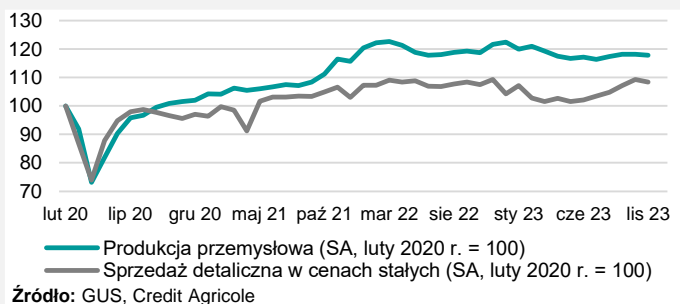


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce.

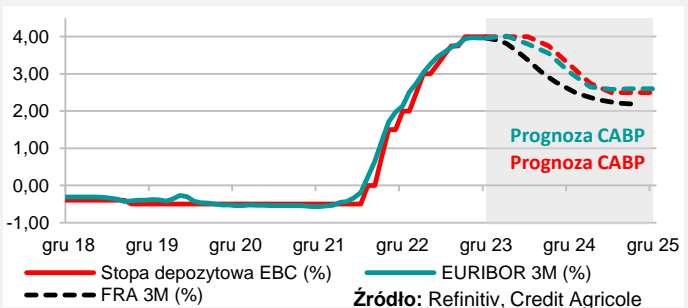
Prognozujemy, że roczna dynamika produkcji przemysłowej spadła do -5,0% w grudniu wobec -0,7% w listopadzie. Do przyspieszenia

tempa spadku produkcji przyczynił się efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz pogorszenie koniunktury odzwierciedlone w spadku indeksu PMI dla przetwórstwa (por. MAKROmapa z 2.01.2024). Z kolei realna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła naszym zdaniem do 2,5% r/r w grudniu w porównaniu do -0,3% w listopadzie. Uważamy, że czynnikiem pozytywnym dla sprzedaży detalicznej w grudniu był efekt niskiej bazy sprzed roku, jak również malejąca popularność listopadowych wyprzedaży w ramach tzw. Czarnego Piątku przekładająca się na wyższą dynamikę sprzedaży w grudniu względem listopada. Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się powyżej konsensusu (1,5%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Nasza prognoza produkcji przemysłowej jest z kolei spójna z oczekiwaniami rynkowymi a zatem jej publikacja nie powinna mieć wpływu na rynki finansowe.



Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.

Oczekujemy, że EBC pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Tym samym główna stopa procentowa wyniesie 4,50%, a stopa depozytowa 4,00%. Silniejszy od



konsensusu spadek inflacji w strefie euro odnotowany w listopadzie i grudniu przyczynił się do nasilenia oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych przez EBC. Oczekujemy, że w trakcie konferencji prasowej Ch. Lagarde będzie starała się studiować te oczekiwania w większym stopniu niż na konferencji po grudniowym posiedzeniu. Prognozujemy, że cykl obniżek stóp w strefie euro rozpocznie się w III kw. 2024 r., a ich łączna skala w 2024 r. wyniesie 75pb (por. wykres). Oczekujemy, że w trakcie konferencji prasowej EBC będziemy mieli do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach.

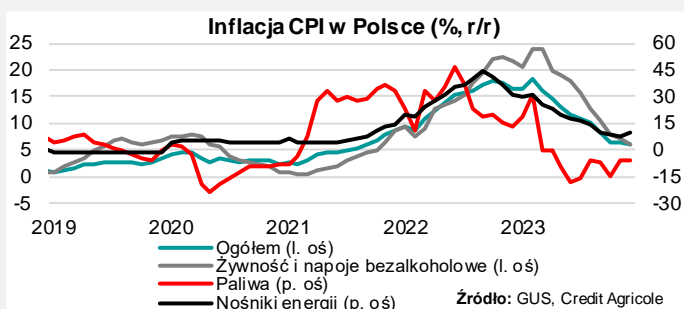
W środę poznamy wyniki badań koniunktury w strefie euro i najważniejszych europejskich gospodarkach.

Zgodnie z konsensem wstępny zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w styczniu do 48,2 pkt. wobec 47,6 pkt. w grudniu. Rynek oczekuje, że do wzrostu indeksu PMI w styczniu przyczyniła się nieznaczna poprawa sytuacji zarówno w przetwórstwie, jak i w sektorze usług. Inwestorzy prognozują również zwiększenie indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie do 43,8 pkt. w styczniu z 43,3 pkt. w grudniu. Mimo nieznacznej poprawy koniunktury, wskaźnik potwierdzi utrzymywanie się tendencji recesyjnych w tym sektorze. W czwartek opublikowany zostanie również indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że ukształtował się on w styczniu na poziomie 86,7 pkt. wobec 86,4 pkt.

- w grudniu. 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 piątek opublikowane zostaną dane o inflacji PCE. Oczekujemy, że nie zmieniła się ona w grudniu wobec listopada, kształtując się na poziomie 2,6% r/r, przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 3,0% r/r w grudniu wobec 3,2% w listopadzie. W czwartek poznamy z kolei wstępny odczyt amerykańskiego PKB w IV kw. Zakładamy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 1,7% wobec 4,9% w III kw. Silne spowolnienie dynamiki PKB było powiązane z obniżeniem wkładów konsumpcji i inwestycji do wzrostu. W tym tygodniu poznamy też dane o zamówieniach na dobra trwałe, których dynamika zmniejszyła się naszym zdaniem do 1,5% m/m w grudniu wobec 5,4% w listopadzie. Spowolnienie wzrostu zamówień na dobra trwałe było naszym zdaniem skutkiem zmniejszonej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Oczekujemy, że dane o sprzedaży nowych domów (646 tys. w grudniu wobec 590 tys. w listopadzie) wskażą na silny wzrost, który był korektą po znaczącym spadku obserwowanym w listopadzie. Uważamy, że publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.
 - ✓ **Dzisiaj poznamy dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Uważamy, że w grudniu doszło do spadku liczby etatów w ujęciu miesięcznym, na co wskazuje obserwowane pogorszenie koniunktury w zakresie przewidywanego zatrudnienia w większości branż objętych badaniem GUS. Spójnie z tymi oczekiwaniami prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada, kształtując się na poziomie -0,2% r/r. Jednocześnie oczekujemy, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się do 12,4% r/r w grudniu wobec 11,8% w listopadzie, po części z uwagi na efekty obniżonej bazy sprzed roku. Uważamy, że publikacja danych z rynku pracy w Polsce będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- ✓ **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w grudniu do 6,2% r/r wobec 6,6% listopada, kształtując się powyżej wstępnego szacunku GUS (6,1%).** W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen w kategoriach: „żywność i napoje bezalkoholowe” (6,0% r/r w grudniu wobec 7,3% w listopadzie) i „paliwa”

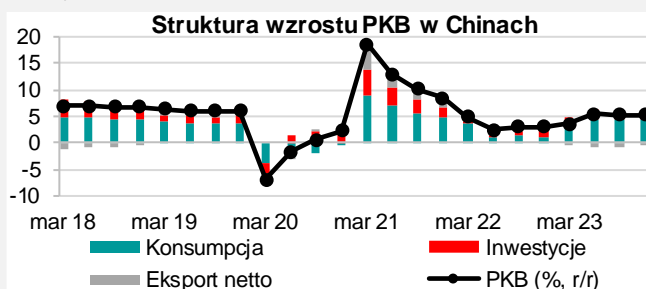


(-6,0% wobec -5,7%), a także obniżenie inflacji bazowej, która zmniejszyła się w grudniu do 6,9% r/r wobec 7,3% w listopadzie. Przeciwny wpływ na inflację ogółem miała natomiast wyższa dynamika nośników energii (9,2% wobec 7,9%). Inflacja bazowa wyniosła w grudniu w ujęciu miesięcznym 0,3% m/m. W efekcie ukształtowała się ona powyżej wzorca sezonowego (ok. 0,0%). Wskazuje to, że presja inflacyjna pozostaje podwyższona (por. MAKROpuls z 15.01.2024). Zgodnie z naszym scenariuszem prognozujemy, że najbliższe miesiące przyniosą dalszy spadek inflacji, a ona sama w II kw. br. osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 2,3% r/r. Od III kw. br. oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji, która osiągnie swoje maksimum lokalne w II kw. 2025 r. na poziomie 4,8% r/r, po czym obniży się osiągając poziom 3,5% w IV kw. 2025 r. Tym samym nasz scenariusz zakłada, że inflacja ogółem przejściowo ukształtuje się poniżej celu inflacyjnego (2,5% r/r) w okresie marzec-maj br. Naszym zdaniem skłoni to RPP do wznowienia

cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Uważamy, że RPP obniży stopy procentowe o 25pb w marcu i lipcu br. Potencjał do większej skali obniżek jest ograniczony z uwagi na oczekiwany przez nas ponowny wzrost inflacji w II poł. br. Głównymi czynnikami ryzyka w górę dla naszej prognozy są ostatnie jastrzębie wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego oraz członka RPP I. Dąbrowskiego, a także ewentualne rozpoczęcie przez większość parlamentarną procedury zmierzającej do postawienia prezesa A. Głapińskiego przed Trybunałem Stanu (por. MAKROmapa z 15.01.2024).

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w grudniu do 0,1% wobec 0,0% w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,0%). Do jej wzrostu przyczyniło się silne zwiększenie dynamiki produkcji w górnictwie, podczas gdy dynamika produkcji w przetwórstwie i dostarczaniu mediów spadła. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych nie zmieniło się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosło 78,6%. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika wzrosła w grudniu do 0,6% m/m wobec 0,3% w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,3%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w grudniu do 0,4% wobec 0,2% w listopadzie. Czynnikiem dynamizującym tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w ostatnich kwartałach jest utrzymująca się dobra sytuacja na rynku pracy. Mimo, że popyt konsumpcyjny w USA pozostaje silny w porównaniu z okresem przed pandemią COVID-19, w najbliższych kwartałach oczekujemy jego stopniowego osłabienia. Wynikać to będzie m.in. z prognozowanego przez nas stopniowego pogorszenia sytuacji na rynku pracy, zmniejszenia nagromadzonego podczas pandemii bufora oszczędności gospodarstw domowych (por. MAKROmapa z 16.10.2023), jak również wygaśnięcia moratorium na spłatę kredytów studenckich. W ubiegłym tygodniu ukazały się również dane z rynku nieruchomości: o nowych pozwoleniach na budowę (1495 tys. w grudniu wobec 1467 tys. w listopadzie), rozpoczętych budowach domów (1460 tys. wobec 1525 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,78 mln wobec 3,82 mln). Dane wskazały tym samym na lekki wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w grudniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa dostarczyły regionalne wyniki badań koniunktury: indeks NY Empire State (-43,7 pkt. w styczniu wobec -14,5 pkt. w grudniu) oraz Philadelphia Fed (-10,6 pkt. w styczniu wobec -12,8 pkt. w grudniu). Indeks NY Empire State charakteryzuje się wysoką zmiennością, stąd do jego silnego spadku w styczniu należy podchodzić naszym zdaniem z dużą ostrożnością. Z kolei wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w styczniu do 78,8 pkt. wobec 69,7 pkt. w grudniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (69,0 pkt.). Tym samym osiągnął on najwyższą wartość od lipca 2021 r. Silny wzrost indeksu wynikał z wyraźnego zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Co więcej, nastąpiło dalsze obniżenie podawanej wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediany dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku (2,9% r/r w styczniu wobec 3,1% w grudniu – najniższy poziom od stycznia 2021 r.), co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych stopniowo zmniejszają się. Zgodnie z naszym scenariuszem dla wzrostu gospodarczego w USA, sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zmniejszyło się w IV kw. do 0,8% wobec 5,2% w III kw., a następnie spowolniło do 0,4% w I kw. 2024 r. i lekko przyspieszyło do 0,7% w II kw. 2024 r.

➤ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z Chin.** PKB zwiększył się w IV kw. o 5,2% r/r wobec wzrostu o 4,9% w III kw. (1,0% k/k w IV kw. wobec 1,5% w III kw.), kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku oraz naszą prognozą. W kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływał niższy

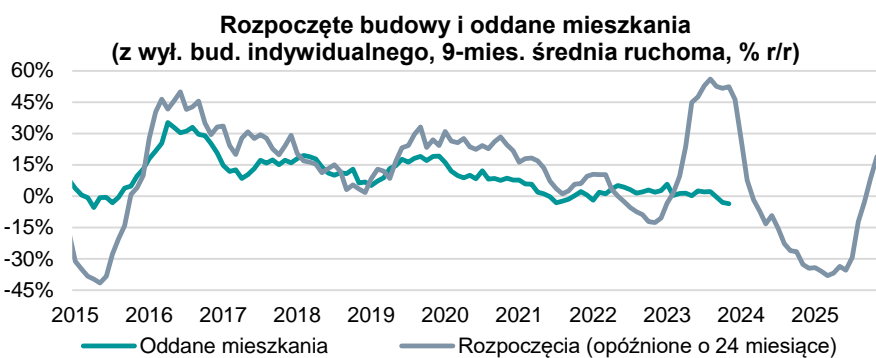


Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

wkład inwestycji, zaś przeciwny wpływ miał wyższy wkład eksportu netto. Z kolei wkład konsumpcji nie zmienił się w IV kw. w porównaniu do III kw. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również miesięczne dane z chińskiej gospodarki. Dynamika produkcji przemysłowej w grudniu zwiększyła się w listopadzie do 6,8% r/r wobec 6,6%, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Dynamika sprzedaży detalicznej spadła w grudniu do 7,4% r/r wobec 10,1% w listopadzie (przy konsensusie równym 8,0%). Powyżej oczekiwań rynku ukształtowała się jedynie dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich (3,0% wobec 2,9%, przy oczekiwaniach równych 2,9%). Zmniejszenie dynamiki sprzedaży detalicznej wynikało ze spowolnienia sprzedaży samochodów (4,0% r/r w grudniu wobec 14,7% w listopadzie) i wyrobów farmaceutycznych (-18,0% wobec 7,1%), gdzie znaczny spadek był konsekwencją efektu wysokiej bazy sprzed roku. Z kolei źródłem utrzymującej się relatywnie niskiej dynamiki inwestycji w aglomeracjach miejskich pozostaje kryzys na chińskim rynku nieruchomości. W danych za grudzień warto jednak zauważyć dalszy wzrost dynamiki inwestycji w przetwórstwie, jak również istotne zwiększenie dynamiki inwestycji infrastrukturalnych, co wskazuje na pierwsze efekty działań stymulacyjnych wprowadzonych w ostatnich miesiącach przez chiński rząd. Prognozujemy, że chiński PKB zwiększył się w 2023 r. o 5,2% r/r, a w 2024 r. wzrośnie o 4,4%.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem PKB w Niemczech spadł w 2023 r. o -0,3% r/r wobec wzrostu o 1,8% w 2022 r., kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. W kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływały niższe wkłady konsumpcji, inwestycji, wydatków rządowych oraz zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład eksportu netto. Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w 2023 r. był eksport netto, podczas gdy w 2022 r. była to konsumpcja. Prognozujemy, że w 2024 r. niemiecki PKB nie zmieni się w porównaniu do 2023 r., podczas gdy w 2025 r. wzrośnie o 1,0%.

Kiedy wzrośnie liczba mieszkań oddanych do użytku?

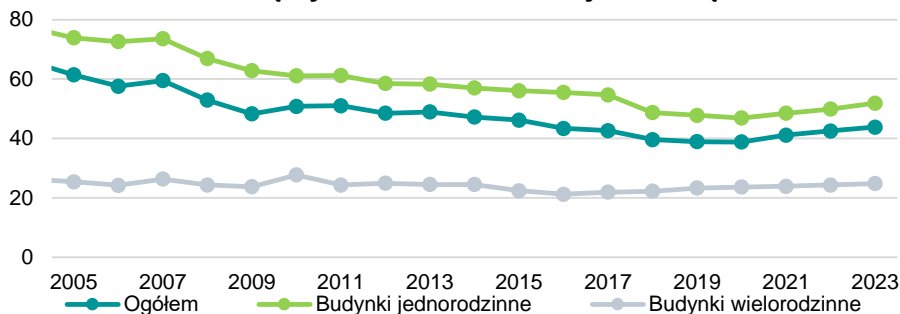


Do końca 2022 r. roczna dynamika rozpoczętych budów mieszkań w ramach budynków wielorodzinnych (opóźniona o 2 lata) wykazywała silną dodatnią korelację z bieżącym tempem wzrostu oddanych mieszkań (por. wykres). Wyniki modelowania ekonometrycznego wskazują, że liczba rozpoczętych budów wyjaśniała wówczas 80% zmienności liczby oddanych

mieszkań, a zatem była jej główną determinantą. W powyższym zestawieniu zmiennych korzystamy z danych wygładzonych 9-miesięczną średnią kroczącą, aby wyeliminować szum w danych. Niemniej jednak począwszy od 2023 r. korelacja ta uległa znaczącemu osłabieniu. Pomimo silnego wzrostu liczby rozpoczętych budów, dynamika oddanych mieszkań kształtowała się przez większość 2023 r. blisko zera. Poniżej podejmujemy próbę wytłumaczenia powodów rozbieżności pomiędzy kształtowaniem się tych dwóch zmiennych oraz przedstawiamy prognozę liczby oddanych mieszkań w średnim okresie.

Wspomniane wyżej dwuletnie opóźnienie pomiędzy rozpoczęciem budowy i oddaniem mieszkania jest powiązane z czasem trwania budowy. Zgodnie z danymi GUS, przeciętny czas trwania budowy mieszkań w przypadku budynków wielorodzinnych, które zostały oddane do użytku w ciągu ostatnich pięciu lat, kształtował się w zakresie 23,3-24,8 miesięcy. Wyraźna rozbieżność pomiędzy liczbą oddanych mieszkań

Przeciętny czas trwania budowy w miesiącach



Źródło: GUS, Credit Agricole

*2023 - dane za kw. I-III

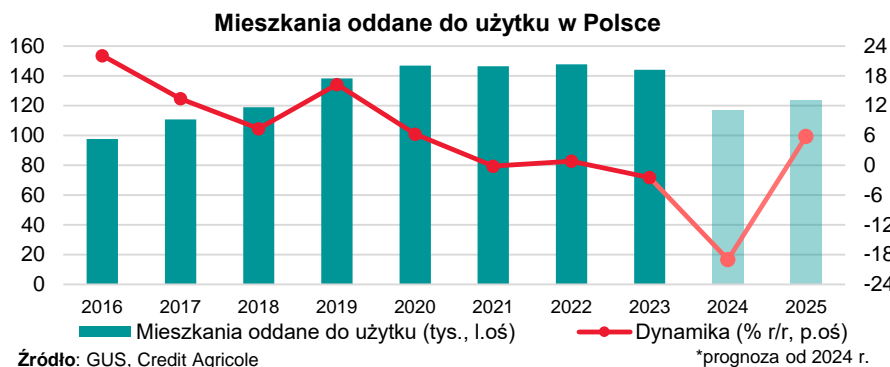
a rozpoczętymi budowami w 2023 r. sygnalizuje, że nastąpiło wyraźne wydłużenie czasu budowy w ostatnich latach. Dostępne dane nie odzwierciedlają tego trendu gdyż „opóźnione” projekty budowlane nie zostały jeszcze oddane do użytku, a tym samym nie są uwzględnione w statystykach. W dalszej analizie skupiamy się na danych z

wyłączeniem budownictwa indywidualnego (głównie budowy domów realizowane na użytek własny), gdyż czas ich budowy zależy zwykle od innych czynników niż w ramach budownictwa wielorodzinnego, a oprócz tego jest on przeciętnie około dwukrotnie dłuższy (por. wykres).

Lata 2022-2023 obfitowały w szoki, które oddziaływały w kierunku wydłużenia procesu budowy. Wybuch wojny w Ukrainie oddziaływał w kierunku odpływu pracowników-imigrantów z placów budowy. Ponadto przyczynił się on do silnego wzrostu cen materiałów budowlanych oraz zwiększenia niepewności. Wysoka inflacja generowała presję na wzrost wynagrodzeń. Wzrost stóp procentowych oddziaływał zarówno w kierunku zmniejszenia popytu na mieszkania, jak również w kierunku wzrostu kosztów obsługi zadłużenia firm z branży budowlanej. Prowadziło to do pogorszenia sytuacji finansowej deweloperów. W takiej sytuacji część z nich zwlekała z realizacją inwestycji na gruntach z już udzielonymi pozwoleniami, albo realizowała inwestycje etapami w miarę wyprzedawania lokali, co wydłużało czas ich realizacji. W takich warunkach część deweloperów starała się przeczekać sytuację spowalniając realizację projektów budowlanych z uwagi na obawy o popyt na lokale, rosnące i nieprzewidywalne koszty budowy, oraz wyhamowanie dotychczasowego wzrostu cen nieruchomości. Ograniczenie podaży miało również na celu utrzymanie wysokich marż deweloperów. Dodatkowym czynnikiem hamującym aktywność w branży budowlanej było ogólne spowolnienie gospodarcze w 2023 r.

W następnym kroku analizy zbudowaliśmy model ekonometryczny, w którym roczna dynamika liczby oddanych mieszkań (wygładzona 9-miesięczną średnią kroczącą) uzależniona jest od trzech zmiennych:

- **Dynamiki rozpoczętych budów mieszkań na budowę opóźnionej o 24 miesiące** (wygładzonej 9-miesięczną średnią kroczącą), reprezentującej w modelu podstawową zależność czasową pomiędzy rozpoczęciem i zakończeniem budowy, która historycznie była główną determinantą liczby oddanych mieszkań. Uważamy, że ta zależność może przejściowo ulegać skróceniu lub wydłużeniu ze względu na oddziaływanie innych czynników, które uwzględniamy w modelu z użyciem pozostałych dwóch zmiennych objaśniających.
- **Dynamiki cen produkcji budowlano-montażowej w zakresie budowy budynków opóźnionej o 12 miesięcy**, której wzrost był jednym z czynników spowalniających realizację projektów budowlanych w latach 2022-2023. Ponadto dynamika cen jest mocno skorelowana z oczekiwanym (wycenianym przez kontrakty terminowe) poziomem stóp procentowych w przyszłości, a tym samym uwzględniamy przy pomocy tej zmiennej kolejny czynnik oddziałujący w kierunku wydłużenia czasu budowy mieszkań.
- **Tempa wzrostu PKB opóźnionego o 4 kwartały**, które w zagregowany sposób odzwierciedla informacje o ogólnej sytuacji gospodarczej w Polsce w trakcie trwania budowy. Kształtowanie się ogólnej koniunktury gospodarczej w trakcie procesu budowy może być naszym zdaniem ważnym czynnikiem determinującym decyzje deweloperów w zakresie jej dalszego przebiegu. Ponadto ta zmienna jest również pośrednio odzwierciedleniem aktywności w samej branży budowlanej.

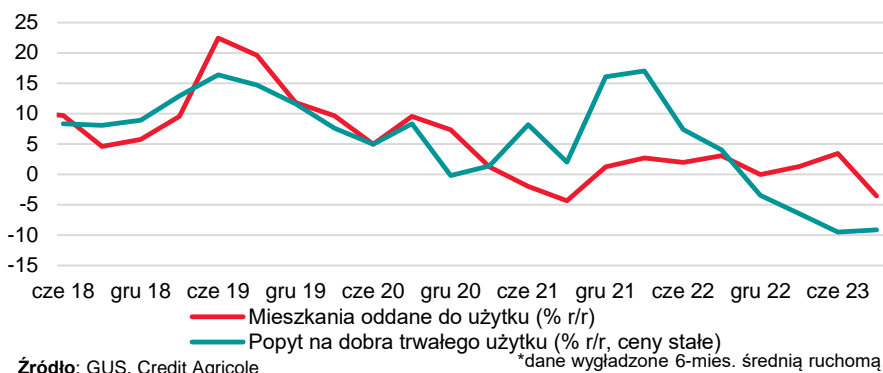


W celu przygotowania prognozy liczby oddanych mieszkań (w ramach budynków wielorodzinnych) w ciągu najbliższych dwóch lat musieliśmy przyjąć kilka założeń nt. wartości zmiennych objaśniających w przyszłości. Zakładamy, że dynamika PKB będzie kształtowała się zgodnie z naszą prognozą kwartalną wskazującą na ożywienie gospodarcze w 2024 r. Z kolei w

przypadku dynamiki cen produkcji budowlano-montażowej założyliśmy jej dalszą stopniową normalizację rozpoczętą już w 2023 r. Na podstawie wyników modelowania ekonometrycznego oczekujemy spadku liczby oddanych mieszkań w br. o kilkanaście procent w porównaniu do 2023 r. Z kolei w 2025 r. oczekujemy jej ponownego wzrostu, jednak ich liczba nadal ukształtuje się poniżej poziomu obserwowanego w 2023 r. Naszym zdaniem dopiero II połowa 2025 r. okaże się okresem silnego wzrostu podaży na rynku mieszkań.

Nasz model jest uproszczeniem rzeczywistości i nie uwzględnia wielu czynników, takich jak m.in. wpływ rządowych programów wsparcia kredytobiorców. Poprzez zwiększenie popytu mogą one skłonić deweloperów do szybciej realizacji istniejących projektów. Drugim czynnikiem niepewności pozostaje dokładny czas oddania mieszkań rozpoczętych w ramach „górków” w 2021 r. Ożywienie gospodarcze w 2024 r., które może okazać się silniejsze od naszych oczekiwań, również może (zgodnie z konstrukcją modelu) przyczynić się do podbicia liczby oddanych mieszkań.

Liczba oddanych mieszkań jest istotnym czynnikiem z punktu widzenia kształtowania się popytu gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku. Popyt ten przybliżamy 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 baza danych PONT Info i dotyczą one firm zatrudniających co najmniej 50 osób (por. MAKROmapa 11.06.2023). Wspomniane wyżej nominalne przychody następnie przekształcamy do ujęcia realnego (tj. zakładając stałe ceny) za pomocą delatora sprzedaży detalicznej w kategorii „RTV, meble, AGD”.

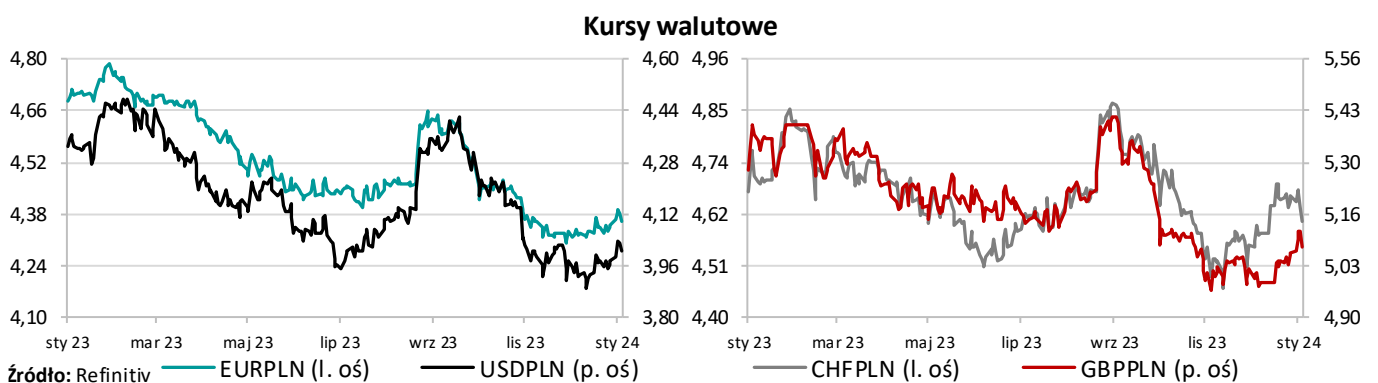


Popyt w tej kategorii można zdekomponować na dwie składowe. Pierwszą składową jest popyt zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które wprowadzają się do nowego mieszkania lub robią jego generalny remont i potrzebują je urządzić. Drugą składową popytu jest popyt zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które doposażają swoje mieszkanie lub

wymieniają dobra trwałego użytku na nowsze. Takie podejście pozwala ująć szerokie spektrum popytu na dobra trwałe. Liczba ukończonych mieszkań jest dobrym przybliżeniem tej pierwszej składowej, dlatego wykazują one dodatnią korelację z popytem na dobra trwałego użytku (por. wykres). W ostatnich latach ta zależność uległa osłabieniu z uwagi na realizację odłożonego popytu po pandemii i wybuch wojny w Ukrainie.

Oczekujemy, że prognozowany przez nas spadek liczby oddanych mieszkań będzie oddziaływał w kierunku osłabienia popytu na dobra trwałe w br. Niemniej jednak jednocześnie będzie on podbijany przez ożywienie konsumpcji powiązane z dobrą sytuacją na rynku pracy i niższą niż w ub. r. inflacją. Zgodnie ze styczniowymi wynikami badania koniunktury konsumenckiej wg GUS, odsetek gospodarstw domowych, który uważają za prawdopodobne, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy poniosą duże wydatki na podniesienie standardu mieszkania lub jego remont ukształtował się w styczniu na najwyższym poziomie od III kw. 2021 r. Ponadto, dobre nastroje gospodarstw domowych, które będą wspierały konsumpcję i popyt na dobra trwałe znajdują również odzwierciedlenie we wzroście wskaźnika dotyczącego przyszłego (w horyzoncie 3 miesięcy) dokonywania ważnych zakupów w styczniu br. do najwyższego poziomu od okresu zaraz sprzed wybuchu pandemii COVID-19 w 2020 r. W rezultacie podtrzymujemy naszą prognozę dynamiki spożycia prywatnego (3,1% r/r w 2024 r. wobec -0,5% w 2023 r.).

Wyraźne osłabienie złotego w ślad za spadkiem kursu EURUSD

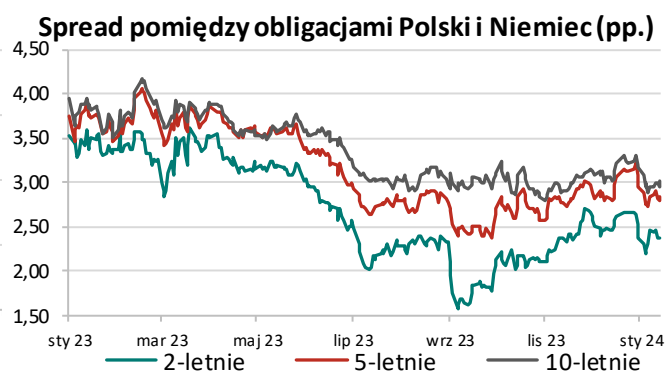
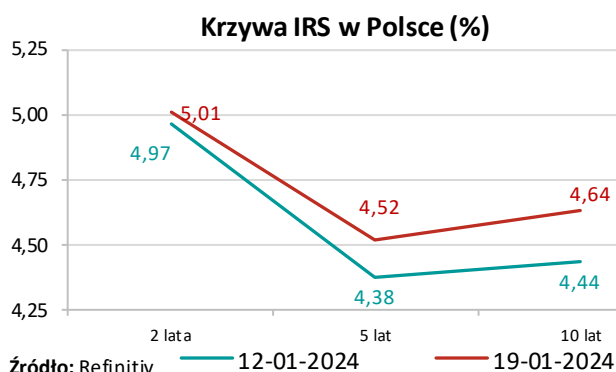


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3593 (osłabienie złotego o 0,2%). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego zwiększenia kursu EURPLN w ślad za spadkiem kursu EURUSD. Umocnieniu dolara względem euro sprzyjało osłabienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA. W piątek dwa tygodnie temu rynek wycenił, że z ok. 80% prawdopodobieństwem Fed dokona obniżki stóp procentowych na marcowym posiedzeniu, podczas gdy w ubiegły piątek to wyceniane prawdopodobieństwo obniżyło się do ok. 50%. W Polsce dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia złotego była napięta sytuacja polityczna w Polsce. Wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowany w ubiegłym tygodniu wzrost kursu HUFPLN. W piątek doszło do korekty i umocnienia złotego.

W tym tygodniu istotne dla złotego może być posiedzenie EBC. W naszej ocenie może ono sprzyjać podwyższonej zmienności kursu EURPLN. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.



Posiedzenie EBC może zwiększyć zmienność stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,01 (wzrost o 4pb), 5-letnie do 4,52 (wzrost o 14pb), a 10-letnie do 4,64 (wzrost o 20pb). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia ze wzrostem stawek IRS widocznym szczególnie na długim końcu krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Do zwiększenia rentowności na rynkach bazowych doprowadziło osłabienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA. W Polsce dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu stawek IRS była napięta sytuacja polityczna w Polsce.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będzie posiedzenie EBC, które może sprzyjać ich podwyższonej zmienności. 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	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	5,75
Kurs EURPLN*	4,69	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,38
Kurs USDPLN*	4,38	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,02
Kurs CHFPLN*	4,72	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,65
Inflacja CPI (r/r, %)	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,3	1,9	-0,7	-5,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-4,7	-5,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	15,5	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	5,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	12,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	
Saldo ROB (mln EUR)	-1722	2246	1467	1372	-230	589	1272	157	556	1176	2119	1325		
Eksport (r/r, % EUR)	11,6	19,2	14,8	16,1	1,8	4,3	4,0	0,0	-2,3	-4,2	2,3	-2,1		
Import (r/r, % EUR)	14,6	10,4	-1,6	3,3	-9,6	-5,0	-5,8	-7,4	-11,9	-14,7	-7,7	-8,0		

* 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	
Wkład 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	6,5	3,2	2,3	4,2	4,2	14,3	11,6	3,5	
Wibor 3-miesięczny (%)**	6,89	6,90	5,77	5,88	5,63	5,38	5,38	5,38	7,02	5,88	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,50	5,50	5,25	5,25	6,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,33	4,42	4,40	4,38	4,36	4,69	4,33	4,36	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	3,93	4,09	4,11	4,13	4,15	4,38	3,93	4,15	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 22.01.2024 r.						
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	11,8	12,4	11,9
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	-0,2	-0,2	-0,2
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	-0,7	-5,0	-5,0
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Grudzień	2,6	5,2	4,6
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Grudzień	-0,3	2,5	1,5
Wtorek 23.01.2024 r.						
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	-15,0		-14,0
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	-11,0		
Środa 24.01.2024 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	43,3		43,7
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Styczeń	48,8		49,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	44,4		44,8
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Styczeń	47,6		48,1
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Grudzień	5,0	5,1	5,1
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	7,6	8,4	8,1
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	47,9		47,7
Czwartek 25.01.2024 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	86,4		86,7
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Styczeń	4,50	4,50	4,50
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	4,9	1,9	2,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Grudzień	5,4	1,5	0,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Grudzień	590	646	643
Piątek 26.01.2024 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	-0,9		
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Grudzień	2,6	2,6	2,6
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Grudzień	3,2	3,0	3,0
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Grudzień	0,3		

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

** Konsensus Refinitiv



Jakub BOROWSKI
 Główny Ekonomista
 tel.: 22 573 18 40

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI
 Starszy Ekonomista
 tel.: 22 573 18 41

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
 Starszy Ekonomista
 tel.: 22 573 18 42

jakub.olipra@credit-agricole.pl

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

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.