

## Recesyjne nastroje w Niemczech

- Problemy niemieckiej gospodarki i jej opóźniające się odbicie mają istotne znaczenia dla reszty Europy, w tym dla Polski (o czym pisaliśmy już w niedawnych wydaniach tygodnika: [tutaj](#) oraz [tutaj](#)). Słaby popyt z Niemiec jest prawdopodobnie jedną z ważnych składowych przyczyniających się do słabości inwestycji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

- Najnowsze dane opisujące nastroje w niemieckim biznesie nie rozwiewają wcześniejszych wątpliwości. Indeks Ifo zanotował spadek we wrześniu do 85,4 pkt z 86,6 pkt w sierpniu (konsensus: 86,0), co oznacza, że pozostaje na poziomach wskazujących na recesję. Obecne odczyty indeksu Ifo sugerują spadek inwestycji w przedziale od 5% do 10% rocznie. Dla porównania – dane za II kwartał pokazały spadek inwestycji w Niemczech o 7% r/r. Na słabą sytuację niemieckiej gospodarki wskazują również dane PMI, gdzie indeks przemysłowy spadł we wrześniu do poziomu 40,3 pkt (vs. 42,4 w sierpniu), co stanowi najniższy poziom od roku, kiedy indeks znajdował się poniżej 40 pkt.

- Badanie Ifo wskazuje, że nastroje pozostają słabe w zasadzie we wszystkich sektorach, jednak najbardziej alarmująca jest sytuacja w przetwórstwie przemysłowym. Niski popyt na niemiecki eksport jest w związany między innymi z powolną odbudową chińskiego popytu. W tym aspekcie wciąż wyczekiwane jest mocniejsze wsparcie fiskalne w Chinach, choć podjęte w tym tygodniu kroki mające poluznić politykę pieniężną PBoC (Banku Chin) oraz wesprzeć rynek nieruchomości mogą stanowić podstawę do oczekiwania dalszych działań stymulacyjnych. Z drugiej strony, w przeciwieństwie do poprzednich lat, obecnie chińska produkcja staje się konkurencją wobec produkcji niemieckiej, co będzie ograniczać pozytywne efekty pro-wzrostowe.

- Składowe indeksów PMI i Ifo wskazują na spowolnienie na niemieckim rynku pracy oraz na spadającą presję cenową, zwłaszcza po stronie dóbr wykorzystywanych w produkcji. Takie wyniki sugerują konieczność dalszego, bardziej zdecydowanego wsparcia ze strony polityki pieniężnej. EBC obniżył stopy procentowe już dwukrotnie w tym roku (o 50 pb łącznie), a w IV kwartale spodziewamy się jeszcze jednego ruchu o 25 pb. Cykl cięć stóp procentowych prawdopodobnie będzie również kontynuowany w 2025 r. Po stronie polityki fiskalnej wsparcia na razie nie widać na horyzoncie, co związane jest zarówno z powrotem procedury nadmiernego deficytu jak i planów reform bardziej skupionych na poprawie konkurencyjności produkcji niż zwiększeniu popytu.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

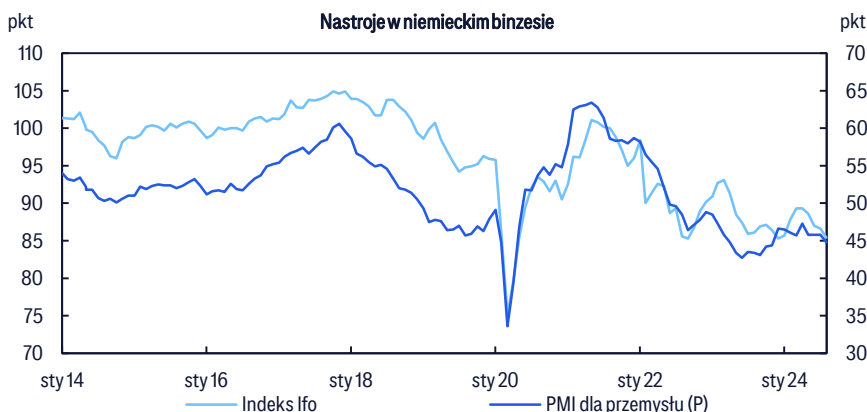
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**

aleksandra.siuzdak@citi.com

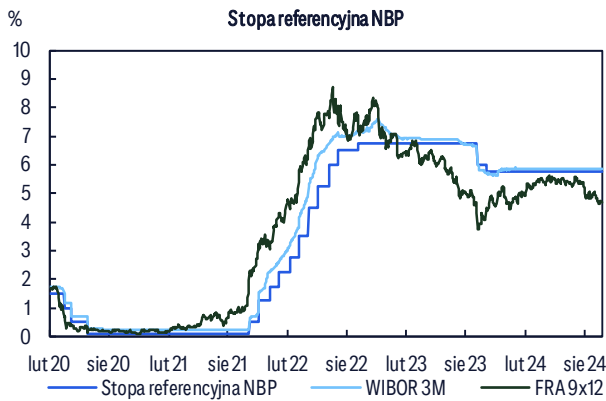
Wykres 1. Nastroje w niemieckim biznesie pozostają słabe



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv, Bloomberg

## Tydzień w wykresach

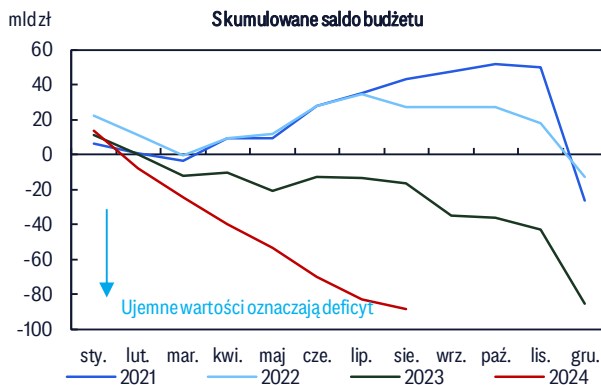
**Wykres 2. To jeszcze nie czas na obniżki**



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg, NBP

- W środę poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej odnośnie stóp procentowych. Spodziewamy się, że RPP pozostawi stopy na niezmiennym poziomie (stawka referencyjna wynosi obecnie 5,75%) i utrzyma wyważony ton komunikatu.
- Naszym zdaniem kolejna obniżka może zbiec się z publikacją projekcji makroekonomicznej. Najbliższa publikacja projekcji przypada w listopadzie, jednak do tego czasu nierozwiązana pozostanie niepewność dotycząca przyszłorocznych cen energii. Dlatego naszym zdaniem bardziej prawdopodobnym momentem obniżki wydaje się marzec 2025 r.
- Jeżeli chodzi o czynniki ryzyka dla tego scenariusza, do szybszych cięć stóp procentowych mogłoby dojść w przypadku znacznego umocnienia złotego.

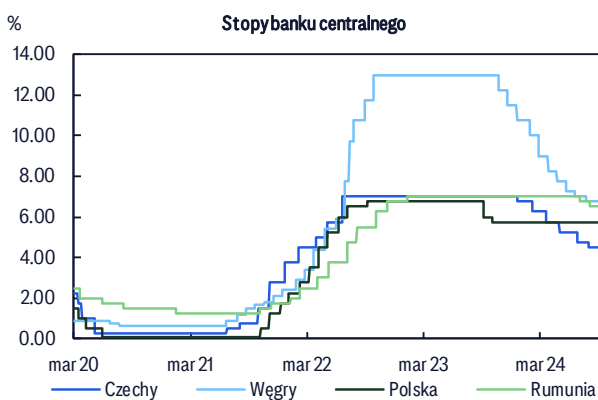
**Wykres 3. Oczekiwanie na decyzje o ewentualnej nowelizacji budżetu**



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- W sobotę odbyło się nadzwyczajne posiedzenie rządu poświęcone sytuacji powodziowej i jej konsekwencjom. Podczas posiedzenia przedstawiono wstępne i zapewne wciąż cząstkowe szacunki zniszczeń (17 tys. budynków mieszkalnych, 8,5 tys. budynków gospodarczych), nie podając jednak dokładnych kwot.
- Na razie nie podjęto decyzji o ewentualnej nowelizacji budżetu na 2024 rok, a Ministerstwo Finansów „na bieżąco analizuje informacje o stratach” oraz o dochodach i wydatkach budżetu. Minister Finansów Andrzej Domański stwierdził również, że prawdopodobieństwo nowelizacji ustawy budżetowej na 2024 rok istotnie wzrosło. Jak sygnalizowaliśmy już w poprzednim raporcie tygodniowym, naszym zdaniem jeżeli dojdzie do nowelizacji, to deficyt może zostać podniesiony o około 30 mld zł.

**Wykres 4. Kolejne banki centralne łagodzą politykę monetarną**



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg.

- Wśród banków centralnych, które w zeszłym tygodniu zdecydowały się na obniżkę stóp procentowych znalazły się te z Czech i Węgry. W obu przypadkach rozmiar cięcia wyniósł 25 pb, a tym samym główne stawki w tych krajach aktualnie wynoszą odpowiednio 4,25% oraz 6,5%. Niewykluczone również, że w dalszej części roku władze monetarne tych państw będą kontynuować łagodzenie polityki pieniężnej.
- Decyzje czeskiego i węgierskiego banku centralnego mają pewne znaczenie w kontekście kolejnych działań Narodowego Banku Polskiego. Chociaż w przeszłości RPP nie miała w zwyczaju podążania za innymi bankami centralnymi, zmiany dysparytetu stóp procentowych na niekorzyść Polski mogą w pewnym momencie stać się dla RPP powodem, aby zastanowić się nad szybszym wznowieniem cyklu obniżek stóp procentowych.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>30 wrz PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	IX	1,6	1,7	1,9
<b>01 paź WTOREK</b>							
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	--	47,6
09:00	CZ	Rewizja PKB	% r/r	Q2	0,6	--	0,6
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	--	47,8
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	IX	46	--	46,7
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	IX	44,8	44,8	45,8
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	IX	1,7	2,0	2,2
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	IX	--	--	47
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	VIII	7,780	--	7,673
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IX	46,9	47	47,2
<b>02 paź ŚRODA</b>							
14:00	PL	Decyzja RPP	%	X	5,75	--	5,75
<b>03 paź CZWARTEK</b>							
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IX	50,5	50,5	52,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	226	--	218
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IX	--	--	55,4
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IX	51,7	51,5	51,5
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	VIII	--	--	5,0
<b>04 paź PIĄTEK</b>							
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-2,9	--	-6,4
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	IX	0,2	0,3	0,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IX	70	140	142
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IX	4,3	4,2	4,2

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	907	991
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3625	3918
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24173	26478
Populacja (mln)	38.4	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.8	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	4.9	5.0
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,1
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	1,6	7,2
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	5,5	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	4,6	3,8
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	3,8	6,0
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.8
Inflacja CPI (% średnia)	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	4.5
Płace nominalne (% r/r)	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.4
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7.4	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	4.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.88	4.76
Rentowność obligacji 10-letnich	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.25	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.76	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	3.94	3.92
USD/PLN (Średnia)	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.96	3.96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.25	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.28	4.29
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,2
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	398,1	431,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	396,4	434,1
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,8	49,0
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,0
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.1	-5.4	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.0	-3.2	-3.2
Dług publiczny (polska metodologia)	46.3	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.2	47.5

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy 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 Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista  
+48 (22) 657-7750  
[arkadiusz.trzciolok@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolok@citi.com)

### Aleksandra Siuzdak

Stażystka  
[aleksandra.siuzdak@citi.com](mailto:aleksandra.siuzdak@citi.com)

## Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska  
Osoby zainteresowane otrzymaniem 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.