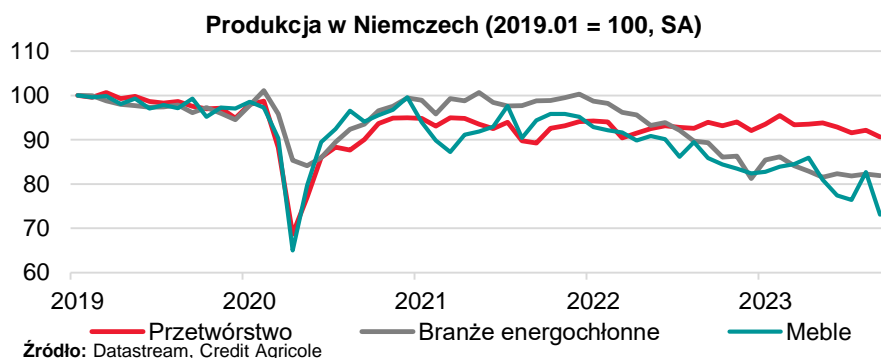
odnotowała we wrześniu nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych, dochodów pierwotnych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 461 mln EUR, 477 mln EUR i 153 mln EUR wyższe niż w sierpniu). W przeciwną stronę oddziaływało natomiast niższe saldo usług (o 398 mln EUR niższe niż w sierpniu). Jednocześnie we wrześniu odnotowano spadek dynamiki eksportu (-4,3% r/r we wrześniu wobec -2,3% w sierpniu) i dynamiki importu (-14,8% wobec -11,9%). Zgodnie z komunikatem NBP głównym źródłem obniżenia obrotów w handlu zagranicznym pozostaje spadek cen towarów zaopatrzeniowych, a także w coraz większym stopniu dóbr finalnych, co odzwierciedla słabnącą presję cenową w światowej gospodarce. Czynnikiem ograniczającym wielkość obrotów handlowych było również spowolnienie gospodarcze obserwowane w kraju oraz wśród głównych partnerów handlowych Polski. W komunikacie podkreślono, że we wrześniu odnotowano dalszy silny wzrost eksportu samochodów, co wynika z ożywienia aktywności w światowej branży motoryzacyjnej, w której polski przemysł stanowi istotne ogniwo łańcucha tworzenia wartości. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększyło się w III kw. do 0,6% wobec -0,1% w II kw. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących jest czynnikiem pozytywnym dla kursu złotego.

Zgodnie z drugim wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w III kw. do -0,1% wobec 0,2% w II kw. (0,1% r/r w III kw. wobec 0,5% w II kw.), a tym samym ukształtowała się zgodnie z pierwszym szacunkiem (por. MAKROMapa z 06.11.2023). Zmniejszenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w większości głównych gospodarek strefy euro: w Niemczech (-0,1% kw/kw w III kw. wobec 0,1% w II kw.), we Francji (0,1% wobec 0,6%) i w Hiszpanii (0,3% wobec 0,4%), podczas gdy jej wzrost miał miejsce we Włoszech (0,0% wobec -0,4%). 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%.

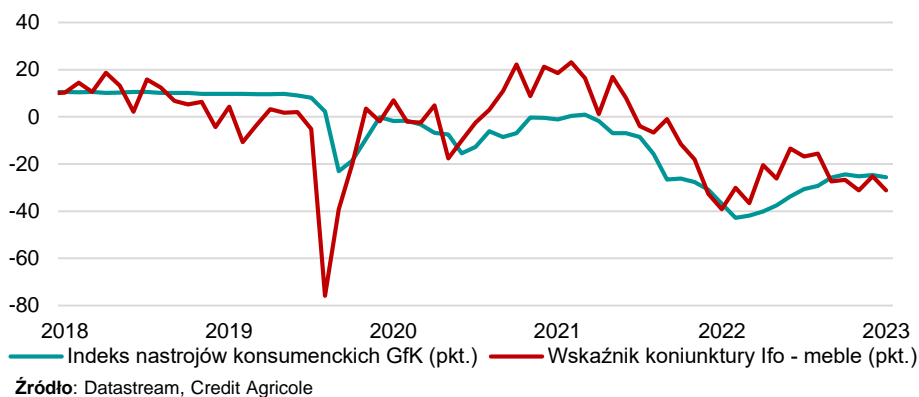
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z chińskiej gospodarki. Dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w październiku do 4,6% r/r wobec 4,5% we wrześniu (przy oczekiwaniach równych 4,4%), dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się do 7,6% wobec 5,5% (7,0%), podczas gdy dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich obniżyła się do 2,9% wobec 3,1% (3,1%). Czynnikiem ograniczającym wzrost aktywności w chińskiej gospodarce pozostaje wciąż słaby popyt wewnętrzny. W przypadku inwestycji głównym źródłem obniżonej aktywności jest przeciągający się kryzys na chińskim rynku nieruchomości. Wsparcie dla takiej oceny stanowią utrzymujące się silne spadki w ujęciu rocznym dynamiki sprzedaży nowych domów, rozpoczętych budów i całkowitej liczby trwających budów. Uważamy, że osiągnięcie celu dla wzrostu gospodarczego w Chinach wyznaczonego na poziomie „ok. 5%” wymagać będzie dodatkowej stymulacji ze strony rządu. Ostatnie sygnały ze strony chińskiego rządu oraz Ludowego Banku Chin wskazują, że rośnie prawdopodobieństwo zastosowania dodatkowych środków stymulacji fiskalnej i pieniężnej w celu rozwiązania kryzysu na rynku nieruchomości i pobudzenia nastrojów w gospodarce. 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%”.

Kiedy poprawi się koniunktura w branży meblarskiej?



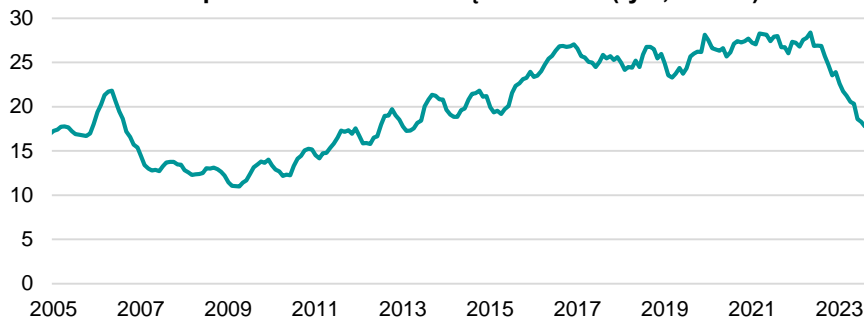
W ostatnich dwóch kwartałach obserwowaliśmy relatywnie silny spadek produkcji w branży meblarskiej w Niemczech. Od początku 2022 r. produkcja w tej kategorii obniżyła się o 21%, podczas gdy produkcja w przetwórstwie ogółem zmniejszyła się w analogicznym okresie tylko o niecałe 4%. Spadek produkcji w niemieckim przemyśle meblarskim miał podobną skalę jak w branżach energochłonnych, w których koniunktura uległa znaczącemu pogorszeniu z uwagi na kryzys energetyczny. Niemniej jednak przyczyny tego spadku były odmienne. Poniżej prezentujemy główne tendencje dotyczące produkcji mebli w Niemczech oraz ich wpływu na sytuację tej branży w Polsce.



Pogorszenie sytuacji w niemieckiej branży meblarskiej jest przede wszystkim odzwierciedleniem słabego popytu. Około 70% produkcji w tej branży skierowane jest na tamtejszy rynek krajowy. W ostatnich kwartałach obserwowaliśmy pogorszenie nastrojów konsumenckich w Niemczech. Było to związane z silnym wzrostem inflacji, oddziałującym w kierunku spadku

realnej siły nabywczej gospodarstw domowych oraz wybuchem wojny w Ukrainie oddziałującym w kierunku wzrostu niepewności. Wskaźniki koniunktury sygnalizują, że pogorszenie nastrojów znalazło odzwierciedlenie głównie w spadku popytu na meble w segmencie konsumpcyjnym, podczas gdy koniunktura w segmencie mebli biurowych była relatywnie lepsza. Wraz z oczekiwanym przez nas spadkiem inflacji w Niemczech, dochody do dyspozycji niemieckich konsumentów będą rosnąć w ujęciu realnym, a i ich nastroje będą się poprawiać, oddziałując w kierunku ożywienia produkcji w niemieckim przemyśle meblarskim.

Nowe pozwolenia na budowę mieszkań (tys., 6MMA)

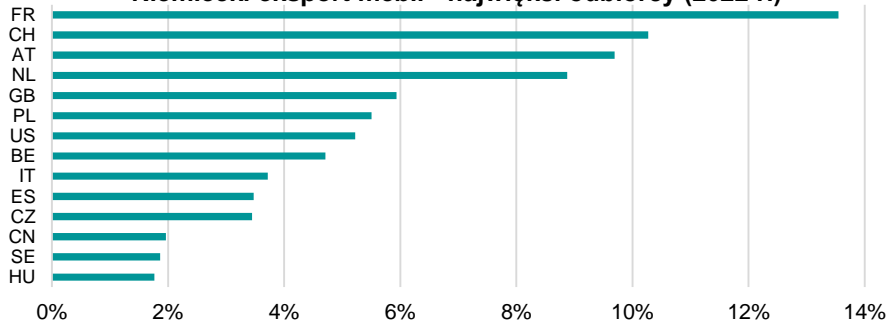


Źródło: Destatis, Credit Agricole

trendzie spadkowym od połowy 2022 r. (por. wykres). To z kolei przekłada się – teraz i w kolejnych kwartałach – na ograniczenie popytu na meble w związku z wykańczaniem i wyposażaniem mniejszej liczby mieszkań. Ta tendencja będzie czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia popytu krajowego na meble w Niemczech pomimo oczekiwanej przez nas poprawy nastrojów konsumenckich.

Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku sprzedaży i produkcji mebli w Niemczech jest dekonieczność na rynku mieszkaniowym. Wzrost kosztów budowy oraz zacieśnianie polityki pieniężnej przez EBC doprowadziły do znaczącego spadku aktywności w niemieckim budownictwie mieszkaniowym. W rezultacie liczba wydanych pozwoleń na budowę kształtuje się w silnym

Niemiecki eksport mebli - najwięksi odbiorcy (2022 r.)

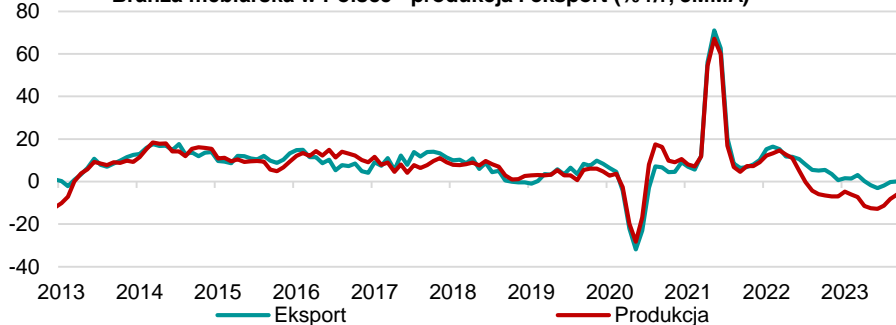


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

stagnacyjne, czy nawet recesyjne w poszczególnych krajach strefy euro, sytuacja popytowa nie wygląda optymistycznie w krótkim okresie. Ożywienia wzrostu gospodarczego w strefie euro, wspierającego aktywność w niemieckim przemyśle meblarskim, spodziewamy się dopiero w 2024 r.

Tendencje w zakresie popytu zagranicznego na niemieckie meble (odpowiadającego za ok. 30% całkowitej produkcji) również kształtują się niekorzystnie. W ramach dziesięciu największych importerów, stanowiących łącznie 71% popytu zagranicznego, tylko jeden partner handlowy (USA) jest zlokalizowany poza Europą. Biorąc pod uwagę obecne tendencje

Branża meblarska w Polsce - produkcja i eksport (% r/r, 3MMA)



Źródło: Eurostat, GUS, Credit Agricole

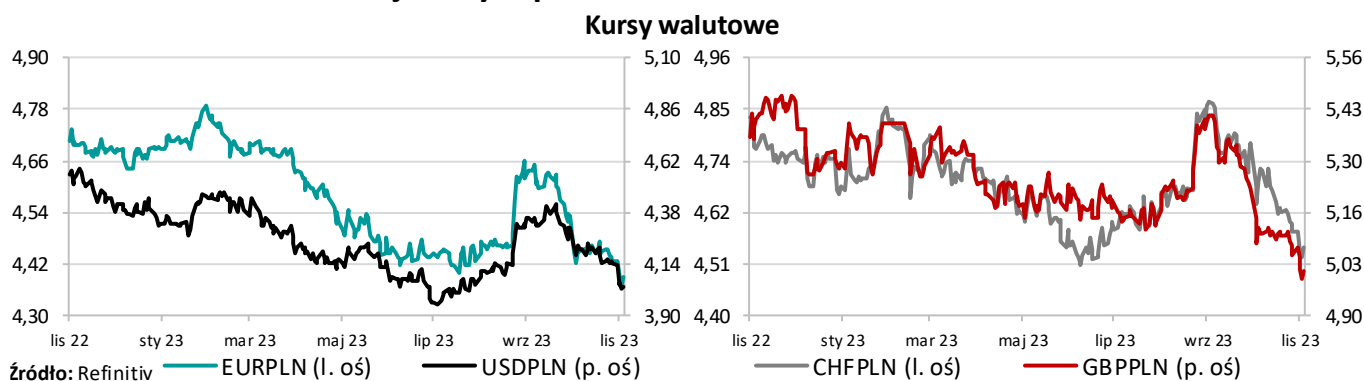
na eksport. W ramach produkcji mebli w Polsce, dwie trzecie przychodów ze sprzedaży pochodzi z zagranicy. Jednocześnie Niemcy są największym importerem polskich mebli, odpowiadając za jedną trzecią całkowitego eksportu z Polski w ramach tej kategorii. Na podstawie wyników modelowania ekonometrycznego szacujemy, że zwiększenie dynamiki produkcji przemysłowej w niemieckiej branży meblarskiej (reprezentującej w modelu ogólny popyt zagraniczny) o 1 pkt proc. oddziałuje w kierunku wzrostu dynamiki produkcji w tej samej kategorii w Polsce o ok. 0,9-1,1 pkt. proc. Spodziewane przez nas ożywienie w Niemczech w przyszłym roku będzie oddziaływało w kierunku poprawy koniunktury również w krajowym firmach zajmujących się produkcją mebli.

W Polsce również obserwowaliśmy spadek produkcji w polskiej branży meblarskiej w ostatnich kwartałach. Od początku 2022 r. obniżyła się ona łącznie o 12% w ujęciu odsezonowanym. Sytuacja w niemieckim przemyśle meblarskim jest ważna z punktu widzenia perspektyw polskiej branży meblarskiej, której produkcja jest w dominującym stopniu skierowana

Drugim ważnym czynnikiem dla aktywności w polskim przemyśle meblarskim jest popyt krajowy, reprezentowany we wspomnianym wyżej modelu ekonometrycznym przez sprzedaż detaliczną w kategorii „meble, RTV, AGD”. Szacujemy, że zwiększenie dynamiki sprzedaży detalicznej w tej kategorii o 1 pkt. proc. oddziałuje w kierunku przyspieszenia wzrostu produkcji w polskim przemyśle meblarskim o 0,3-0,5 pkt. proc. Od marca 2023 r. dynamika sprzedaży w kategorii „meble, RTV, AGD” kształtował się poniżej zera. Po części było to wynikiem oddziaływania efektów wysokiej bazy sprzed roku związanych ze zwiększonym popytem na dobra trwałego użytku w konsekwencji silnego napływu uchodźców z Ukrainy. Drugim czynnikiem hamującym popyt w tej kategorii był silny wzrost inflacji ograniczający realną siłę nabywczą polskich konsumentów. Oczekujemy, że wraz ze spodziewanym przez nas dalszym spadkiem inflacji oraz wygasaniem wspomnianych wyżej efektów bazy dynamika sprzedaży w tej kategorii ponownie ukształtuje się powyżej zera w 2024 r.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje oczekujemy, że z w 2024 r. będziemy obserwowali postępujące ożywienie w polskiej branży meblarskiej z uwagi na poprawę sytuacji zarówno w zakresie popytu krajowego, jak i zagranicznego. Zarysowany powyżej scenariusz stanowi pewne ryzyko w górę dla prognozy przychodów netto ze sprzedaży w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach”, którą przedstawiliśmy w MAKROmapie z 6.11.2023. Zwracaliśmy wówczas uwagę, że sprzedaż w tej kategorii pozostanie w 2024 r. relatywnie stabilna w 2024 r. względem 2023 r.

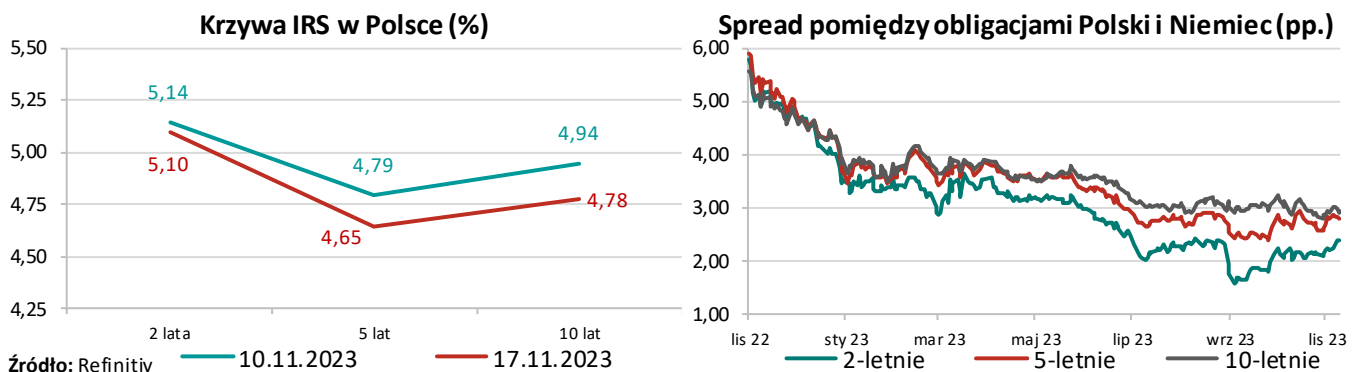
Kurs EURPLN na najniższym poziomie od marca 2020 r.



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3899 (umocnienie złotego o 0,8%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie spadkowym. Tym samym w czwartek wieczorem osiągnął on najniższy poziom od marca 2020 r. Złoty umacniał się w ślad za odnotowanym w zeszłym tygodniu wzrostem kursu EURUSD w reakcji na publikację niższych od oczekiwań danych o inflacji w USA. Lokalnie czynnikami pozytywnymi dla kursu polskiej waluty były publikacje wyższych od oczekiwań krajowych danych o PKB, bilansie płatniczym i inflacji, spadek oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych w Polsce oraz obniżenie niepewności wśród części inwestorów dotyczących stabilności przyszłego rządu po wyborze na marszałka sejmiku kandydata zaproponowanego przez Koalicję Obywatelską, Trzecią Drogą i Nową Lewicę.

W tym tygodniu kluczowe dla kursu złotego będą zaplanowane krajowe dane o produkcji przemysłowej (wtorek) i sprzedaży detalicznej (środa). W przypadku realizacji naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz mogą one oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. W naszej ocenie przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,10 (spadek o 4pb), 5-letnie do 4,65 (spadek o 14pb), a 10-letnie do 4,78 (spadek o 16pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Do obniżenia rentowności na rynkach bazowych przyczyniła się publikacja niższych od oczekiwań danych o inflacji w USA, która zmniejszyła oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych w tym kraju. Lokalnie w kierunku spadku stawek IRS oddziaływało obniżenie oczekiwań inwestorów na kolejne obniżki stóp procentowych w Polsce, co znalazło odzwierciedlenie w zwiększeniu stawek FRA widocznym szczególnie na długim końcu krzywej FRA.

W tym tygodniu kluczowa dla inwestorów będzie publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej (wtorek) i sprzedaży detalicznej (środa). W naszej ocenie mogą one doprowadzić do lekkiego spadku stawek IRS. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,71	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,45
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	4,60
Inflacja CPI (r/r, %)	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,1	-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	
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	
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	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,4	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,1	5,2	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	747	-748	-1722	2246	1467	1372	-330	491	1049	-62	-299	394		
Eksport (r/r, %, EUR)	27,4	22,0	11,6	19,2	14,8	16,1	1,5	3,8	3,5	0,2	-2,3	-4,3		
Import (r/r, %, EUR)	21,9	19,4	14,6	10,4	-1,6	3,3	-9,8	-5,3	-6,0	-7,3	-11,9	-14,8		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2023				2024				2022	2023	2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,9	2,3	2,6	2,9	3,3	5,3	0,5	2,8	
Konsumpcja (% r/r)	-2,0	-2,8	1,2	2,3	2,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-0,3	3,1	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	8,0	7,2	5,2	2,1	2,4	2,0	4,9	8,0	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	1,1	3,7	3,9	5,0	4,3	4,5	6,7	1,3	4,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	0,8	4,3	4,6	5,6	6,0	5,5	6,8	-1,0	5,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,7	1,2	1,5	1,7	1,9	1,8	2,9	-0,2	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,3	1,6	0,7	0,3	0,4	0,5	0,8	1,3	0,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	0,2	-0,3	-0,1	0,0	-1,0	-0,5	0,2	1,5	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,1	0,6	0,8	1,0	0,5	-0,3	-1,0	-2,4	0,8	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,1	5,0	5,3	5,4	4,5	5,0	5,2	5,2	5,3	5,2	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,5	1,1	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	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	7,02	5,88	5,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	6,75	5,75	5,75	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,44	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**
Wtorek 21.11.2023 r.						
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	10,3	11,8	11,8
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	0,0	-0,1	0,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	-3,1	-0,5	1,6
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-2,8	-3,6	-3,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	3,96	3,87	3,91
Środa 22.11.2023 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Październik	3,6	3,0	4,6
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Październik	-0,3	0,0	1,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Październik	4,6	-3,3	-3,0
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-17,9		-17,6
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	60,4	61,0	60,7
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Listopad			
Czwartek 23.11.2023 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	40,8		41,2
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	47,8		48,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	43,1		43,4
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	46,5		46,9
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	8,3	8,8	8,6
Piątek 24.11.2023 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	-0,1	-0,1	-0,1
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Październik	5,0	5,0	5,0
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Listopad	86,9		87,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,0		49,7

* 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