

## CitiWeekly

### Słabsze dane sprzyjają spadkom stóp

■ Ubiegły tydzień stał pod znakiem publikacji danych z polskiej gospodarki za październik, z których większość zaskoczyła negatywnie. Produkcja przemysłowa wyhamowała do 6,8% r/r (-0,3% m/m po odsezonowaniu). Z kolei sprzedaż detaliczna spowolniła w ujęciu realnym w październiku do 0,7% r/r (-1,3% m/m) z 4,1%, gdzie poza pogłębieniem spadku dóbr trwałego użytku i utrzymaniem znacznego spadku sprzedaży paliw odnotowano również zaskakujące hamowanie w sprzedaży żywności. Z kolei płace wyhamowały do 13% r/r częściowo za sprawą eliminacji efektu premii w górnictwie i energetyce, ale przy spadku dynamiki w większości sektorów.

■ Pozytywnie zaskoczyły dane o produkcji budowlanej i zatrudnieniu. Produkcja budowlana przyspieszyła do 3,9% r/r (+5% m/m sa) z 0,3%. Z kolei zatrudnienie nieoczekiwanie przyspieszyło do 2,4% r/r z 2,3%, a liczba bezrobotnych osiągnęła rekordowo niski poziom. To potwierdza, że schłodzenie rynku pracy może być stosunkowo płytkie i powolne. Dane GUS pokazały osłabienie dynamiki nowych zamówień w przemyśle, choć ich tempo wzrostu wciąż pozostaje na wysokim poziomie ok. 20% r/r.

■ Dane za październik wskazują na dalsze spowolnienie polskiej gospodarki w IV kw. Zakładamy, że wciąż rosnąca inflacja i stopniowe spowolnienie wzrostu płac przełoży się na spadek realnego dochodu do dyspozycji w najbliższych miesiącach, co negatywnie wpłynie na konsumpcję. Spadki te zostaną jedynie częściowo zniwelowane przez wpływ „wakacji kredytowych” czy obniżek podatków, szczególnie w sytuacji ograniczenia tarczy antyinflacyjnej na początku przyszłego roku. Spodziewamy się też dalszego osłabienia produkcji budowlanej i inwestycji. Nasze prognozy wskazują na osłabienie PKB do 2% r/r w IV kwartale, ale dzięki niespodziance za III kw. i efektem przeniesienia wzrost w tym roku może być zbliżony do 5%.

■ W bazowym scenariuszu zakładamy utrzymanie przez RPP stabilnych stóp do końca 2023 r. Sprzyjać temu może spadek inflacji w USA, bliski szczyt inflacji w Europie, niski CPI w Chinach, spadki cen frachtu, stali i energii. Temat spodziewanej dezinflacji zapewne może zyskiwać jeszcze na popularności, nawet jeżeli nie ma w nim nic naprawdę nowego (o spadku CPI w 2023 wiemy od miesięcy). Niemniej ponieważ szczyt inflacji jeszcze przed nami, z obecnych poziomów spodziewamy się raczej korekty rentowności obligacji w górę.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

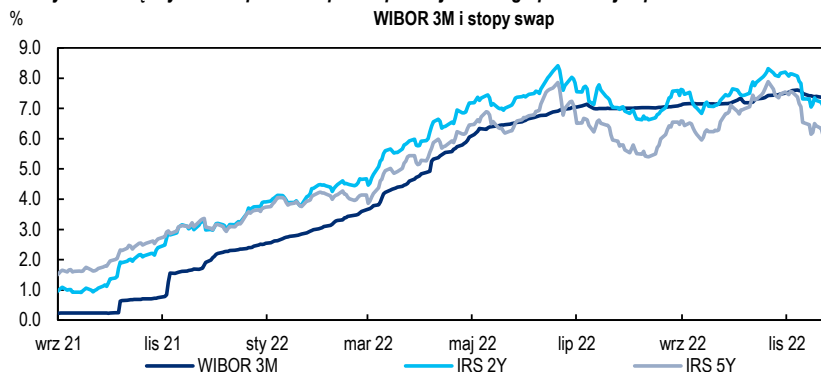
**Maciej Bącal**

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 22	4,92	5,18	5,47	0,95	6,75	2,30	3,60
IV KW 23	4,78	4,47	5,45	1,07	6,75	2,50	3,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.10. Pozostałe prognozy z 26.10.2022 r.

Wykres 1. Rynek zaczął wyceniać spadek stóp NBP poniżej obecnego poziomu już pod koniec 2023 r.



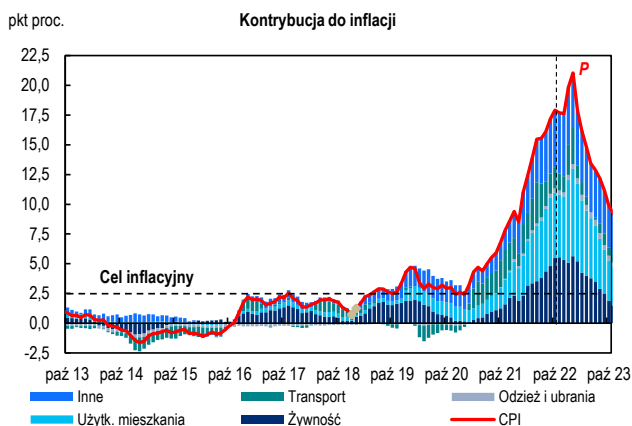
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

#### Spis treści

	Nr str.
- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

## Tydzień w wykresach

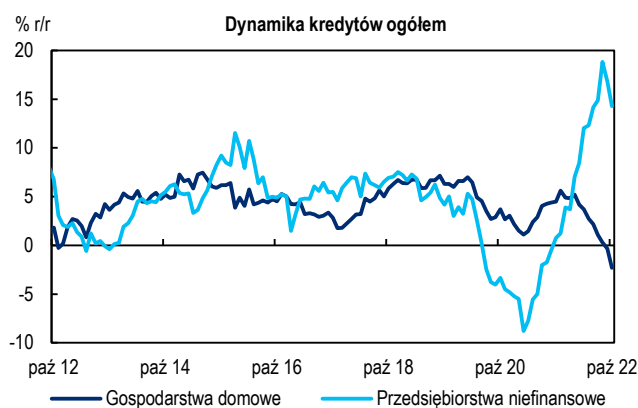
**Wykres 2. W oczekiwaniu na dane o inflacji i szczegółowe dane o PKB za III kwartał**



Źródło: GUS, Citi Handlowy

- W środę GUS opublikuje szacunkowe dane o inflacji za listopad. Oczekujemy, że dynamika wzrostu cen obniży się po raz pierwszy od dziewięciu miesięcy – tym razem do 17,7% r/r z 17,9% r/r w październiku.
- Zakładamy, że nieznaczne wyhamowanie cen będzie w głównej mierze spowodowane spadkiem cen paliw. W pozostałych kategoriach oczekujemy dalszego wzrostu cen i ponownego przyspieszenia inflacji bazowej do 11,4% r/r z 11% w październiku.
- Spodziewamy się również potwierdzenia przez GUS szacunku wzrostu PKB w III kwartale na poziomie 3,5% r/r, przy umiarkowanym hamowaniu konsumpcji prywatnej i inwestycji, sporym spadku kontrybucji zapasów i pozytywnej kontrybucji eksportu netto

**Wykres 3. Kontynuacja trendu „oddłużania się” gospodarstw domowych**



Źródło: NBP, Citi Handlowy

- Ostatnie dane NBP o podaży pieniądza wskazują na kontynuację trendu oddłużania się gospodarstw domowych i wpisują się w obraz hamowania polskiej gospodarki. W październiku dynamika kredytów ogółem dla osób prywatnych spadła do -2,3% r/r z -0,3% r/r, natomiast wartość kredytów hipotecznych spadła o 0,8% r/r, przy dalszym hamowaniu w kredytów złotych.
- Jednocześnie gospodarstwa domowe w dalszym ciągu zwiększają depozyty terminowe, w większym stopniu niż ubywa depozytów bieżących, co może być częściowo związane z ograniczaniem konsumpcji.
- Wyhamowanie akcji kredytowej widoczne jest też w sektorze przedsiębiorstw, gdzie obniżyła się miesięczna dynamika kredytów obrotowych (do 24,8% r/r z 30,2% r/r) oraz kredytów inwestycyjnych (do 9,6% r/r z 10,6% r/r).

**Wykres 4. Budżet Państwa w dalszym ciągu ze znaczącą nadwyżką**

	Skumulowany deficyt budżetowy (mld zł)	Dochody z podatków pośrednich (% r/r)	CIT (% r/r)	PIT (% r/r)	Wydatki (% r/r)
sie 21	43,4	8,2	79,1	9,2	12,6
wrz 21	47,6	8,3	10,6	12,7	-0,8
paź 21	51,9	10,0	30,8	7,9	9,3
lis 21	50,4	13,0	26,3	13,5	19,3
gru 21	-26,4	-0,9	45,2	24,3	10,1
sty 22	22,3	38,1	51,8	53,1	7,2
lut 22	11,3	14,1	30,0	-1,9	21,2
mar 22	-0,3	-3,3	29,4	-70,6	16,8
kwi 22	9,2	0,3	33,2	13,2	15,1
maj 22	12,1	22,2	57,8	19,8	14,1
cze 22	27,7	-15,2	54,3	12,1	12,2
lip 22	34,7	9,3	60,7	6,6	16,0
sie 22	27,5	-2,1	2,9	2,9	14,9
wrz 22	27,5	2,5	22,6	6,6	6,5
paź 22	27,2	5,5	45,3	-53,1	4,2

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

- Ze wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów wynika, że skumulowana nadwyżka budżetowa za okres styczeń – październik wyniosła 27,2 mld zł. W samym październiku dochody budżetu państwa z tytułu podatków pośrednich wzrosły o 5,5% r/r, a z podatku CIT o 45% r/r. Mocny spadek dochodów został z kolei odnotowany w przypadku podatku PIT (-53,1% r/r), co miało związek z przekazaniem części udziałów w podatku dochodowym od osób fizycznych samorządom, podobnie jak miało to miejsce w marcu.
- Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach dochody budżetu państwa będą wciąż podwyższane przez wysoką inflację, a także wygaśnięcie tarczy inflacyjnej.
- Jednak ze względu na istotne spowolnienie realnego wzrostu PKB i wzrost kosztów obsługi długu deficyt sektora rządowego i samorządowego wzrośnie do ok. 6% PKB w 2023 r.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>28 lis PONIEDZIAŁEK</b>							
15:00	EUR	Wystąpienie C. Lagarde					
<b>29 lis WTOREK</b>							
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	XI	93,5	93	92,5
15:00	USA	Ceny domów Case-Shiller	% m/m	IX	--	9,8	12,1
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	XI	103,9	100	102,5
<b>30 lis ŚRODA</b>							
02:30	CN	PMI dla przemysłu	pkt	XI	49,4	49,2	49,2
02:30	CN	PMI dla usług	pkt	XI	--	48	48,7
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>% r/r</b>	<b>XI</b>	<b>17,7</b>	<b>18,1</b>	<b>17,9</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>% r/r</b>	<b>XI</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	XI	10,4	10,7	10,7
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	XI	--	200	239
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	XI	--	47,2	45,2
19:30	USA	Wystąpienie prezesa Fed J. Powella					
<b>01 gru CZWARTEK</b>							
02:45	CN	PMI dla przemysłu (Caixin)	pkt	XI	--	49,2	49
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI dla przemysłu</b>	<b>pkt</b>	<b>XI</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>42</b>
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	46,7	45,1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	47,3	46,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	260	234	240
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	X	0,8	0,8	0,6
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	X	0,4	0,4	0,3
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	X	0,7	0,4	0,4
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	47,6	50,4
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	49,7	49,9	50,2
<b>02 gru PIĄTEK</b>							
14:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	XI	3,6	3,7	3,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI	225	200	261

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.029
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.008
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,0	6,8	4,9
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-2,3	2,1	4,6
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,5	5,9	4,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,6	6,3	5,2
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-1,1	12,5	4,2
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-2,4	16,1	5,0
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	17,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75
WIBOR3M. (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,42
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	7,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	5,18
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,56
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,92
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,73
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-31,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	335,3
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	360,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	30,6
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,1
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,5
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-2,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	44,1	41,2

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamy bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.