

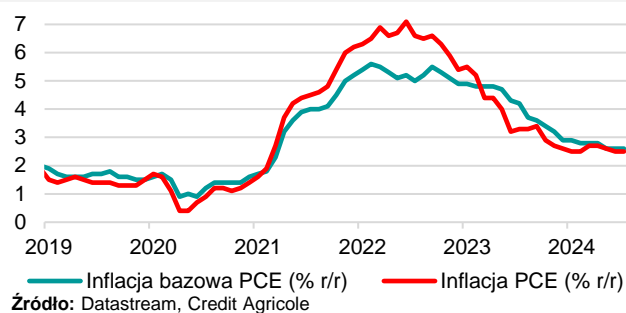
W tym tygodniu

W poniedziałek poznamy wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się nieznacznie we wrześniu do 50,5 pkt. wobec 51,0 pkt. w sierpniu. Mimo prognozowanego spadku



byłby to już piąty miesiąc z rzędu, w którym indeks PMI ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wyniki badań koniunktury najprawdopodobniej potwierdzą utrzymujące się rozbieżne tendencje w sektorze usług (stopniowe ożywienie) i przetwórstwie (utrzymujący się spadek aktywności). W przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie rynek oczekuje z kolei względnej stabilizacji (42,3 pkt. we wrześniu wobec 42,4 pkt. w sierpniu). Istotnym problemem dla niemieckiego przetwórstwa pozostaje rosnąca konkurencja ze strony chińskiego przemysłu, szczególnie w produkcji samochodów i maszyn, w przypadku których Niemcy uprzednio cieszyły się bardzo silną pozycją na globalnym rynku. We wtorek opublikowany zostanie dodatkowo indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Zgodnie z konsensusem wartość indeksu zmniejszyła się we wrześniu do 86,0 pkt. wobec 86,6 pkt. w sierpniu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. Oczekujemy, że inflacja PCE ogółem zmniejszyła się do 2,3% r/r w sierpniu z 2,5% w lipcu, przy jednoczesnym wzroście inflacji bazowej do 2,7% r/r z 2,6%. W czwartek poznamy z kolei finalny szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Prognozujemy, że



sprawdzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększyło się w II kw. do 3,0% wobec 1,4% w I kw., zgodnie z drugim szacunkiem. W czwartek poznamy również wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA. Uważamy, że spadły one w sierpniu o 3,5% m/m, co będzie częściową korektą po silnym wzroście w o 9,8% w lipcu. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan ukształtuje się na poziomie 69,0 pkt. we wrześniu wobec 67,9 pkt. w lipcu, zgodnie ze wstępnym szacunkiem, a indeks Conference Board nieznacznie spadnie do 103,0 pkt. we wrześniu wobec 103,3 pkt. w sierpniu. Oba indeksy mimo nieznacznych zmian wskazują na utrzymujące się słabe nastroje wśród amerykańskich konsumentów, a ich odczyty w tym i następnym dwóch miesiącach mogą być pod istotnym wpływem wyborów prezydenckich w USA w listopadzie. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w USA będzie neutralna dla rynków finansowych.

Dzisiaj poznamy krajowe dane o sprzedaży detalicznej. Oczekujemy, że jej dynamika liczona w cenach stałych zmniejszyła się do 3,5% r/r w sierpniu wobec 4,4% w lipcu. Uważamy, że spowolnienie tempa wzrostu sprzedaży wynikało z pogorszenia nastrojów konsumenckich oraz niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu

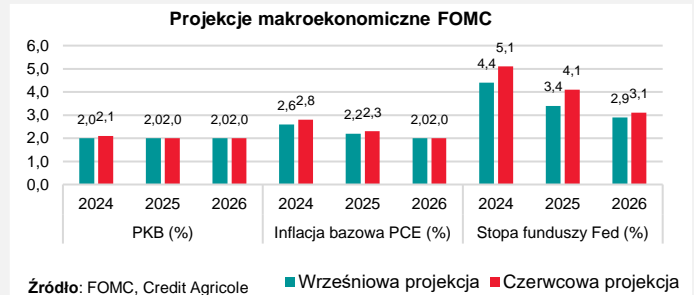
rynkowego (3,4%), a tym samym jej realizacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed obniżył docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 50pb do poziomu [4,75%; 5,00%] z [5,25%; 5,50%]. Tym samym skala obniżki była większa o 25pb od konsensusu rynkowego i naszej prognozy. Niemniej jednak większość analityków prognozujących

obniżkę o 25pb (łącznie z nami) zaznaczała, że prawdopodobieństwo obniżki o 50pb jest znaczące, a zatem ubiegłotygodniowa decyzja nie była dużym zaskoczeniem. Naszym zdaniem, głównym argumentem na rzecz większej obniżki stóp procentowych były obawy członków Fed o kondycję rynku pracy – prognozy stopy bezrobocia zostały bowiem zrewidowane w górę w całym horyzoncie opublikowanych przez Fed najnowszej projekcji makroekonomicznej członków FOMC. Podczas konferencji po posiedzeniu J. Powell zakomunikował, że większa od oczekiwanej wrześniowa obniżka nie powinna być traktowana jako wyznacznik nowego tempa łagodzenia polityki monetarnej, sugerując powrót do „standardowych” obniżek o 25pb na kolejnych posiedzeniach. Zaznaczył on jednocześnie, że ostateczna decyzja Fed będzie zależała od napływających danych. Mediana oczekiwanej w projekcji FOMC stopy funduszy Rezerwy Federalnej na koniec 2024 r. została obniżona o 4,4% wskazując na dodatkowe obniżki o łącznej skali 50pb przed końcem br. Warto jednak zaznaczyć, że szczegóły projekcji FOMC wskazują jednocześnie na ryzyko dla takiego scenariusza. Dziewięciu członków FOMC (tj. blisko połowa) uważa bowiem, że skala łagodzenia powinna być mniejsza niż 50pb, z kolei tylko jeden opowiada się za większymi obniżkami w br. Sygnalizowana obecnie w projekcji skala łagodzenia polityki pieniężnej wynosi 100pb w 2025 r. i 50pb w 2026 r. Tym samym wrześniowa projekcja przewiduje, że w trakcie bieżącego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, który zakończy się w 2026 r., stopy procentowe zostaną obniżone łącznie o 250pb, podczas gdy czerwcowa projekcja oczekiwała łącznych obniżek w skali 225pb. Warto zwrócić uwagę, że podwyższona została prognoza długookresowego poziomu stóp procentowych (z 2,8% do 2,9%), który może być utożsamiany z nominalną naturalną stopą procentową. Podniesienie szacunku naturalnej stopy procentowej, która jest zmienną nieobserwowalną było już sugerowane we wcześniejszych wypowiedziach niektórych członków FOMC. Biorąc pod uwagę komunikat po posiedzeniu FOMC, wydźwięk konferencji oraz projekcje makroekonomiczne uważamy, że obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem są jeszcze dwie obniżki stóp przed końcem br. (po 25pb w listopadzie i grudniu) i dalsze łagodzenie polityki pieniężnej o 100pb w 2025 r.

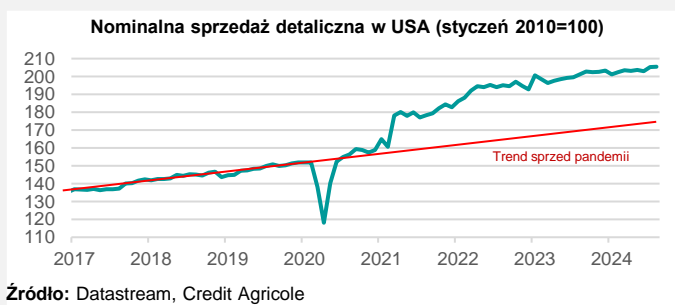
Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w sierpniu o 1,5% r/r wobec wzrostu o 5,2% w lipcu, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (-0,4%) i naszej prognozy (-0,5%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w sierpniu o 0,8% m/m wobec spadku o 0,2% w lipcu. Spadek aktywności był powiązany z niekorzystnymi efektami kalendarzowymi. Spadek rocznej dynamiki produkcji przemysłowej miał szeroki zakres i został odnotowany w trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych, powiązanych z budownictwem oraz w pozostałych kategoriach (por. MAKROpuls z 19.09.2024). W ostatnich miesiącach odsezonowana produkcja przemysłowa wskazywała na utrzymujące się tendencje stagnacyjne w polskim przemyśle, a krótkookresowe perspektywy produkcji w branżach eksportowych pozostają niekorzystne. Tym samym dane o sierpniowej



produkcji oddziałują w kierunku zmniejszenia ryzyka w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego na 2024 r. (2,3% r/r) związanego z publikacją wyższego od oczekiwań tempa wzrostu PKB za II kw. (por. MAKROpuls z 29.08.2024).

Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w Polsce zmniejszyła się w sierpniu do -0,5% wobec -0,4% w lipcu, kształtując się poniżej naszej prognozy spójnej z oczekiwaniami rynku (-0,3%). W porównaniu z lipcem zatrudnienie zmniejszyło się w sierpniu o 18,8 tys. osób. Za zmniejszenie zatrudnienia odpowiadała głównie kategoria „przetwórstwo przemysłowe”, gdzie utrzymują się obserwowane w ostatnich miesiącach procesy restrukturyzacyjne oraz kategoria „transport i gospodarka magazynowa”, gdzie miały miejsca zwolnienia grupowe (por. MAKROpuls z 19.09.2024). Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w sierpniu do 11,1% r/r wobec 11,0% w lipcu, kształtując się nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego (10,9%) i naszej prognozy (11,0%). Kilkunastoprocentowy wzrost nominalnych wynagrodzeń miał szeroki zakres i został odnotowany w większości raportowanych przez GUS kategorii. W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w sierpniu o 6,6% r/r wobec wzrostu 6,1% w lipcu. W konsekwencji w sierpniu odnotowano zwiększenie realnej dynamiki funduszu płac (do 6,0% r/r wobec 5,7% w lipcu). Sierpniowe dane z rynku pracy są spójne z naszym scenariuszem spowolnienia wzrostu konsumpcji w ujęciu rocznym w II połowie br. (3,3% r/r w III kw. i 2,9% w IV kw. wobec 4,7% w II kw. i 4,6% w I kw.).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w USA wzrosła w sierpniu do 0,8% wobec -0,9% w lipcu (rewizja w dół z -0,6%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,2%). Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki produkcji

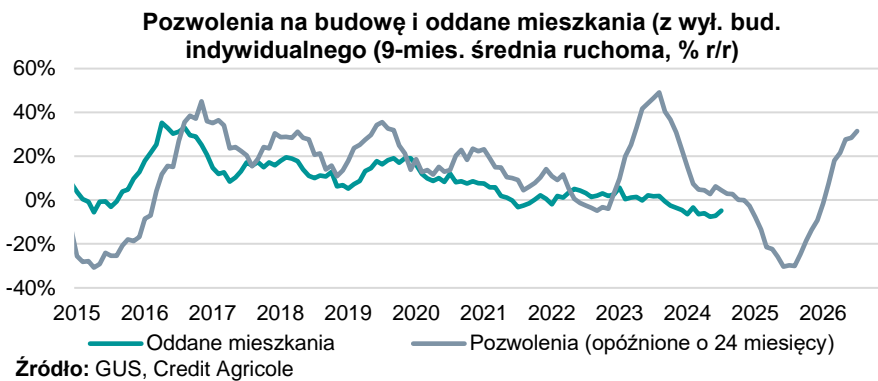


wszystkich trzech jej składowych (dla przetwórstwa przemysłowego, górnictwa i dostarczania mediów). Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w sierpniu do 78,0% wobec 77,4% w lipcu (rewizja w dół z 77,8%), kształtując się nieznacznie powyżej średniej dla ostatniej dekady (77,7%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika spadła do 0,1% m/m w sierpniu wobec 1,1% w lipcu (rewizja w górę z 1,0%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-0,2%). Bez uwzględnienia samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się w sierpniu o 0,1% wobec wzrostu o 0,4% w lipcu. Dane są tym samym spójne z naszym scenariuszem zakładającym stopniowe spowolnienie konsumpcji w USA. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o nowych pozwoleniach na budowę (1457 tys. w sierpniu wobec 1406 tys. w lipcu (rewizja w górę z 1396 tys.) – powyżej konsensusu rynkowego na poziomie 1410 tys.) i liczbie rozpoczętych budów (1356 tys. wobec 1237 tys., przy oczekiwaniach równych 1311 tys.). Pomimo wzrostów wspomnianych wyżej wskaźników aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości wciąż utrzymuje się na obniżonym poziomie. Pozytywnych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa dostarczyły natomiast regionalne indeksy Philadelphia Fed (1,7 pkt. w lipcu wobec -7,0 pkt. w czerwcu) oraz NY Empire State (11,5 pkt. wobec -4,7 pkt.). Ubiegłotygodniowe dane są zatem spójne z naszym scenariuszem lekkiego wzrostu aktywności w amerykańskiej gospodarce w III kw.

W ubiegłym tygodniu agencja Moody's potwierdziła długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A2 ze stabilną perspektywą, wskazując na solidny wzrost gospodarczy oraz poprawę relacji z UE. Prognoza wzrostu PKB na 2024 r. została podniesiona z 2,8% do 3,0%. Zdaniem agencji członkostwo w NATO łagodzi ryzyko geopolityczne, jednak reformy sądownictwa postępują wolno, co związane jest z napięciami politycznymi między prezydentem a rządem. Podniesienie ratingu mogłoby nastąpić w przypadku silniejszej konsolidacji fiskalnej i przywrócenia niezależności sądownictwa. Z kolei szybszy wzrost zadłużenia lub pogorszenie

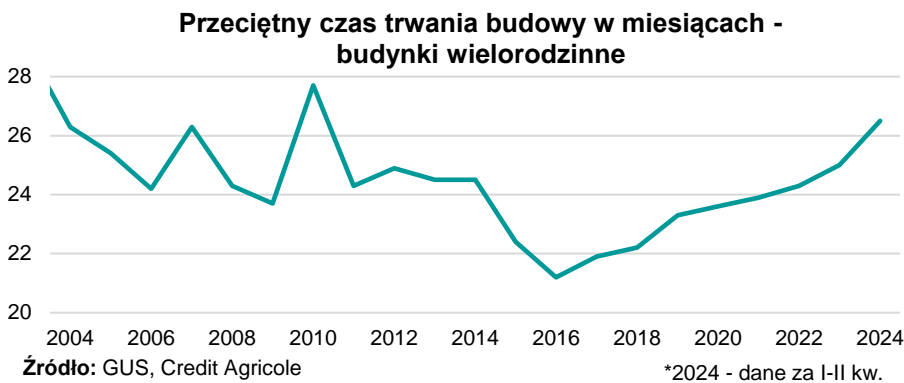
sytuacji w zakresie praworządności mogłoby spowodować obniżenie ratingu. W porównaniu z oceną z marca 2024 r., ubiegłotygodniowy raport jest bardziej ostrożny w zakresie sytuacji w finansach publicznych. Marcowy raport przewidywał stopniową konsolidację fiskalną od 2024 r., natomiast wrześniowy sugeruje, że może ona rozpocząć się dopiero w 2026 r. Oba raporty podkreślają, że relacje Polski z UE uległy znacznej poprawie po zmianie rządu w grudniu 2023 r., co pozwoliło na odblokowanie kluczowych funduszy unijnych. Jednak we wrześniu agencja mocniej akcentowała napięcia polityczne, które mogą opóźnić reformy sądownictwa, a także w większym stopniu podkreślano rosnące wydatki obronne jako wzrost zagrożenia dla stabilności w finansach publicznych. Stabilizacja ratingu jest neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Stabilizacja liczby mieszkań oddanych do użytku w 2025 r.



mieszkań (por. wykres). Wyniki modelowania ekonometrycznego wskazują, że liczba rozpoczętych budów wyjaśniała do końca 2022 r. 80% zmienności liczby oddanych mieszkań, a zatem była jej główną determinantą. W powyższym zestawieniu zmiennych korzystaliśmy z danych wygładzonych 9-miesięczną średnią krocząca, 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. tylko nieznacznie powyżej zera, a w 2024 r. spadła do ujemnych poziomów. Poniżej podejmujemy próbę wytłumaczenia powodów rozbieżności pomiędzy kształtowaniem się tych dwóch zmiennych oraz przedstawiamy prognozę liczby oddanych mieszkań w średnim okresie.

W MAKROmapie z 22.01.2024 przedstawiliśmy naszą prognozę liczby oddanych mieszkań w średnim okresie. Zwracaliśmy wówczas uwagę, że 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






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 23,3-25,0 miesięcy. Warto zwrócić uwagę, że od 2016 r. ten czas stopniowo się wydłużał i w I poł. br. osiągnął wartość największą od 2010 r. (26,5 miesiąca, por. wykres). Wyraźna rozbieżność pomiędzy liczbą oddanych mieszkań a rozpoczętymi budowami w latach 2023-2024 sygnalizuje, że nastąpiło znaczące 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

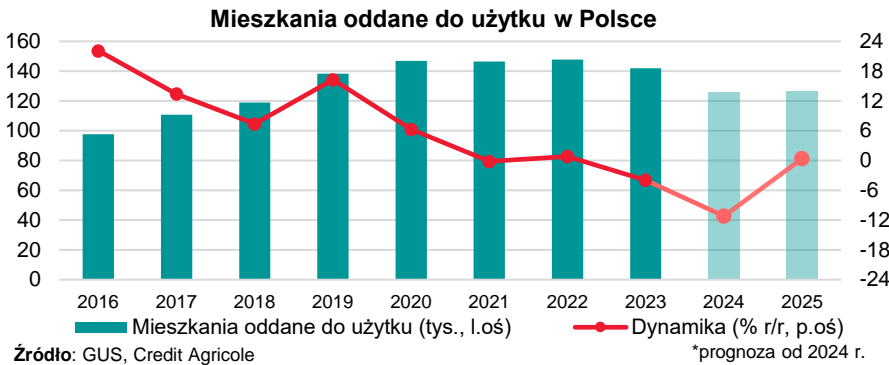
się na danych z wyłączeniem budownictwa indywidualnego (głównie budowy domów realizowane na użytek własny), gdyż czas ich budowy zależy zwykle od innych czynników niż te, które kształtują aktywność w ramach budownictwa wielorodzinnego, a oprócz tego jest on przeciętnie około dwukrotnie dłuższy.

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 następnym kroku skorzystaliśmy z tego samego modelu ekonometrycznego, który używaliśmy w poprzedniej analizie. Roczna dynamika liczby oddanych mieszkań (wygładzona 9-miesięczną średnią krocząca) została w nim wyjaśniona trzema zmiennymi:

-  **Dynamiki rozpoczętych budów mieszkań na budowę opóźnionej o 24 miesiące** (wygładzonej 9-miesięczną średnią krocząca), 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.

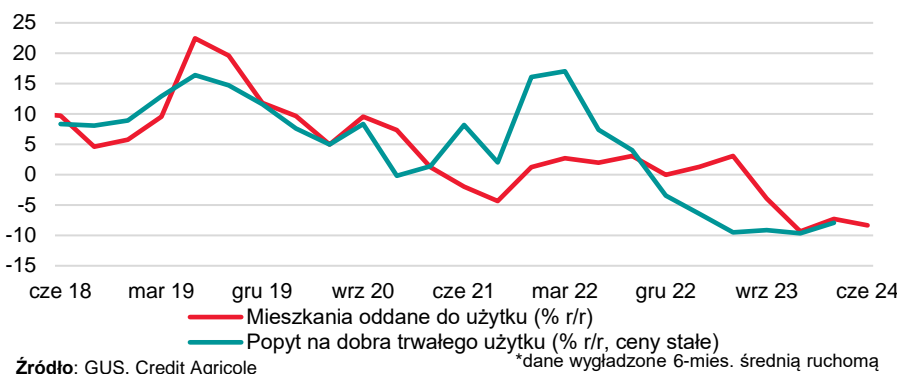
W celu przygotowania prognozy liczby oddanych mieszkań (w ramach budynków wielorodzinnych) w ciągu najbliższych dwóch lat musieliśmy przyjąć kilka założeń nt. wartości zmiennych objaśniających w przyszłości. Zakładamy, że dynamika PKB będzie kształtowała się zgodnie z naszą prognozą kwartalną wskazującą na umiarkowane 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. Uważamy, że roczna liczba oddanych mieszkań ustabilizuje się w latach 2024-2025 na poziomie ok. 125 tys., poniżej wartości z 2023 r. (142 tys.). Naszym zdaniem dopiero II połowa 2025 r. okaże się okresem silnego wzrostu podaży na rynku mieszkań. Nasza



prognoza została zrewidowana w górę względem tej przedstawionej w MAKROmapie z 22.01.2024, głównie z uwagi na większą od naszych oczekiwań liczbę oddanych mieszkań w I poł. br. (tzw. wyższy punkt startowy prognozy). Jednocześnie nie odnotowaliśmy istotnych zmian w zakresie kształtowania się czynników fundamentalnych uwzględnionych w modelu.

Nasz model jest uproszczeniem rzeczywistości i nie uwzględnia wielu czynników, takich jak m.in. wpływ rządowych programów wsparcia kredytobiorców. Czynnikiem niepewności dla naszej prognozy pozostaje zatem brak konsensusu w koalicji rządzącej w sprawie programu „Kredyt na Start” (znanego również jako „Kredyt 0%”). Poprzez zwiększenie popytu ten program może skłonić deweloperów do szybszej realizacji istniejących projektów. Drugim czynnikiem niepewności pozostaje dokładny czas oddania mieszkań rozpoczętych w ramach „górk” w 2021 r.. Może on oddziaływać w kierunku zwiększenia liczby oddanych mieszkań w latach 2024-2025. Ożywienie gospodarcze w 2024 r., które może okazać się silniejsze od naszych oczekiwań (por. MAKROPuls z 19.09.2024), również może (zgodnie z konstrukcją modelu) przyczynić się do podbicia liczby oddanych mieszkań.

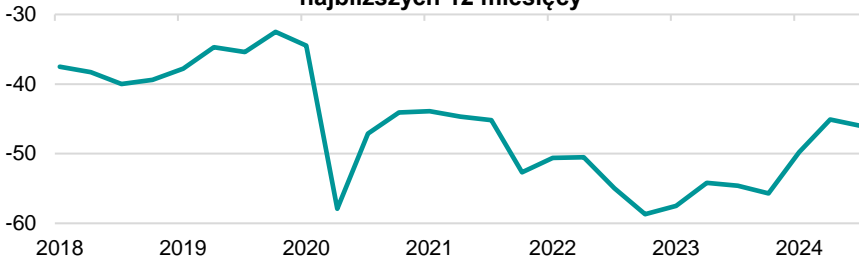
Liczba oddanych mieszkań jest istotnym czynnikiem z punktu widzenia kształtowania się popytu gospodarstw domowych na dobra trwałe użytku. Popyt ten przybliżamy kwartalnymi przychodami netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach” (PKD 47.59.Z). Źródłem danych jest baza danych PONT Info i dotyczą one firm zatrudniających co najmniej 50 osób (por. MAKROmapa 9.09.2024). 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 trwałe 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 trwałe użytku (por. wykres). W ostatnich latach ta zależność uległa osłabieniu z uwagi na realizację odłożonego popytu po pandemii i wybuch wojny w Ukrainie.

Koniunktura konsumencka - Prawdopodobieństwo wystąpienia wydatków na podniesienie standardu lub remont domu (mieszkania) w ciągu najbliższych 12 miesięcy



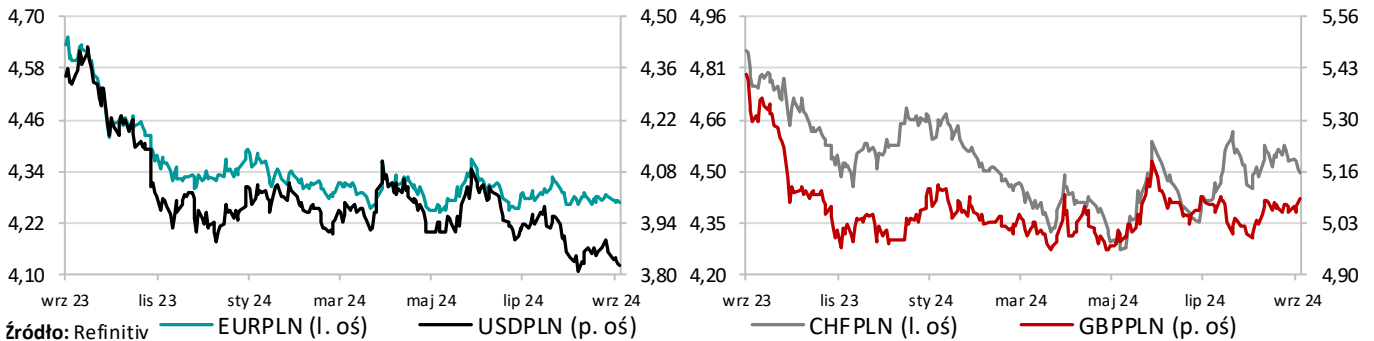
Źródło: GUS, Credit Agricole

domowych, który uważają za prawdopodobne, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy poniosą duże wydatki na podniesienie standardu mieszkania lub jego remont kształtuje się w trendzie wzrostowym od października 2023 r. Tym samym oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą stopniowy wzrost przychodów netto ze sprzedaży w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach”, co jest spójne z wynikami naszej analizy dotyczącej perspektyw sprzedaży w branży meblarskiej (por. MAKROmapa z 9.09.2024).

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. Zgodnie z wynikami badania koniunktury konsumenckiej wg GUS, odsetek gospodarstw

Względna stabilizacja kursu złotego

Kursy walutowe



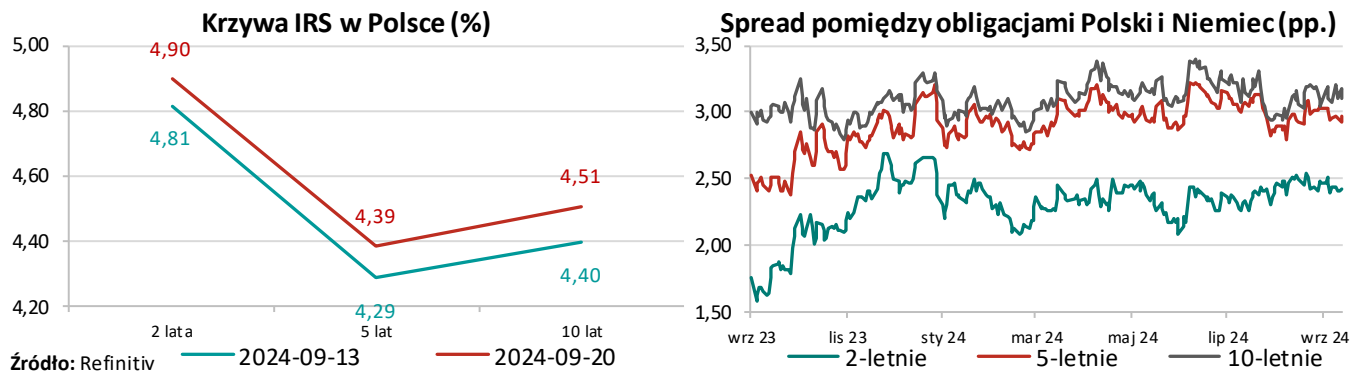
Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2685 (umocnienie złotego o 0,3%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN pozostawał relatywnie stabilny, kształtując się w okolicach poziomu 4,27. Stabilizacji kursu polskiej waluty w pierwszej części tygodnia sprzyjało oczekiwanie inwestorów na środową decyzję FOMC. W czwartek i piątek obserwowaliśmy lekkie osłabienie złotego powiązane z publikacją słabszych od oczekiwań danych o produkcji przemysłowej i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. Większa od konsensusu skala łagodzenia polityki pieniężnej w USA oddziaływała w kierunku osłabienia kursu dolara względem euro. W rezultacie kurs EURUSD osiągnął w ubiegłym tygodniu najwyższy poziom od końca sierpnia.

Piątkowa decyzja agencji Moody's w sprawie ratingu Polski jest neutralna dla złotego. Nasze prognozy dotyczące głównych publikacji makroekonomicznych zaplanowanych na ten tydzień kształtują się blisko konsensusu rynkowego, a tym samym uważamy, że będą one neutralne dla kursu złotego.



Wzrost stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi



Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,90 (wzrost o 9pb), 5-letnie do 4,39 (wzrost o 10pb), a 10-letnie do 4,51 (wzrost o 11pb). Od poniedziałku do czwartku stawki IRS były relatywnie stabilne. W piątek doszło do zwiększenia stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, który był korektą po czwartkowych spadkach.

Piątkowa decyzja agencji Moody's w sprawie ratingu Polski jest neutralna dla krzywej. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,27
Kurs USDPLN*	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,83
Kurs CHFPLN*	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,51
Inflacja CPI (r/r, %)	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,2	-1,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	4,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	
Saldo ROB (mIn EUR)	587	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	168	588	-1462		
Eksport (r/r, % EUR)	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-3,3	1,8	-8,5	6,5	-6,5	-6,0	4,6		
Import (r/r, % EUR)	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-4,6	1,7	-7,6	7,0	-1,8	-0,2	10,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	3,2	2,1	2,2	3,1	3,3	3,4	3,6	0,2	2,3	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	4,7	3,3	2,9	2,5	2,1	2,0	1,8	-1,0	3,9	2,2	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	2,7	-4,1	-5,8	5,5	7,5	8,4	8,7	13,1	-2,9	7,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,5	3,4	1,5	2,5	5,3	5,7	4,3	7,1	3,4	2,0	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,1	5,4	4,9	4,7	5,1	5,3	4,3	3,9	-2,0	3,7	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,7	1,9	1,4	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,5	2,2	1,3
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	0,7	1,2	1,3	2,0	2,1	-0,5	1,3
	Eksport netto (pp.)	0,4	-0,8	-1,6	-0,9	0,4	0,5	0,2	1,8	3,3	-0,8	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,5	1,4	1,2	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	1,6	0,8	0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,0	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	5,0	4,9	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	0,3	0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	0,3	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	14,3	14,2	10,1	8,3	7,1	6,5	12,8	14,4	8,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	5,2	5,5	5,2	3,6	3,4	11,6	3,8	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,86	5,86	5,61	5,49	5,36	5,88	5,86	5,36	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,27	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,97	4,02	3,83	3,93	3,92	3,87	3,83	3,75	3,93	3,93	3,75	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 23.09.2024 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	42,4		42,3
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Sierpień	5,0	4,2	4,2
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Sierpień	4,4	3,5	3,4
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	52,9		52,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	45,8		45,6
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Wrzesień	51,0		50,5
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	8,3	7,6	8,0
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	47,9		48,5
Wtorek 24.09.2024 r.						
8:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Sierpień	5,0	5,0	5,0
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Wrzesień	86,6		86,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Lipiec	0,4		0,4
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	-19,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	103,3	103,0	103,8
Środa 25.09.2024 r.						
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Sierpień	739	700	700
Czwartek 26.09.2024 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	III kw.	1,25		
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	2,3		2,6
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	3,0	3,0	2,9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	9,8	-3,5	-2,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	202		
Piątek 27.09.2024 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Wrzesień	-0,62		
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Sierpień	2,5	2,3	2,3
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Sierpień	2,6	2,7	2,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Sierpień	0,4		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	69,0	69,0	69,3

* 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