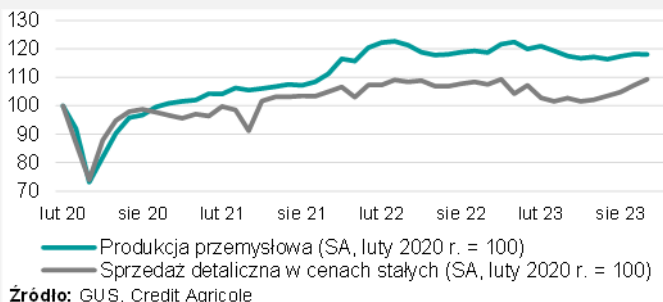


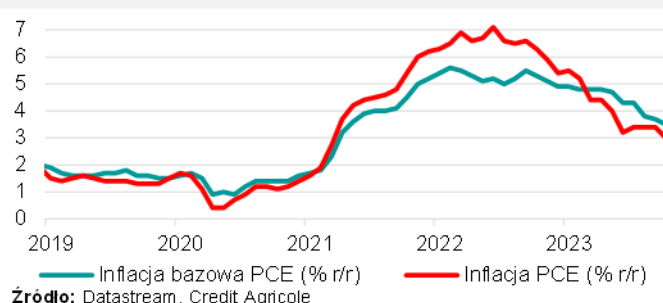
## W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja danych o produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że roczna dynamika produkcji przemysłowej spadła do -2,5% w listopadzie wobec 1,7% w październiku. Do obniżenia produkcji przyczyniły się efekty statystyczne (wysoka baza sprzed roku oraz efekt niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych), natomiast w przeciwną stronę oddziaływała poprawa koniunktury (GUS i PMI) w przetwórstwie przemysłowym. W przypadku materializacji naszej niższej od konsensusu (1,4%) prognozy oczekujemy lekkiego osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.



- Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na czwartek publikacja danych o krajowej sprzedaży detalicznej.** Oczekujemy, że realna dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 0,0% r/r w listopadzie w porównaniu do 2,8% w październiku. Uważamy, że czynnikiem pozytywnym dla sprzedaży detalicznej w listopadzie była dalsza poprawa koniunktury konsumenckiej, a negatywny wpływ na tempo wzrostu sprzedaży wywierała niższa dynamika sprzedaży paliw oraz efekt wysokiej bazy sprzed roku. Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu (1,8%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** W piątek opublikowane zostaną dane o inflacji PCE. Oczekujemy, że zmniejszyła się ona do 2,8% r/r w listopadzie wobec 3,0% w październiku, przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 3,3% r/r wobec 3,5% w październiku. W



czwartek poznamy z kolei finalny odczyt amerykańskiego PKB w III kw. Zakładamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego ukształtuje się zgodnie z II szacunkiem (5,2%). Poznamy też dane o zamówieniach na dobra trwałe, których dynamika zwiększyła się naszym zdaniem do 4,5% r/r w listopadzie wobec -5,4% w październiku na skutek wzrostu zamówień w sektorze lotniczym oraz zakończenia strajków w przemyśle motoryzacyjnym. W tym tygodniu ukażą się również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że zarówno indeks Conference Board (103,5 pkt. w grudniu wobec 102,0 pkt. w listopadzie), jak i finalny indeks Uniwersytetu Michigan (69,4 pkt. wobec 63,8 pkt.) wskażą na poprawę nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych. Będzie ona wynikiem dobrej sytuacji na rynku pracy oraz spadku cen paliw w ostatnim czasie. Opublikowane zostaną również dane z rynku nieruchomości w USA. We wtorek ukażą się dane o nowych pozwoleniach na budowę (nasza prognoza wynosi 1453 tys. w listopadzie wobec 1498 tys. w październiku) oraz rozpoczętych budowach (1375 tys. wobec 1372 tys.), natomiast w drugiej części tygodnia poznamy dane o sprzedaży nowych domów (690 tys. wobec 679 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,83 mln wobec 3,79 mln). Naszym zdaniem wskażą one na stabilizację aktywności na rynku nieruchomości na niskim poziomie. Uważamy, że publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

- Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Rynek

oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 87,7 pkt. w grudniu z 87,3 pkt. w listopadzie. Ryzyko w dół dla tej prognozy stanowią opublikowane w ubiegłym tygodniu indeksy PMI dla Niemiec (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w Niemczech będzie neutralna dla rynków finansowych.

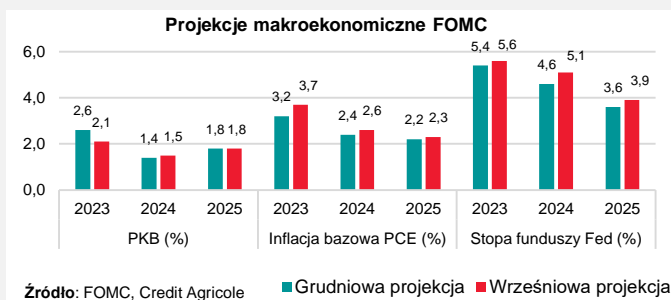
- ▬ **W środę poznamy dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Uważamy, że w listopadzie doszło do dalszego spadku zatrudnienia w ujęciu miesięcznym, przede wszystkim ze względu na kontynuację procesów restrukturyzacyjnych w przetwórstwie. Spójnie z tymi oczekiwaniami prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia spadła w listopadzie do -0,2% r/r wobec -0,1% w październiku. Jednocześnie oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się do 9,0% r/r w listopadzie wobec 10,1% w październiku, głównie z uwagi na efekty wysokiej bazy sprzed roku oraz ustąpienie korzystnego efektu związanego z wypłatami premii i nagród w górnictwie. Uważamy, że publikacja danych z rynku pracy w Polsce będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

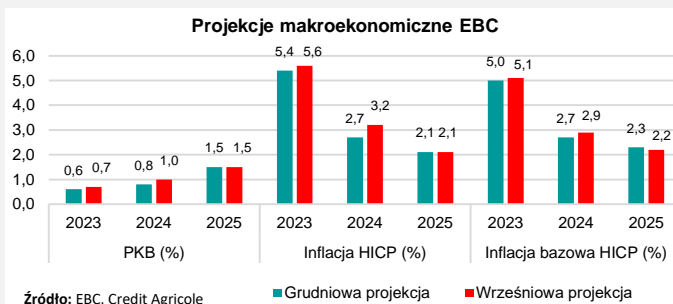
- ▬ **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed pozostawił docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [5,25%; 5,50%], co było zgodne z naszą prognozą i konsensusem.**

Wydźwięk komunikatu uległ złagodzeniu w porównaniu z listopadowym

posiedzeniem. Fed dał do zrozumienia, że cykl podwyżek stóp procentowych najprawdopodobniej został już zakończony, przy czym podtrzymał deklarację, zgodnie z którą będzie monitorował napływające informacje z amerykańskiej gospodarki i ich implikacje dla perspektyw polityki pieniężnej. W komunikacie zwrócona została również uwaga na obniżające się tempo wzrostu gospodarczego oraz spadek inflacji. W ubiegłym tygodniu opublikowana została także najnowsza projekcja makroekonomiczna członków FOMC. Mediana oczekiwań dla stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2024 r. implikuje obniżki o łącznej skali 75pb w 2024 r. (50pb we wrześniowej projekcji) oraz o 100pb w 2025 r. (125pb). Tym samym choć oczekiwana przez członków FOMC skala obniżek stóp procentowych w horyzoncie najbliższych dwóch lat nie zmieniła się w porównaniu do wrześniowej projekcji, to wyniki grudniowej projekcji sugerują, że znaczna część łagodzenia polityki pieniężnej nastąpi już w 2024 r. Zostało to odebrane przez inwestorów jako gołębi sygnał, co doprowadziło do osłabienia dolara względem euro oraz spadku rentowności amerykańskich obligacji. Jednocześnie prognoza dynamiki PKB w 2023 r. została istotnie zrewidowana w górę (2,6% wobec 2,1% we wrześniowej projekcji) przy jej nieznacznej rewizji w dół w 2024 r. (1,4% wobec 1,5%). Zrewidowane w dół zostały prognozy inflacji PCE w latach 2023-2024 (odpowiednio do 3,2% i 2,4% wobec 3,7% i 2,6% we wrześniowej projekcji) przy jednoczesnym braku zmian dla prognozowanej stopy bezrobocia we wspomnianym okresie. Podczas konferencji prasowej szef Rezerwy Federalnej J. Powell zasugerował, że Fed najprawdopodobniej zakończył już cykl podwyżek stóp procentowych. Powiedział również, że członkowie FOMC „myślą o dyskusji” na temat obniżek stóp procentowych, choć sama dyskusja jeszcze się nie rozpoczęła. Wyniki grudniowej projekcji, a także wypowiedzi J. Powella stanowią ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2024 r. Fed obniży stopy o 50pb.



W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Decyzja EBC była zgodna z naszymi oczekiwaniami i konsensusem. Tym samym główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 4,50%, a depozytowa 4,00%.

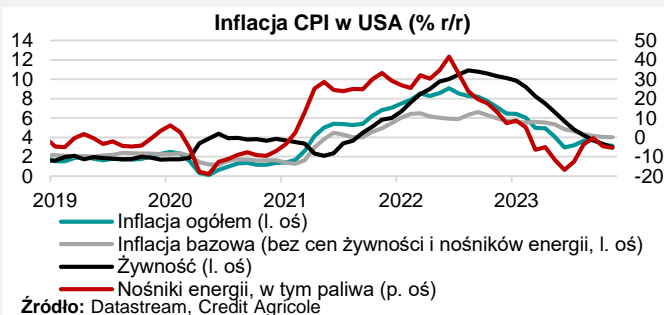


W komunikacie podkreślono, że presja inflacyjna w obszarze wspólnej waluty pozostaje podwyższona, a jej źródłem jest przede wszystkim silna dynamika jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie utrzymano zapis, zgodnie z którym stopy procentowe zostaną utrzymane na restrykcyjnym poziomie tak długo, jak to konieczne, by stłumić presję inflacyjną. Kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą zaś na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde zaznaczyła, że temat obniżek stóp procentowych nie pojawił się na posiedzeniu. Nawiązując do ostatnich niższych od oczekiwań danych o inflacji stwierdziła, że chociaż presja inflacyjna w strefie euro obniżyła się, to perspektywy kształtowania się inflacji, w szczególności inflacji bazowej, charakteryzują się podwyższoną niepewnością. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również najnowsze projekcje ekonomiczne EBC. Ścieżka inflacji w latach 2023-2024 została istotnie zrewidowana w dół (o 0,2 pkt. proc. w 2023 r. i 0,5 pkt. proc. w 2024 r.), choć nadal zakłada ona powrót w okolice celu inflacyjnego w 2025 r. Jednocześnie lekko obniżona została ścieżka inflacji bazowej. Ścieżka PKB w latach 2023-2024 została również nieznacznie zrewidowana w dół (o 0,1 pkt. proc. w 2023 r. i o 0,2 pkt. proc. w 2024 r. - por. wykres). Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu jak i wypowiedzi prezes Ch. Lagarde na konferencji prasowej stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym EBC rozpocznie cykl obniżek stóp w strefie euro w III kw. 2024 r., a ich łączna skala w 2024 r. wyniesie 75pb.

W zeszłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB). SNB podjął decyzję o pozostawieniu głównej stopy procentowej na poziomie 1,75%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Zgodnie z komunikatem, choć w ostatnim kwartale odnotowano nieznaczny spadek presji inflacyjnej to argumentem na rzecz stabilizacji stóp procentowych jest wysoka niepewność co do przyszłego kształtowania się inflacji. W komunikacie powtórzona została zapowiedź, zgodnie z którą SNB w kolejnych miesiącach będzie uważnie monitorował kształtowanie się inflacji i jeśli będzie to konieczne dostosowywał swoją politykę pieniężną, tak aby zapewnić stabilność cen w średnim okresie. SNB ponownie zakomunikował także swoją gotowość do interwencji walutowych w razie potrzeby. W ubiegłym tygodniu opublikowana została także najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Prognoza dynamiki PKB na 2023 r. została utrzymana na niezmiennym poziomie (ok. 1,0% r/r), z kolei tempo wzrostu PKB w 2024 r. prognozowane jest w przedziale od 0,5% r/r do 1,0% r/r. W dół względem wrześniowej projekcji zrewidowana została prognoza inflacji. Zgodnie z grudniową projekcją inflacja wyniesie 2,1% w 2023 r. (wobec 2,2% we wrześniowej projekcji), 1,9% w 2024 r. (2,2%) i 1,6% w 2025 r. (1,9%). Ubiegłotygodniowa decyzja SNB jest spójna z naszą prognozą kursów EURCHF (0,96 na koniec 2023 r. i 0,93 na koniec 2024 r.) oraz CHFPLN (4,54 na koniec 2023 r. i 4,69 na koniec 2024 r.).

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w grudniu do 47,0 pkt. wobec 47,6 pkt. w listopadzie, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (48,0 pkt.). Spadek zagregowanego indeksu PMI wynikał ze zmniejszenia wkładu jego składowej dla aktywności biznesowej w usługach przy niezmiennym wkładzie składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie (patrz poniżej).

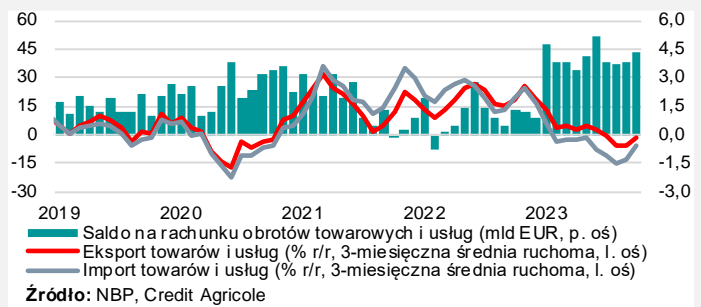
✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Inflacja CPI w listopadzie spadła do 3,1% r/r wobec 3,2% w październiku, kształtując się poniżej naszej prognozy (3,2%) i zgodnie z konsensusem. W kierunku obniżenia inflacji oddziaływały niższe dynamiki cen żywności i nośników energii. Z kolei inflacja bazowa nie



zmieniła się względem października i wyniosła 4,0% r/r. W przypadku inflacji bazowej na uwagę zasługuje zwiększenie miesięcznej dynamiki cen usług do 0,5% m/m w listopadzie wobec 0,3% w październiku, co było w znacznym stopniu związane ze wzrostem czynszów. Utrzymująca się wysoka odsezonowana miesięczna dynamika inflacji bazowej (+0,3%) sugeruje, że presja inflacyjna w amerykańskiej gospodarce, mimo obserwowanego w ostatnich miesiącach spadku, nadal pozostaje silna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zwiększyła się w listopadzie do 0,2% wobec -0,9% w październiku (produkcja w październiku była ograniczana przez strajki, por. MAKROmapa z 20.11.2023), kształtując się poniżej oczekiwań (0,3%). Do jej wzrostu przyczyniło się zwiększenie dynamiki produkcji we wszystkich trzech głównych działach (w górnictwie, przetwórstwie oraz dostarczaniu mediów). Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych nieznacznie wzrosło w listopadzie do 78,8% wobec 78,7% w październiku. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika wzrosła w listopadzie do 0,3% m/m wobec -0,2% w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-0,1%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży zwiększyła się w listopadzie do 0,2% wobec 0,0% w październiku. Wzrost dynamiki sprzedaży miał szeroki zakres i został odnotowany w większości kategorii, przy czym wynikał on w znacznym stopniu z oddziaływania efektów niskiej bazy z poprzedniego miesiąca. Mimo, że popyt konsumpcyjny w USA pozostaje silny w porównaniu z okresem przed pandemią COVID-19, w kolejnych kwartałach oczekujemy jego stopniowego osłabienia. Wynikać to będzie m.in. ze zmniejszenia nagromadzonego podczas pandemii bufora oszczędności gospodarstw domowych (por. MAKROmapa z 16.10.2023), sugerowanego przez rosnący udział finansowania konsumpcji kartami kredytowymi, jak również wygaśnięcie moratorium na spłatę kredytów studenckich. Zgodnie z naszym aktualnym scenariuszem dla wzrostu gospodarczego w USA, sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zmniejszy się w IV kw. do 0,8% wobec 5,2% w III kw., a następnie spowolni do 0,4% w I kw. 2024 r. i 0,7% w II kw. 2024 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z chińskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w listopadzie do 6,6% r/r wobec 4,6% w październiku (powyżej konsensusu wynoszącego 5,6%), dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się do 10,1% wobec 7,6% (12,5%), podczas gdy dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 2,9% (3,0%). Wzrost aktywności w chińskiej gospodarce w ujęciu rocznym w znacznym stopniu wynikał z efektów niskiej bazy sprzed roku związanych z pandemią. Czynnikiem ograniczającym wzrost aktywności pozostaje słaby popyt wewnętrzny. Warto zwrócić uwagę, że jest on obecnie podtrzymywany przez realizację odłożonego popytu i zakumulowane oszczędności podczas pandemii, podczas gdy w kolejnych kwartałach efekt ten będzie stopniowo wygasał. Sygnały po ostatnim posiedzeniu kierownictwa Komunistycznej Partii Chin wskazują, że rośnie prawdopodobieństwo zastosowania dodatkowych środków stymulacji fiskalnej i pieniężnej w celu rozwiązania kryzysu na rynku nieruchomości i pobudzenia aktywności w gospodarce. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach przyspieszy w 2023 r. do 5,2% wobec 3,0% w 2022 r., co byłoby spójne z ustalonym przez chiński rząd celem dla tempa wzrostu PKB na poziomie „ok. 5%”.

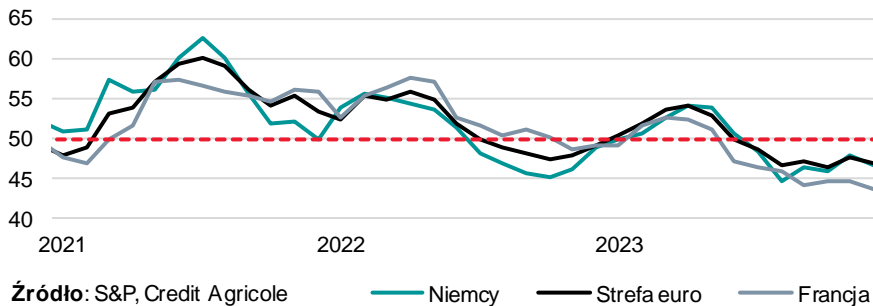
Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących wzrosło w październiku do 2036 mln EUR wobec 394 mln EUR we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (1792 mln EUR) i znacząco powyżej naszej prognozy (575 mln EUR). Tym samym Polska drugi miesiąc z rzędu odnotowała nadwyżkę na rachunku



obrotów bieżących. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych i dochodów pierwotnych (odpowiednio o 523 mln EUR i 1344 mln EUR wyższe niż we wrześniu), podczas gdy w przeciwną stronę oddziaływały niższe salda usług oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 26 mln EUR i 199 mln EUR niższe niż we wrześniu). Jednocześnie w październiku odnotowano wzrost dynamiki eksportu (1,6% r/r w październiku wobec -4,3% we wrześniu) i dynamiki importu (-8,4% wobec -14,8%). Zgodnie z komunikatem NBP w kierunku wzrostu dynamiki eksportu oraz importu oddziaływał efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Zwrócono uwagę, że wartość importu pozostaje pod negatywnym wpływem spadku światowych cen surowców energetycznych. Wzrost eksportu nastąpił jedynie w branży motoryzacyjnej, przy czym podkreślono, że spadek eksport części motoryzacyjnych, co może być powiązane ze słabą koniunkturą w strefie euro (patrz poniżej). Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się w IV kw. do 1,6% wobec 0,6% w III kw. Obserwowana w ostatnim czasie nadwyżka na rachunku obrotów bieżących jest czynnikiem pozytywnym dla kursu złotego.

Zgodnie z finalnymi danymi, inflacja CPI w Polsce nie zmieniła się w listopadzie względem października i wyniosła 6,6% r/r, kształtując się powyżej wstępnego szacunku (6,5%). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia inflacji była niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się w listopadzie do 7,3% r/r wobec 8,0% w październiku i ukształtowała się na najniższym poziomie od marca 2022 r. Jej spadek w listopadzie miał szeroki zakres i został odnotowany w większości jej kategorii. Szacujemy, że inflacja bazowa liczona w ujęciu miesięcznym wyniosła w listopadzie ok. -0,1% m/m. Tym samym ukształtowała się ona nieznacznie poniżej wzorca sezonowego w listopadzie (ok. 0,0%), co wskazuje na stopniowy spadek presji inflacyjnej (por. MAKROpuls z 15.12.2023). W kierunku spadku inflacji ogółem oddziaływała również niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe oraz „nośniki energii”, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen w kategorii „paliwa”. Uważamy, że w najbliższych dwóch kwartałach inflacja pozostanie w trendzie spadkowym i w II kw. 2024 r. osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 4,6%. Dostrzegamy jednak znaczące ryzyko w dół dla tego scenariusza związane z wysokim prawdopodobieństwem utrzymania zerowej stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe w pierwszej połowie przyszłego roku i uchwaloną przez Sejm w ubiegłym tygodniu ustawą o zamrożeniu cen energii elektrycznej, gazu i ciepła systemowego do połowy 2024 r. Materializacja tego ryzyka oznaczałaby wzrost prawdopodobieństwa obniżki stóp procentowych wcześniej niż obecnie prognozujemy (oczekujemy obniżki o 25pb w listopadzie).

## Pogłębia się spadek aktywności w strefie euro

**Zagregowane indeksy PMI**


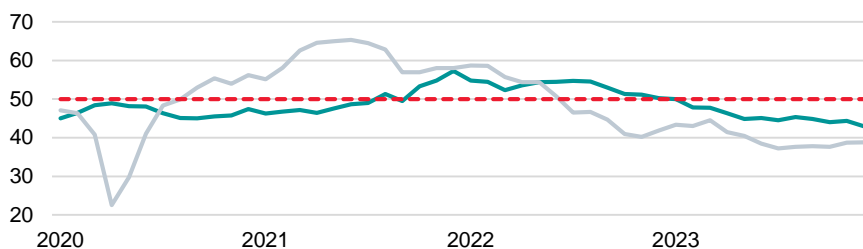
Źródło: S&amp;P, Credit Agricole

— Niemcy — Strefa euro — Francja

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w grudniu do 47,0 pkt. wobec 47,6 pkt. w listopadzie, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (48,0 pkt.). Spadek zagregowanego indeksu PMI wynikał ze zmniejszenia wkładu jego składowej dla aktywności biznesowej w usługach przy niezmienionym wkładzie

składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Przeciętna wartość zagregowanego indeksu PMI w strefie euro obniżyła się w IV kw. do 47,0 pkt. wobec 47,5 pkt. w III kw. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększy się w IV kw. do 0,0% wobec -0,1% w III kw.

W ujęciu geograficznym silne pogorszenie koniunktury odnotowano w Niemczech i we Francji, natomiast w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem PMI doszło do nieznacznej poprawy sytuacji. Głównym czynnikiem ograniczającym aktywność gospodarczą w strefie euro pozostaje słaby popyt znajdujący odzwierciedlenie w spadku nowych zamówień ogółem, w tym zamówień eksportowych. Czynnikiem stabilizującym aktywność gospodarczą pozostaje realizacja zaległości produkcyjnych. Obniżają się one nieprzerwanie od lipca 2022 r., a w grudniu tempo ich spadku nieznacznie przyspieszyło po przejściowym wyhamowaniu w poprzednich miesiącach.

**Indeksy PMI w przetwórstwie strefy euro (pkt.)**


Źródło: S&amp;P, Credit Agricole

— Zapasy środków produkcji — Zakupy materiałów

W warunkach słabnącego popytu oraz zmniejszających się zaległości produkcyjnych, firmy w strefie euro redukowały swoje moce wytwórcze, co od dwóch miesięcy znajduje odzwierciedlenie w spadku zatrudnienia. Jednocześnie w grudniu odnotowano znaczące przyspieszenie ograniczania zapasów dóbr pośrednich, które osiągnęło najwyższe tempo od

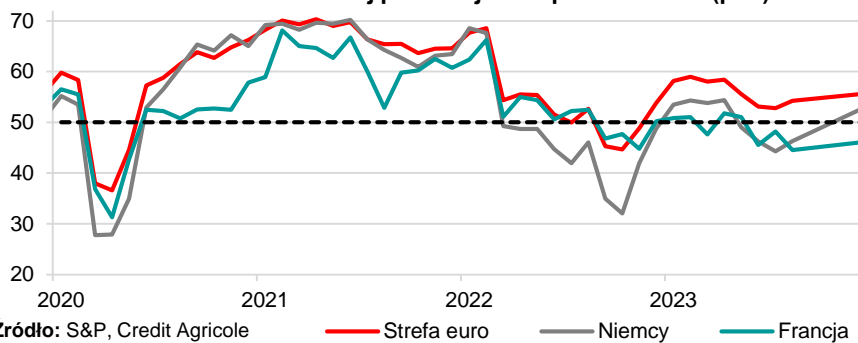
listopada 2009 r. Warto odnotować, że redukcja zapasów nie jest zjawiskiem ograniczonym do obszaru wspólnej waluty, lecz występuje globalnie. Zgodnie z badaniem PMI odsetek firm na świecie dokonujących zakupów środków produkcji w celu zapewnienia sobie bufora bezpieczeństwa w postaci wyższych zapasów obniżał się gwałtownie w ostatnich kwartałach i obecnie znajduje się na jednym z najniższych poziomów w historii.

W danych na uwagę zasługują również odmienne tendencje inflacyjne w przetwórstwie i w usługach. W przetwórstwie obserwowany jest wyraźny spadek cen, podczas gdy w usługach presja inflacyjna pozostaje silna. W pewnym stopniu odzwierciedla to różnice w poziomach aktywności w tych sektorach. Można oczekiwać, że presja inflacja w sektorze usług w kolejnych miesiącach będzie się stopniowo obniżać.

Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie istotne są tendencje w Niemczech, gdzie wstępny indeks PMI dla przetwórstwa wzrósł w grudniu do 43,1 pkt. wobec 42,6 pkt. w listopadzie, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (43,3 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższego wkładu jego

składowej dla nowych zamówień, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji, zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw. Składowa dla nowych zamówień ukształtowała się na najwyższym poziomie od kwietnia br. i towarzyszył jej również wzrost składowej dla nowych zamówień eksportowych. Warto jednak odnotować, że w obu przypadkach pozostają one wyraźnie poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności.

Wskaźnik oczekiwanej produkcji - dla przetwórstwa (pkt.)



Źródło: S&P, Credit Agricole

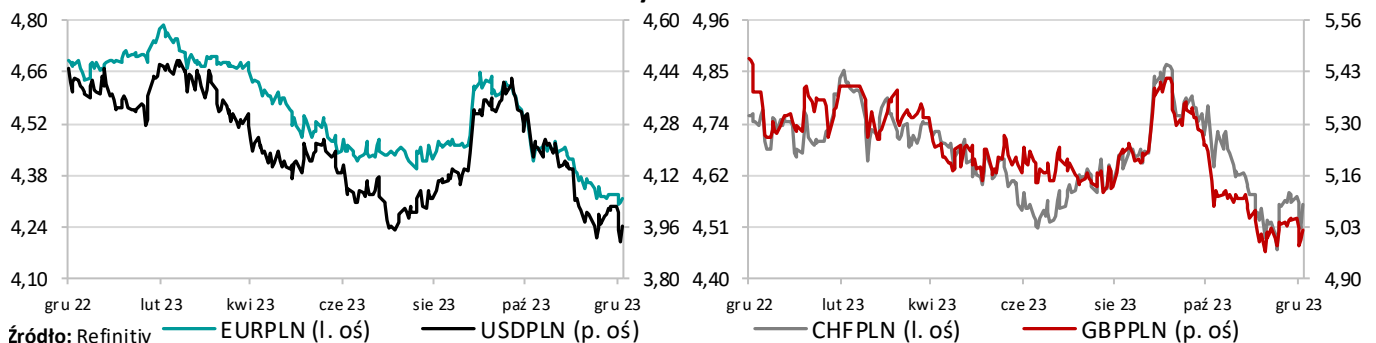
— Strefa euro — Niemcy — Francja

Zarówno w przypadku Niemiec jak i całej strefy euro w grudniu odnotowano wyraźny wzrost wskaźnika dla oczekiwanej produkcji w przetwórstwie w horyzoncie 12 miesięcy. Co więcej, w Niemczech zwiększył się on powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od kwietnia 2023 r. W naszej ocenie wskazuje to, że mimo utrzymującego się słabego popytu firmy zaczynają dostrzegać perspektywę poprawy sytuacji. Jest to

spójne z naszą oceną zakładającą stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego w strefie euro począwszy od I kw. 2024 r. Tym samym dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w kolejnych kwartałach czynnikiem wspierającym ożywienie wzrostu gospodarczego w Polsce będzie wyższy wkład eksportu netto związany z silniejszym popytem zagranicznym.

## Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej mogą osłabić złotego

Kursy walutowe



Źródło: Refinitiv

— EURPLN (I. oś)

— USDPLN (p. oś)

— CHFPLN (I. oś)

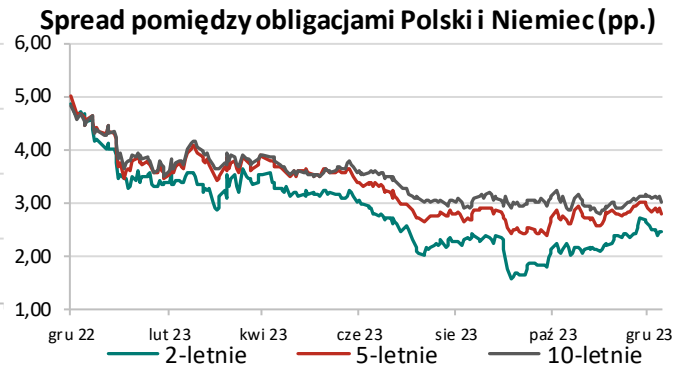
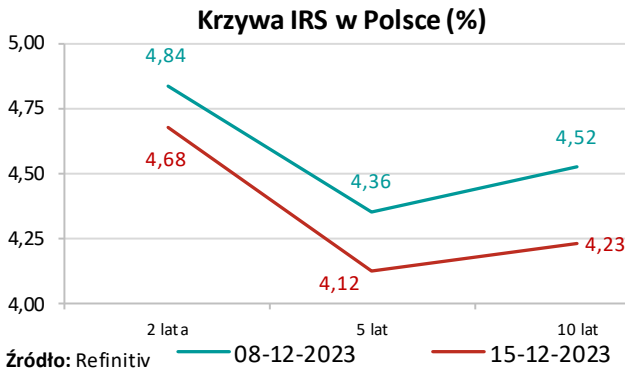
— GBPPLN (p. oś)

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3179 (umocnienie złotego o 0,2%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN charakteryzował się ograniczoną zmiennością w oczekiwaniu na zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Gołębi wydźwięk grudniowej projekcji makroekonomicznej FOMC zwiększył oczekiwania inwestorów na szybsze łagodzenie polityki pieniężnej przez Fed, co doprowadziło do umocnienia złotego w ślad za wzrostem kursu EURUSD. W czwartek i w piątek doszło do korekty i osłabienia złotego. Publikacje wstępnych indeksów PMI w strefie euro nie miały istotnego wpływu na rynek walutowy.

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



## Gołębia projekcja FOMC doprowadziła do spadku stawek IRS



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,68 (spadek o 16pb), 5-letnie do 4,12 (spadek o 24pb), a 10-letnie do 4,23 (spadek o 29pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Obniżenie rentowności obligacji na rynkach bazowych wynikało z publikacji gołębiej projekcji FOMC, która zwiększyła oczekiwania na rynku na szybsze łagodzenie polityki pieniężnej przez Fed. W Polsce kontrakty FRA wyceniają obniżki stóp procentowych o łącznej skali ok. 175pb do końca 2024 r.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Uważamy, że mogą one oddziaływać w kierunku spadku stawek IRS, szczególnie na krótkim końcu krzywej. Naszym zdaniem zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla stawek IRS.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kw 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,67	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,36
Kurs USDPLN*	4,48	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	4,04
Kurs CHFPLN*	4,74	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,54
Inflacja CPI (r/r, %)	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,3	1,7	-2,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,1	-4,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	18,4	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	10,1	9,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,3	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	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)	-748	-1722	2246	1467	1372	-330	491	1049	-62	-299	394	2036		
Eksport (r/r, % EUR)	22,0	11,6	19,2	14,8	16,1	1,5	3,8	3,5	0,2	-2,3	-4,3	1,6		
Import (r/r, % EUR)	19,4	14,6	10,4	-1,6	3,3	-9,8	-5,3	-6,0	-7,3	-11,9	-14,8	-8,4		

\* 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	0,8	2,3	2,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-0,4	3,1	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	7,2	7,3	5,3	1,9	2,6	2,0	4,9	7,9	2,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	-11,0	2,3	3,9	5,0	4,3	4,5	6,7	-2,1	4,4	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	-20,3	3,7	4,6	5,6	6,0	5,5	6,8	-6,6	5,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,5	1,2	1,5	1,7	1,9	1,8	2,9	-0,2	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,2	1,6	0,7	0,3	0,5	0,5	0,8	1,3	0,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	5,9	-0,8	-0,1	0,0	-0,5	-0,6	0,2	2,7	-0,3
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	5,1	5,2	4,9	4,8	5,0	5,2	5,1	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,5	1,1	1,4	0,7	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	0,6	1,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,3	13,8	11,0	9,9	9,5	8,6	8,8	9,0	12,1	12,2	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	5,76	5,63	7,02	5,88	5,63	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	6,75	5,75	5,50	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,36	4,42	4,40	4,38	4,36	4,69	4,36	4,36	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	4,04	4,09	4,11	4,13	4,15	4,38	4,04	4,15	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 18.12.2023 r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	87,3		87,8
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>8,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>
<b>Wtorek 19.12.2023 r.</b>						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Listopad	2,4	2,4	2,4
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Listopad	1498	1453	1470
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Listopad	1372	1375	1360
<b>Środa 20.12.2023 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Październik	31,2		
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>12,8</b>	<b>9,0</b>	<b>11,4</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>1,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,4</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja PPI (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,8</b>
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	3,79	3,83	3,78
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	-16,9		-16,5
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Grudzień	102,0	103,5	104,5
<b>Czwartek 21.12.2023 r.</b>						
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>4,8</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	5,2	5,2	5,2
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Grudzień	-5,9		-3,0
<b>Piątek 22.12.2023 r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Listopad</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>
<b>14:08</b>	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Listopad</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Listopad	-5,4	4,5	2,0
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Listopad	3,0	2,8	2,8
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Listopad	3,5	3,3	3,4
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,2		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	69,4	69,4	69,4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Listopad	679	690	690

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

**Krzysztof JAWORSKI**

Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**

Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42

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

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROmapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau: [mboineau@credit-agricole.pl](mailto: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.