

W 2025 roku uwaga ponownie zwrócona na Ukrainę?

- Z punktu widzenia krajów Europy Środkowej jednym z kluczowych źródeł niepewności w przyszłym roku będzie możliwość zakończenia toczącej się w Ukrainie wojny, za czym wydają się opowiadać przedstawiciele nowej amerykańskiej administracji. O tym czy ewentualne zawieszenie broni okaże się trwałe zadecydują jego warunki, których na tym etapie nie znamy. Niemniej już teraz warto zastanowić się z czym mogłoby wiązać się zakończenie konfliktu.

- Jeżeli ewentualne porozumienie pokojowe/zawieszenie broni zawierałoby wiarygodne gwarancje bezpieczeństwa dla Ukrainy, mogłoby ono doprowadzić do spadku premii za ryzyko w regionie oraz rozpoczęcia działań mających na celu odbudowę ukraińskiej gospodarki. Bank Światowy szacował na początku tego roku koszt odbudowy na blisko 500 mld dolarów, jednak kwota ta obejmuje również tereny znajdujące się obecnie pod rosyjską kontrolą. W rzeczywistości więc koszty odbudowy wydają się raczej w granicach 300-350 mld dolarów. Według IFC nawet jedna trzecia tej kwoty mogłaby być finansowana przez sektor prywatny. Można przypuszczać, że wśród firm zagranicznych realizujących projekty znalazłyby się głównie przedsiębiorstwa amerykańskie i europejskie, w tym polskie.

- Zakończenie wojny może mieć potencjalnie istotne konsekwencje dla rynku pracy. Powszechny pogląd zakłada, że w takim scenariuszu znaczna część uchodźców mogłaby wrócić do kraju, co zwiększyłoby presję na europejskich rynkach pracy. Naszym zdaniem scenariusz odwrotny wydaje się jednak niedoceniany. Jeżeli gwarancje bezpieczeństwa dla Ukrainy nie będą wystarczająco silne, zakończenie wojny i otwarcie granic mogłoby wręcz przyczynić się do napływu większej liczby ukraińskich obywateli (głównie mężczyzn) do UE. Miałoby to pozytywny wpływ na europejskie rynki pracy, choć jednocześnie utrudniłoby odbudowę ukraińskiej gospodarki.

- W sumie realizacja scenariusza zakończenia wojny lub zawieszenia broni wydaje się czynnikiem, który może obniżyć inflację i być argumentem za cięciem stóp w krajach Europy Środkowej. Przyczyniłby się do tego spadek premii za ryzyko, umocnienie walut, spadek cen energii, prawdopodobny spadek cen pszenicy oraz ewentualny dodatkowy napływ pracowników zza granicy. Więcej informacji w naszym raporcie dostępnym [tutaj](#).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

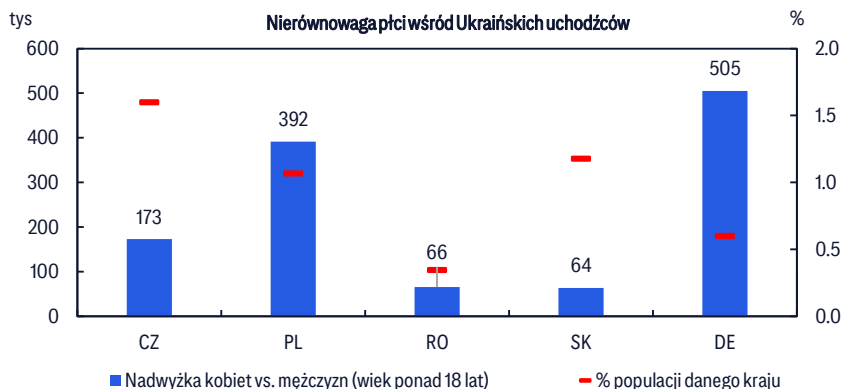
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

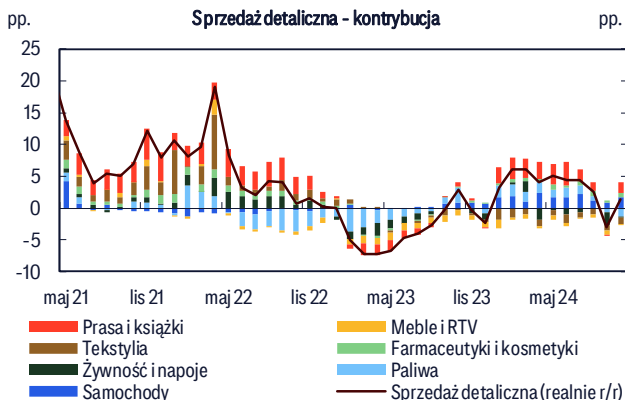
Wykres 1. O sytuacji na rynku pracy zdecyduje to, czy po ewentualnym zawieszeniu broni kraje UE doświadczą dodatkowego napływu czy odpływu ukraińskich obywateli



Źródło: szacunki Citi Handlowy, NBP, MF, Bloomberg, Haver Analytics

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Niezłe dane z gospodarki na początek IV kwartału

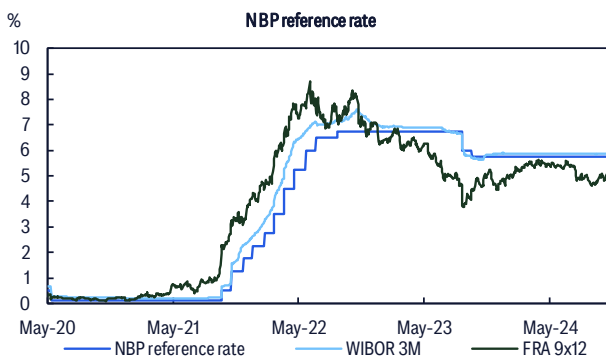


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- W październiku sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 1,3% r/r wobec spadku -3% r/r miesiąc wcześniej. Po uwzględnieniu czynników sezonowych, sprzedaż zanotowała wzrost o 5,6% m/m, nadrabiając tym samym swój wcześniejszy słaby wynik. W tym kontekście istotnym czynnikiem była sprzedaż żywności, która wyraźnie przyczyniła się do wrześniowego spadku (o -2pp), natomiast w październiku jej wpływ ograniczył się do -0,3pp.

- Produkcja przemysłowa zaskoczyła w górę i zwiększyła się o 4,7% r/r (vs. -0,3% r/r we wrześniu). Na tle pozostałych krajów regionu polski przemysł wykazuje się odpornością, niemniej w dłuższej perspektywie słaba aktywność w strefie euro będzie negatywnie wpływać na sektor. W szczególności, brak wyraźnego odbicia w Niemczech nie pozwala na nadmierny optymizm.

Wykres 3. Stopy procentowe raczej bez zmian

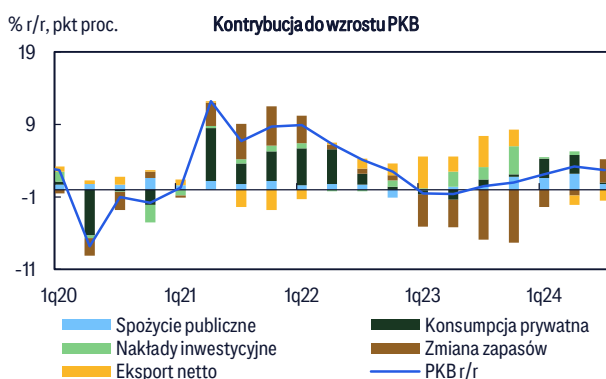


Źródło: Citi Handlowy, NBP, Bloomberg

- Naszym zdaniem na grudniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej postanowi utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie ze stawką referencyjną wynoszącą 5,75%. Z ostatnich wypowiedzi członków RPP oraz zarządu NBP wynika, że najbliższym terminem do rozmowy o obniżkach stóp jest marzec przyszłego roku, który zbiega się z aktualizacją projekcji makroekonomicznej NBP.

- W listopadzie inflacja CPI była bliska naszych oczekiwań i wyniosła 4,6% r/r (wobec 5% r/r w październiku). Niższy odczyt był jednak w dużej mierze spowodowany efektem bazy statystycznej (wzrost cen paliw w analogicznym miesiącu 2023 roku). W kolejnych miesiącach wskaźnik prawdopodobnie będzie nieco wyższy i utrzyma się w okolicach 5%, zatem listopadowy odczyt nie powinien mieć istotnego wpływu na decyzję RPP.

Wykres 4. Rozczarowująca struktura PKB



Źródło: Citi Handlowy, GUS, Refinitiv

- Wzrost PKB w trzecim kwartale tego roku został zgodnie z wstępnym odczytem potwierdzony na poziomie 2,7% r/r (wobec 3,2% kwartał wcześniej). Najistotniejsza w tej publikacji była jednak struktura wzrostu gospodarczego, która w pierwszej połowie roku polegała głównie na konsumpcji. Zgodnie z tym co wskazywały dane o sprzedaży detalicznej wzrost konsumpcji prywatnej spowolnił, jednak zmiana o zaledwie 0,3% r/r (wobec ~4,5% r/r w I połowie roku) jest zdecydowanie rozczarowująca. Największy wkład w zmianę PKB w III kw. miały zapasy (+3,2 pp) i ostatni raz tak duże (dodatnie) znaczenie miały w trakcie pandemii COVID-19. O ile wzrost tej kategorii intuicyjnie wskazywałby na silny spadek popytu, to patrząc na inne dane gospodarcze nie jest to nasz scenariusz bazowy.

- Szczegóły wzrostu gospodarczego za III kw. rodzą ryzyka, że wzrost PKB w tym roku będzie niższy niż 3%, zwłaszcza jeżeli nie dojdzie do mocnego pozytywnego zaskoczenia w czwartym kwartale. Nieco uspokajające mogą być jednak miesięczne dane o aktywności z początku IV kw. (opisane wyżej).

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
O2 gru PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	XI	--	--	48,8
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	47,6	48	46,5
O3 gru WTOREK							
08:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q3	-0,7	--	-0,7
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	X	7,470	--	7,443
O4 gru ŚRODA							
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XI	--	--	51,6
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XI	49,2	49,2	51,6
15:19	PL	Decyzja RPP	%	XII	5,75	5,75	5,75
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	X	--	0,4	-0,5
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	55,9	55,4	56
O5 gru CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	X	-1	-2,1	4,2
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	3,3	--	1,7
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	-0,3	--	0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	221	--	213
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	X	-74,7	-78,5	-84,4
O6 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	1,4	1,5	-2,5
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	-5,7	--	-5,4
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	4,6	--	5,6
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	Q3	0,4	0,4	0,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI	155	190	12
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	XI	0,2	0,3	0,4
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XI	4,3	4,2	4,1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	XII	73,3	--	71,8

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	912	985
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3900
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24318	26343
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
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,0	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	5,0	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	3,9	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
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,8	3,7
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,4
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	5,40	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	3,96	3,95
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	4,30	4,32
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,28	4,29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,4
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	402,3	427,1
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	400,6	429,3
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	47,3	48,5
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-42,0	-44,5
Finanse publiczne (% PKB)								
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 publicznych	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

Arkadiusz Trzciółek, CFA

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

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@citi.com

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 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,