

## CitiWeekly

### Wychodzimy z dołka

■ Zeszlotygodniowe dane ekonomiczne za październik potwierdziły zapowiadane przez nas już od jakiegoś czasu ożywienie w gospodarce. Pozytywnym zaskoczeniem okazał się wzrost wynagrodzeń nominalnych, który wyniósł 12,8% r/r, przewyższając tym samym nasze oraz rynkowe oczekiwania (Citi: 12% , konsensus: 11,8%). Niespodzianka była prawdopodobnie efektem wypłat premii oraz dodatków kwartalnych. Tak pozytywny odczyt umocnił nas w przekonaniu, że dwucyfrowy wzrost płac utrzyma się do końca 2023 roku. Spodziewamy się również, że od stycznia przyszłego roku wzrost wynagrodzeń będzie dodatkowo wzmocniony przez podwyżkę płac minimalnych.

■ Dynamiczne wzrosty płac nominalnych przełożyły się na wzrost w ujęciu realnym - w ciągu roku aż o 5,8%. W naszej opinii, rosnące płace realne okażą się jednym z głównych czynników napędzających odbicie konsumpcji prywatnej w 2024 roku. Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas wyhamowanie dezinflacji, w najbliższej przyszłości spodziewamy się również lekkiego ostudzenia dynamiki wynagrodzeń realnych, których wzrost może oscylować wokół 5% r/r.

■ Poprawa wynagrodzeń realnych jest już zauważalna w danych o sprzedaży detalicznej. W październiku sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,8% r/r, przebijając rynkowe prognozy. Do wzrostu przyczyniła się jednak głównie zwiększona sprzedaż paliw, która była przejściowym efektem przed spodziewaną podwyżką cen na stacjach po wyborach. Niemniej jednak, poprawę sprzedaży detalicznej widać również w pozostałych kategoriach, co jest pozytywnym sygnałem świadczącym o trwałości ożywienia.

■ Nieco mniej optymistyczne okazały się dane dotyczące produkcji. Produkcja przemysłowa, chociaż pierwszy raz od stycznia 2023 roku doczekała się wzrostu (+1,6% r/r, dane nieodsezonowane), to po wyeliminowaniu wpływu różnic w liczbie dni roboczych ponownie odnotowała spadek (-0,8% r/r). Ponadto, wzrost produkcji przemysłowej w ujęciu nieoczyszczonym z efektów kalendarzowych był raczej efektem większej liczby dni roboczych w październiku oraz zwiększonej produkcji energii elektrycznej niż odbicia w przetwórstwie.

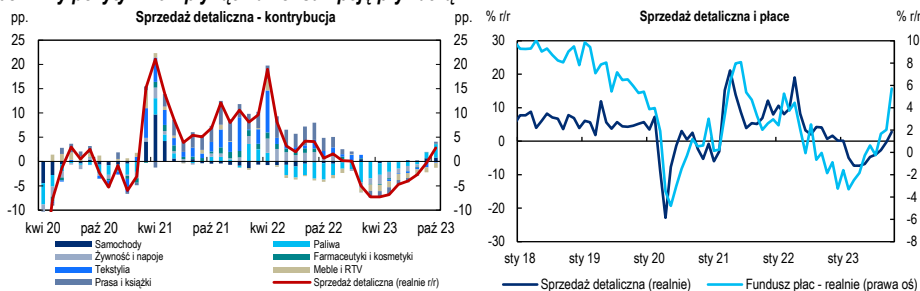
■ Podsumowując, dane o aktywności gospodarczej można uznać za pokrzepiające i zwiastujące bardzo dobre rozpoczęcie IV kwartału 2023 roku. Przypuszczamy, że w nadchodzących miesiącach widoczna będzie dalsza poprawa spożycia, która przyczyni się do wzrostu PKB w końcówce roku. Wątpliwość wciąż jednak budzi słabość produkcji przemysłowej, która w dalszym ciągu wydaje się pozostawać pod wpływem słabszej sytuacji gospodarczej w Europie Zachodniej

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,52	4,35	5,26	1,04	5,75	2,25	4,50
IV KW 24	4,58	4,24	5,20	1,08	5,25	1,75	4,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 10.11.2023 r. Pozostałe prognozy z 20.10.2023 r.

Wykres 1. Wzrost sprzedaży paliw przyczynił się do poprawy sprzedaży detalicznej, ale wyższe płace realne powinny pozytywnie wpłynąć na konsumpcję prywatną



Źródło: GUS, Haver, szacunki Citi Handlowy.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciotek, CFA**

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciotek@citi.com

**Zuzanna Mroccka**

#### Spis treści

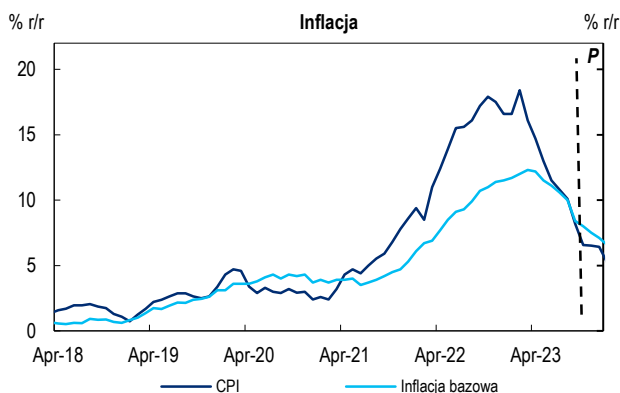
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 3
- 4

## Tydzień w wykresach

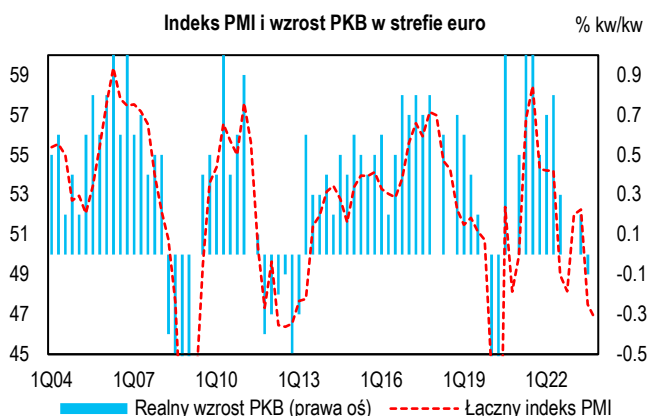
**Wykres 2. Inflacja prawdopodobnie nieznacznie się obniżyła**



- Szacujemy, że w listopadzie inflacja obniżyła się do 6,5% r/r z 6,6% w październiku. Ceny paliw mogły wzrosnąć o „zaledwie” 7,1% m/m wobec naszych wcześniejszych założeń wskazujących na zmianę o ponad 10% w relacji do października. Dostosowanie w okresie powyborczym okazało się mniejsze w związku z zauważalnym obniżeniem się cen oleju napędowego na rynkach międzynarodowych.
- Najprawdopodobniej dalszy spadek kontynuowała również inflacja bazowa, jednak według naszej prognozy wciąż znajdowała się ona powyżej wskaźnika CPI, wynosząc 7,5% r/r (wobec 8% w październiku).
- Dane o inflacji nie powinny wpływać na nastawienie RPP. Wypowiedzi członków Rady wskazują, że stopy procentowe nie ulegną zmianie co najmniej do marcowej projekcji NBP.

Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

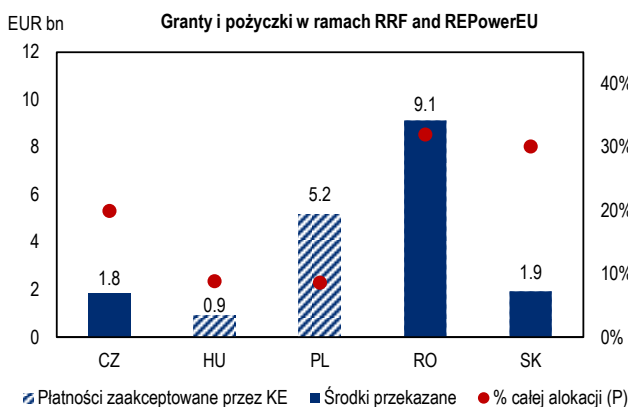
**Wykres 3. Pomimo poprawy aktywności możliwy spadek PKB**



- W strefie euro łączny indeks PMI wzrósł w listopadzie do 47,1 pkt z 46,5 w październiku i okazał się lepszy od oczekiwań (Citi: 46,3; konsensus: 46,8), co pokazuje, że w ostatnich miesiącach nastroje gospodarcze przestały ulegać pogorszeniu. Wciąż lepsze wyniki notuje sektor usługowy niż przemysłowy.
- Szczegóły raportu PMI wskazują, że pojawiły się sygnały poluzowania sytuacji na rynku pracy, a firmy zdecydowały się na obniżenie zatrudnienia po raz pierwszy od początku 2021 roku. Przedsiębiorstwa wciąż sygnalizują podwyższoną presję cenową ze strony wysokich kosztów środków produkcji.
- Poziom, na którym obecnie znajduje się indeks PMI historycznie wskazywał na obniżenie się kwartalnego PKB w strefie euro, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Źródło: Haver, Bloomberg, Citi Handlowy

**Wykres 4. O krok bliżej do funduszy unijnych**



- Komisja Europejska wydała pozytywną opinię na temat zmodyfikowanego przez Polskę planu odbudowy, a wypłata pierwszych środków będzie zależna od zgody ze strony ministrów finansów krajów Unii Europejskiej (spotkanie zaplanowane na 8 grudnia).
- Zgoda KE otwiera drogę do wypłaty pierwszych środków z programu anty-kryzysowego UE, jednak nie oznacza to, że Polska uzyskała dostęp do pełnej puli. Polska może otrzymać ok. 5 mld EUR z programu REPowerEU mającego na celu m.in. uniezależnione od dostaw paliw kopalnych z Rosji. Prefinansowanie stanowi 20% z kwoty 25,8 mld EUR (2,8 mld w grantach, reszta w pożyczkach), których wypłata nie była uzależniona od reformy sądownictwa. Natomiast reszta kwoty z RRF (blisko 35 mld EUR) pozostaje zależna od wypełnienia uzgodnionych z KE kamieni milowych.

Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>27 lis PONIEDZIAŁEK</b>							
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	X	698	725	759
<b>28 lis WTOREK</b>							
8:00	DE	Indeks zaufania konsumentów	pkt	XII	-27,5	-28,3	-28,1
16:00	USA	Indeks zaufania konsumentów	pkt	XI	102,7	100,8	102,6
<b>29 lis ŚRODA</b>							
14:00	DE	Inflacja CPI	% r/r	XI	3,4	3,5	3,8
14:30	USA	PKB - drugi odczyt	% kw/kw	3Q	--	5,0	4,9
<b>30 lis CZWARTEK</b>							
8:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	--	0,4	-0,6
8:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	X	--	--	-2,5
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB - odczyt finalny</b>	<b>% r/r</b>	<b>3Q</b>	<b>0,4</b>	<b>--</b>	<b>0,4</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja CPI</b>	<b>% r/r</b>	<b>XI</b>	<b>6,5</b>	<b>--</b>	<b>6,6</b>
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	XI	2,7	2,7	2,9
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	X	0,2	0,2	0,3
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	X	0,3	0,2	0,7
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	X	0,0	0,1	0,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	208	--	209
<b>01 gru PIĄTEK</b>							
8:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	3Q	-0,4	--	-0,4
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI dla przemysłu</b>	<b>pkt</b>	<b>XI</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>44,5</b>
9:00	CZ	PKB - odczyt finalny	% r/r	3Q	-0,6	--	-0,6
9:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	--	50,5
9:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	XI	42,9	--	42,0
9:55	DE	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	XI	--	42,3	42,3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	XI	43,9	43,8	43,8
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	XI	--	--	--
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	47,8	47,7	46,7

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	682	692	793	832
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.361	3.650
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	20.836	21.887
Populacja (mln)	38.4	38.4	38.4	38.3	38.1	38.1	38.1	38.0
Stopa bezrobocia (%)	6.6	5.8	5.2	6.3	5.4	5.2	5.6	5.6
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	5.9	4.4	-2.0	6.9	5.1	0.3	3.5
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	7.9	1.0
Konsumpcja (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	1.1	4.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-0.2	5.1
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	-1.9	3.7
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-6.3	5.3
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.7	6.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	6.2
Płace nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	10.5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3.5	7.4	4.7	4.7	5.3	1.2	2.5	5.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.84	5.26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.65	5.40
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	4.33	4.22
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.24	4.39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.52	4.58
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.56	4.57
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.6	10.0	2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	1.3	0.3
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	6.5	1.6
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	357.2	376.3
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	350.6	374.7
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	41.7	44.4
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-36.3	-41.1
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.8	-5.1
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.1	-3.9	-2.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	41.3	42.1

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)

**Arkadiusz Trzciołek, CFA**

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

[arkadiusz.trzciolek@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolek@citi.com)

**Zuzanna Mroccka**

Stażystka

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto:poland.research@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 tożsamyh 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.