CitiWeekly

Złoty odreagowuje

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA
+48-22-657-7750
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroczka

- Miniony tydzień przyniósł bardzo wyraźne umocnienie złotego w reakcji na wynik wyborów parlamentarnych. O ile jeszcze 13 października EUR/PLN utrzymywał się w okolicach 4,53 zł, w trakcie ostatniego tygodnia kurs spadł przejściowo nawet do 4,41. Inwestorzy dyskontowali możliwość szybszego (niż w dotychczasowym scenariuszu) odblokowania środków z UE oraz mniejszej skali obniżek stóp procentowych.

- Chociaż ostatnie kilka dni na rynku walutowym wybijają się pod względem aprecjacji PLN, warto odnotować, że wahnięcie w kierunku silniejszego złotego zaczęło się wcześniej. W połowie września werbalne interwencje ze strony przedstawicieli rządu i BGK powstrzymały osłabienie złotego i pomogły ustabilizować sytuację. Nasza analiza dostępnych danych o płynności w sektorze bankowym oraz przepływów na rachunkach Ministerstwa Finansów sugeruje, że w tym czasie mogło dojść do sprzedaży walut na rynku przez resort finansów, jednak te operacje były przeprowadzane w niewielkiej skali (wykres 1) i raczej nie były głównym czynnikiem stabilizującym PLN. Do wyraźnego umocnienia złotego doszło po 4 października, gdy sondaże wyborcze zaczęły sygnalizować możliwość zmiany koalicji rządzącej. Od tego czasu zakupy złotego przez zagranicznych „zlewarowanych" inwestorów (a w mniejszej skali przez „real money") nabrały na sile.

- Jeżeli chodzi o kolejne miesiące przestrzeń od dalszego umacniania złotego wydaje się bardziej ograniczona. Po pierwsze, co prawda rynek finansowy szybko zareagował na zmiany polityczne, jednak jak zwykle inwestorzy mogą nie doceniać wyzwań jakie staną przed polską gospodarką w 2024 roku (wysoki deficyt i potrzeby pożyczkowe, ryzyko blokowania istotnych ustaw). Z czasem coraz większa uwaga inwestorów będzie koncentrować się na perspektywach fiskalnych polskiej gospodarki oraz na tym, jak zachowa się bank centralny (ze względu na ostatnie obniżki stóp procentowych, inflacja w 2024 roku może pozostać wysoka).

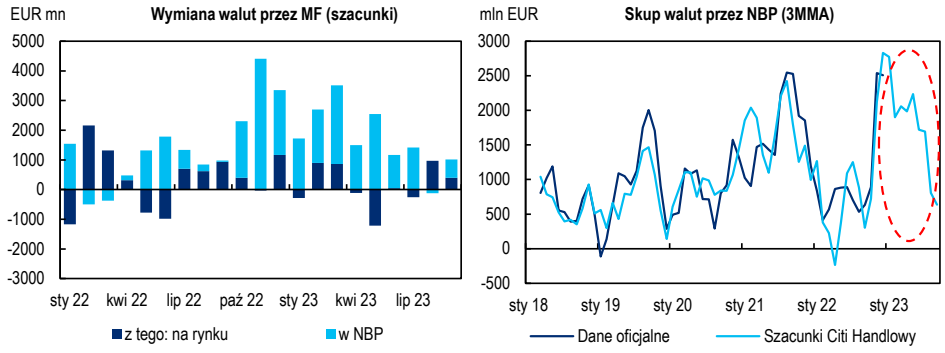
- Co istotniejsze, stosunkowo słaba aktywność w strefie euro i zdecydowanie lepsze perspektywy amerykańskiej gospodarki mogą przyczyniać się do umacniania dolara. Takie sytuacje sprzyjają zazwyczaj osłabianiu walut rynków wschodzących, w tym złotego. Biorąc to pod uwagę, w horyzoncie najbliższych miesięcy spodziewamy się najpierw stabilizacji, a potem osłabienia złotego, choć w mniejszej skali niż spodziewaliśmy się jeszcze 2-3 tygodnie temu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	*4,52*	*4,35*	*5,26*	*1,04*	*5,50*	*2,25*	*4,50*
IV KW 24	*4,58*	*4,24*	*5,20*	*1,08*	*5,00*	*1,75*	*4,30*

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 19.10.2023 r. Pozostałe prognozy z 20.10.2023 r.

Wykres 1. Wzrost PKB powinien wrócić powyżej zera w czwartym kwartale.



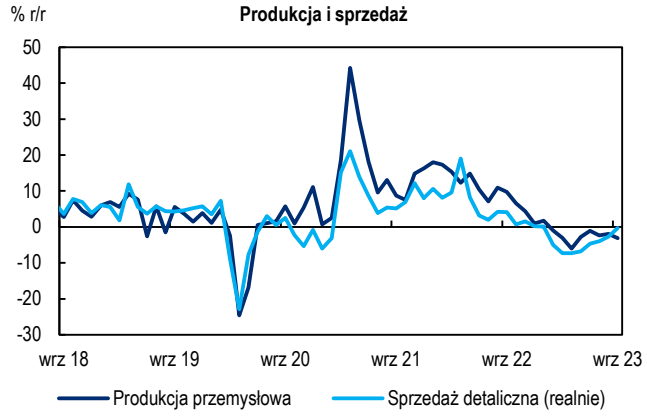
Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP, Ministerstwo Finansów

Spis treści **Nr str.**

- Temat tygodnia 1
- Tydzień w wykresach 2
- Kalendarz publikacji 3
- Tabela z prognozami 4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Sprzedaż lepsza od oczekiwań

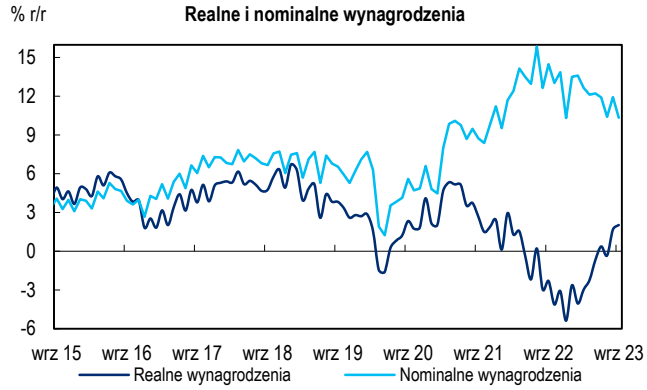


■ We wrześniu produkcja spadła o 3,1% r/r wobec spadku o 2% r/r w sierpniu. Dane prezentują się lepiej w ujęciu miesięcznym, w którym to produkcja wzrosła o 0,9% względem sierpnia 2023 roku (dane odsezonowane). Największe spadki produkcji odnotowały branże związane z produkcją metali (-15,7% r/r), urządzeń elektrycznych (-15% r/r) oraz papieru (-14,1% r/r).

■ Sprzedaż detaliczna we wrześniu wzrosła w ujęciu miesięcznym o 2,2%, natomiast w rocznym obniżyła się tylko o 0,3% (prognoza Citi: -2,5% r/r; konsensus: -1,9% r/r). Poprawa sprzedaży detalicznej wydaje się spójna ze wzrostem realnych wynagrodzeń i wypłatą czternastej emerytury we wrześniu. Jednak do wzrostu sprzedaży detalicznej przyczynił się również wzrost sprzedaży paliw, który był skutkiem wzmożonych zakupów gospodarstw domowych i firm korzystających z tymczasowo niższych cen.

Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Dalszy wzrost realnych wynagrodzeń



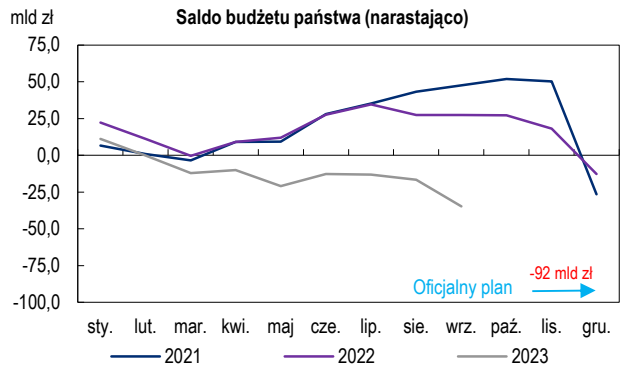
■ Wzrost przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wyhamował z 11,9% r/r w sierpniu do 10,3% r/r we wrześniu i okazał się bliski naszej prognozie na poziomie 10,4% r/r. Pomimo spowolnienia w ujęciu nominalnym, wzrost wynagrodzeń w ujęciu realnym przyśpieszył z 1,7% r/r do 2% r/r.

■ Wzrost płac nastąpił we wszystkich sektorach wyszczególnionych przez GUS. Największe wzrosty wynagrodzeń nastąpiły w sektorach nastawionych na działalność administracyjno-wspierającą, hotelarsko-gastronomiczną oraz rozrywkowo-rekreacyjną.

■ Również bez zaskoczenia okazały się dane dotyczące zatrudnienia, które w ujęciu rocznym nie zmieniło się, zgodnie z tym czego oczekiwał rynek (0,0% r/r). W ujęciu miesięcznym spadło ono o 0,1% r/r. MRiPS podało, że na koniec września bezrobocie wyniosło 5%.

Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

Wykres 4. Deficyt budżetowy rośnie



■ Po wrześniu deficyt budżetu państwa powiększył się do 34,7 mld PLN wobec 16,6 mld PLN w pierwszych ośmiu miesiącach roku. Zgodnie z nowelizacją tegorocznego budżetu, całoroczny deficyt planowany jest na poziomie 92 mld PLN. Jak pokazuje praktyka z ostatnich lat, deficyt zwiększa się istotnie w końcówce roku (przede wszystkim w grudniu).

■ Obsługa długu Skarbu Państwa wyniosła od stycznia do września 37,8 mld PLN, a kwota ta wzrośnie do końca roku wraz z wypłatą odsetek od obligacji (ok. 13,7 mld PLN do końca roku). W budżecie zaplanowano 62 mld PLN na obsługę długu SP.

■ Projekt przyszłorocznego budżetu zakładał deficyt na poziomie 164,8 mld zł. W związku z końcem kadencji Sejmu możliwa jest rewizja tego planu, jednak nie zakładamy istotnego zacieśnienia fiskalnego w Polsce.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 paź		**PONIEDZIAŁEK**					
14:00	**PL**	**Podaż pieniądza M3**	**% r/r**	**IX**	**--**	**7,3**	**7,3**
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	X	-18,5	**-18,3**	-17,8
24 paź		**WTOREK**					
9:30	DE	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	X	40,4	40,2	39,6
9:30	DE	PMI dla usług (wstępny)	pkt	X	50,0	50,0	50,3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	X	43,0	43,5	43,4
10:00	EUR	PMI dla usług (wstępny)	pkt	X	48,2	48,7	48,7
10:00	**PL**	**Stopa bezrobocia**	**%**	**IX**	**--**	**5,0**	**5,0**
14:00	HU	Decyzja MNB	%	X	12,25	--	13,0
15:45	USA	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	X	49,6	49,5	49,8
15:45	USA	PMI dla usług (wstępny)	pkt	X	50,0	49,9	50,1
25 paź		**ŚRODA**					
10:00	DE	Indeks nastrojów w biznesie Ifo	pkt	X	86,0	85,8	85,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	IX	0,681	0,684	0,675
26 paź		**CZWARTEK**					
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	X	4,0	4,0	4,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IX	3,9	1,5	0,1
14:30	USA	PKB - wstępny odczyt	% kw/kw	3Q	4,7	4,3	2,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	207	210	198
27 paź		**PIĄTEK**					
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	IX	0,3	0,4	0,4
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	IX	0,5	0,5	0,4
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	IX	0,3	0,3	0,4

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
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	682	692	789	848
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,355	3,640
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	20,721	22,316
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
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,1	3,3
Inwestycje (%, r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	7,9	0,7
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
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	7,1	6,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,7	6,5
Płace nominalne (%, r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,4	10,0
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	5,50	5,00
WIBOR3M, (%, koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,69	5,13
Rentowność obligacji 10-letniej (%, koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,75	5,45
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	4,35	4,24
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,26	4,40
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	4,58	4,57
Bilans płatniczy (mld USD)								
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
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,8	-4,8
Saldo pierwotne sektora	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,9	-2,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	41,3	42,0

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

Arkadiusz Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroczka
Stażystka

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

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 jedynego 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 tożsamych 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 jakiejkolwiek 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.