

Hamowanie kredytów

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Rosnący apetyt na ryzyko przy zamkniętych z powodu święta rynkach w USA kształtował notowania aktywów na świecie. Minutes FOMC, wskazujące na słabsze tempo zacieśniania polityki pieniężnej, wsparły notowania aktywów europejskich, dolar osłabiał się, rentowności 10-letnich obligacji niemieckich i brytyjskich spadały. Ceny ropy lekko obniżyły się odzwierciedlając rosnące obawy o wzrost gospodarczy na świecie (m.in. rosnące ryzyko pełnego lockdownu w Chinach). W kraju rentowności obligacji w trakcie dnia obniżyły się poniżej poziomu 7% na całej długości krzywej, spadały stawki FRA i IRS. Na wzrost apetytu na ryzyko na świecie nie zareagował złoty, pozostając w trendzie bocznym.
- Kalendarz publikacji danych jest dziś skromny. Szczegóły niemieckiego PKB za 3q22 pokażą, co stało za tym, że mimo spadku aktywności w przemyśle gospodarka Niemiec zdołała uniknąć recesji. W kraju poznamy Biuletyn Statystyczny, a wraz z nim stopę bezrobocia rejestrowanego za październik, która według wstępnego szacunku MRiPS pozostała bez zmian (5,1%).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Podaż pieniądza M3 wzrosła w październiku słabiej od prognoz, o 7,0% r/r (wobec 7,7% r/r we wrześniu). Podaż pieniądza M1 pogłębiła spadek, który w ujęciu realnym sięga już blisko 25% r/r. Hamuje tempo wzrostu kredytów ogółem, przyspiesza za to tempo wzrostu depozytów. Więcej w [Makro Flash: Delewarowanie konsumentów](#).
- POL:** Budżet państwa odnotował po październiku nadwyżkę w wysokości 27,2 mld PLN (wobec nadwyżki po wrześniu w wysokości 27,5 mld PLN). Dochody podatkowe rosły po październiku o 11,0% r/r, w tym PIT o 3,3% r/r, CIT o 41,2% r/r oraz VAT o 7,1% r/r. W samym październiku odnotowano mocny spadek dochodów z PIT, z powodu przekazania samorządom drugiej raty udziału w podatku PIT (podobnie jak to miało miejsce w marcu). Finalna rata udziału w PIT za 2022 ma być przekazana do końca roku. Utrzymała się mocna tendencja wzrostowa w dochodach z CIT (23,6% r/r, 3mies.śr.ruch.). Dochody z VAT także lekko wzrosły - w samym październiku o 5,3% r/r, dzięki czemu trend wzrostowy tej kategorii dochodowej utrzymał się (1,1% r/r, 3mies.śr.ruch.), nawet mimo ubytku dochodów z powodu Tarczy

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

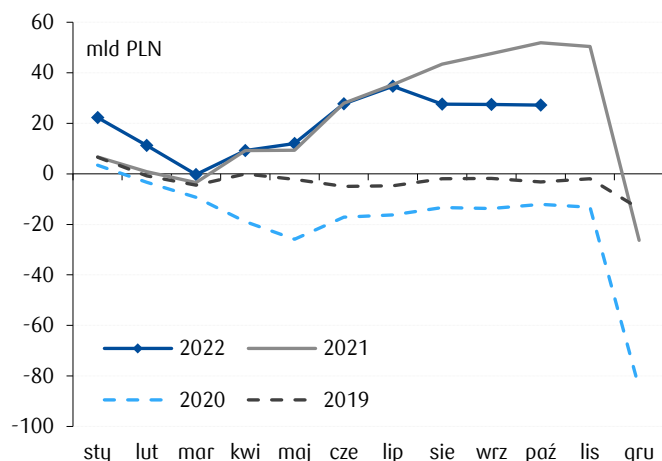
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-11-24	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6955	-0,1
USDPLN	4,5108	-0,5
CHFPLN	4,7799	-0,6
GBPPLN	5,4651	0,2
EURUSD	1,0410	0,3
Obligacje:		
PL2Y	6,99	-12
PL5Y	6,93	-17
PL10Y	6,68	-16
DE10Y	1,85	-8
US10Y	3,71	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	56 107,9	1,8
DAX	14 539,6	0,8
S&P500	4 027,3	0,0
Nikkei**	28 283,0	-0,4
Shanghai Comp.**	3 103,3	0,5
Surowce:		
Złoto	1756,11	0,9
Ropa Brent	85,18	-0,4

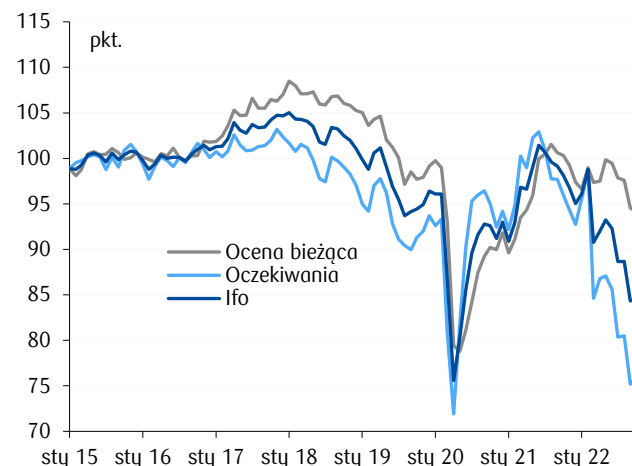
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Wynik budżetu państwa



Źródło: MinFin, Macrobond, PKO Bank Polski.

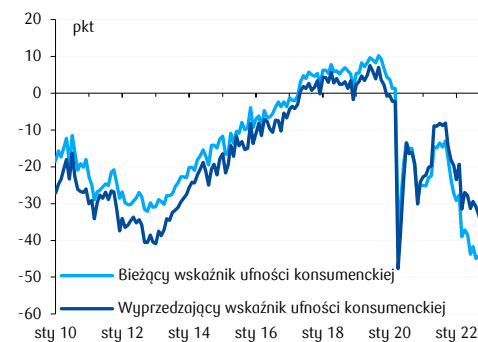
Koniunktura w niemieckiej gospodarce



Antyinflacyjnej, która według zapowiedzi przedstawicieli rządu ma obowiązywać w pełnym zakresie tylko do końca 2022. Dynamika wydatków istotnie się zmniejszyła i w samym październiku wyniosła 4,2% r/r (wobec 6,5% we wrześniu oraz przeciętnie 14,4% r/r w 1h22), przez co trend wzrostowy wydatków zwolnił (8,5% r/r, 3mies.śr.ruch.). Koszty zadłużenia rosły po październiku o 6,1% r/r - efekty podwyżek stóp procentowych zaczęły być widoczne w rosnących kosztach obsługi zadłużenia dopiero w przyszłym roku. Podsumowując, budżet jest na dobrej drodze, aby osiągnąć planowany w ustawie na 2023 deficyt ok. 23 mld PLN. Ostateczny wynik zależy będzie m.in. od możliwości przesuwania wydatków między latami (jak to miało miejsce w poprzednich latach), co wiązałoby się z nowelizacją ustawy na 2022. Szacunkowo, gdyby skala przesunięcia była zbliżona do tej z ubiegłych lat, to deficyt w 2022 mógłby uplasować się w okolicach 50 mld PLN.

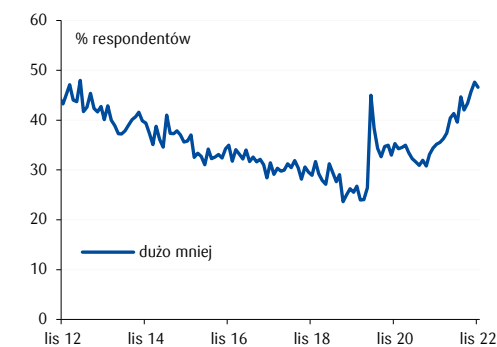
- POL: Koniunktura konsumencka w listopadzie nieznacznie się poprawiła, chociaż utrzymała się na historycznie niskich poziomach** – bieżący wskaźnik wzrósł do -44 pkt. z -45,5 pkt miesiąc wcześniej, a wskaźnik wyprzedzający do -33,8 pkt. z -35,7 pkt. Był to przede wszystkim skutek poprawy oceny przyszłej (i w mniejszym stopniu obecnej) sytuacji ekonomicznej kraju. Nadal pogarszają się natomiast oceny obecnej i przyszłej sytuacji gospodarstwa domowego i rosną obawy przed bezrobociem. Szybko przybywa konsumentów, którzy planują w najbliższym roku ograniczać ważne wydatki (samochody, RTV, AGD, remonty, itp.). Rośnie, choć z niskiego poziomu, odsetek gospodarstw wskazujących na konieczność finansowania się z oszczędności lub zadłużania się. Taki obraz kondycji konsumentów wpisuje się w nasz scenariusz bazowy – obserwujemy hamowanie konsumpcji, w szczególności w obszarze dóbr i usług, które nie są traktowane jako pierwszej potrzeby. Buforem dla wydatków konsumenckich w Polsce jest jednak nadal napływ nowych konsumentów z Ukrainy. W listopadzie minimalnie spadł odsetek konsumentów wskazujących, że „ceny wzrosły znacznie” (do 84%) – obserwujemy stabilizację tej miary dotkliwości inflacji. Oczekiwanie inflacyjne na kolejny rok wskazują na jej stabilizację/minimalny spadek.
- GER: Indeks Ifo wzrósł w listopadzie silniej od oczekiwań – do 86,3 pkt. z 84,5 pkt. w październiku. Indeks Ifo jest ciągle w obszarach recesyjnych, we wszystkich sektorach mamy wskazania spójne ze spowolnieniem lub kryzysem, ale sytuacja w Niemczech przestała się pogarszać.** Oceny sytuacji bieżącej nadal spadały, a poprawiła się składowa ocena, co sugeruje minięcie dołka aktywności. W przetwórstwie miała miejsce wyraźna poprawa oczekiwań przy pogorszeniu ocen bieżących i spadku nowych zamówień. Niepewność dotycząca przyszłości obniżyła się, jednak poprawa nie dotyczyła branż energochłonnych.
- EUR: Z minutes z październikowego posiedzenia EBC wynika, że Rada Prezesów obawiała się, że spowolnienie gospodarcze razem z zacieśnianiem polityki pieniężnej na świecie może przerodzić się w globalną „techniczną recesję”. Oceniono, że perspektywy dla gospodarki strefy euro pogorszyły się od poprzedniego posiedzenia, a w krótkim okresie przeważają ryzyka w dół dla wzrostu gospodarczego, zmniejszając prawdopodobieństwo realizacji bazowego scenariusza z wrześniowej projekcji. Jednocześnie oczekuje się „miękkiego lądowania”, gdyż poprzednie recesje były często nasilone przez problemy sektora bankowego, które obecnie nie występują. Zwrócono uwagę na wciąż dobre perspektywy rynku pracy, pomimo spadku aktywności. W kontekście inflacji podkreślono, że jej wzrost wynikał w dużej mierze z czynników popytowych i to ich złagodzenie będzie konieczne do obniżenia dynamiki cen. Zdecydowana większość Rady Prezesów poparła podwyżkę stóp o 75pb. Obecny poziom stóp nadal oceniany jest jako „akomodacyjny” i podkreśla się konieczność dalszych podwyżek. Zmiana warunków TLTRO**

Koniunktura konsumencka w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

Spodziewane wydatki na ważne zakupy w najbliższych 12 miesiącach



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

Zmiany cen konsumpcyjnych (oczekiwania na najbliższe 12 miesięcy)



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

została dokonana, aby zachęcić do dobrowolnych spłat środków, co powinno zmniejszyć bilans Eurosystemu, a także wzmocnić transmisję podwyżek stóp procentowych.

- **EUR:** I.Schnabel z EBC powiedziała, że istnieje ryzyko, że polityka fiskalna będzie podbijała inflację, w środowisku bardzo wysokiej presji cenowej. Inflacja w strefie euro nadal mocno zaskakuje. Chociaż znacząco wzrosły obawy przed techniczną recesją, ostatnio zaskoczenia w danych z gospodarki były pozytywne. W tej sytuacji polityka pieniężna musi pozostać zdecydowanie skoncentrowana na swoim mandacie i jak najszybciej przywrócić stabilność cen. Zdecydowane działania EBC doprowadziły już do znacznego zaostrzenia warunków finansowania. Od zwrotu w polityce pieniężnej w grudniu 2021 rentowności obligacji skarbowych w strefie euro wzrosły w całym spektrum zapadalności. Jednak realne stopy procentowe pozostają na ujemnym poziomie dla większości tenorów, co oznacza, że polityka jest prawdopodobnie zbyt akomodacyjna. Oczekiwania rynków co do „piwotu,” obniżając rentowności, działały w przeciwnym kierunku niż EBC starający się wycofać akomodację z gospodarki.
- **SWE:** Riksbank, zgodnie z oczekiwaniami, podniósł stopy procentowe o 75pb (do 2,5%) i zasugerował kolejną podwyżkę na początku przyszłego roku, po czym stopy mają ustabilizować się na poziomie nieznacznie poniżej 3%. Z początkiem roku szwedzki bank centralny nie będzie też reinwestować zapadających aktywów. Decyzja o podwyżce została podjęta pomimo, że bank centralny oczekuje w przyszłym roku spadku PKB o 1,0% (wobec prognozy - 0,5% w poprzedniej rundzie prognoz). Odchodzący po 17 latach ze stanowiska prezesa banku centralnego S.Ingves ocenił, że pozwolenie inflacji na zakotwiczenie się na wysokim poziomie mogłoby powodować długoterminowe problemy, dlatego lepiej jest reagować z wyprzedzeniem.
- **TUR:** Bank centralny Turcji obniżył główną stopę procentową do 9,0% z 10,5%. To czwarta i według zapowiedzi banku ostatnia obniżka we wznowionym w sierpniu cyklu. Obniżki stóp dokonywane były pomimo wysokiej inflacji, która przekracza 80% r/r.
- **POL:** A.Soboń powiedział, że projekt dotyczący zamrożenia cen gazu zostanie przedstawiony na najbliższym posiedzeniu Rady Ministrów - pod koniec tego tygodnia lub w przyszłym. Wiceminister finansów dodał, że mechanizm będzie podobny jak w przypadku zamrożenia cen prądu.
- **POL:** P.Litwiniuk z RPP powiedział, że NBP mógłby rozważyć udział w finansowaniu transformacji energetycznej. Jego zdaniem, jeżeli poszukiwanie rozwiązań dotyczących ochrony środowiska i pozyskiwania energii ze źródeł, które stanowią dzisiaj wyzwania, nie mieści się w modelach szacowania ryzyka kredytowego banków komercyjnych, to banki centralne powinny rozważyć swoją rolę i swoją funkcję w finansowaniu tych obszarów rozwoju polskiej gospodarki.
- **UK:** D.Ramsden, wiceprezes BoE powiedział, że Wielką Brytanię czekają kolejne podwyżki stóp procentowych, jeśli inflacja będzie rosła zgodnie z prognozami banku centralnego. Oceniał, że plan fiskalny ogłoszony przed tygodniem przez J.Hunta będzie miał bardzo ograniczony wpływ na inflację w 3-letnim horyzoncie prognoz banku centralnego. Podkreślił, że większość zacieśniania fiskalnego nie wejdzie w życie przed kwietniem 2025.
- **CZE:** Prezes CNB, A.Michl, w wypowiedzi na temat strategii gospodarczej wspierającej umocnienie korony stwierdził, że poziom stóp procentowych w Czechach (7,0%) jest już na tyle wysoki, że hamuje aktywność gospodarczą, a presja inflacyjna osłabia się. Jednocześnie w ciągu najbliższych sześciu lat polityka pieniężna będzie prawdopodobnie bardziej restrykcyjna niż w ciągu dekady przed wybuchem pandemii Covid-19 (najwyższy poziom stóp w tym okresie to 2,25%). Wiceprezes M.Mora, ocenił, że inflacja (15,1%

w październiku) jest w okolicach szczytu, choć może jeszcze zaskoczyć w górę w styczniu, po czym będzie się gwałtownie obniżać.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 18 listopada						
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (paż)	16:00	mln	4,71	4,36	--	4,40
Poniedziałek, 21 listopada						
GER: Inflacja PPI (paż)	8:00	% r/r	45,8	42,1	--	34,5
Wtorek, 22 listopada						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (paż)	10:00	% r/r	14,5	14,2	13,8	13,0
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (paż)	10:00	% r/r	2,3	2,2	2,2	2,4
POL: Produkcja przemysłowa (paż)	10:00	% r/r	9,8	8,1	7,5	6,8
POL: Inflacja PPI (paż)	10:00	% r/r	24,6	23,5	23,1	22,9
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	13,0	13,0	13,0	13,0
Środa, 23 listopada						
GER: PMI w przetwórstwie (lis, wst.)	9:30	pkt.	45,1	45,2	--	46,7
GER: PMI w usługach (lis, wst.)	9:30	pkt.	46,5	46,2	--	46,4
EUR: PMI w przetwórstwie (lis, wst.)	10:00	pkt.	46,4	46,0	--	47,3
EUR: PMI w usługach (lis, wst.)	10:00	pkt.	48,6	48,0	--	48,6
POL: Produkcja budowlano-montażowa (paż)	10:00	% r/r	0,3	0,9	1,8	3,9
POL: Sprzedaż detaliczna (paż)	10:00	% r/r	4,1	3,2	3,7	0,7
USA: Zamówienia na dobra trwałe (paż, wst.)	14:30	% m/m	0,3	0,4	--	1,0
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	223	225	--	240
USA: PMI w przetwórstwie (lis, wst.)	15:45	pkt.	50,4	50,0	--	47,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis, rew.)	16:00	pkt.	54,7	55,0	--	56,8
USA: Sprzedaż nowych domów (paż)	16:00	tys.	588	570	--	632
USA: Minutes Fed (lis)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 24 listopada						
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	2,50	--	2,5
POL: Koniunktura konsumencka (lis)	10:00	pkt.	-45,5	--	--	-44
GER: Indeks Ifo (lis)	10:00	pkt.	84,3	85	--	86,3
POL: Podaż pieniądza M3 (paż)	14:00	% r/r	7,7	7,5	7,5	7,0
Piątek, 25 listopada						
GER: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	1,7	1,1	--	--
POL: Stopa bezrobocia (paż)	10:00	%	5,1	5,1	5,1	--

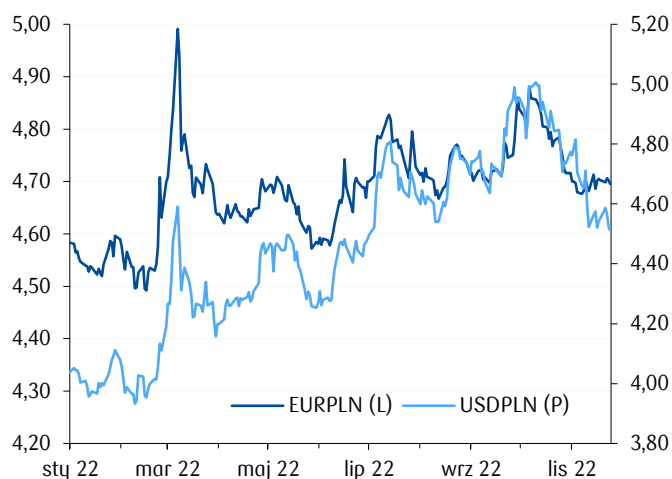
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

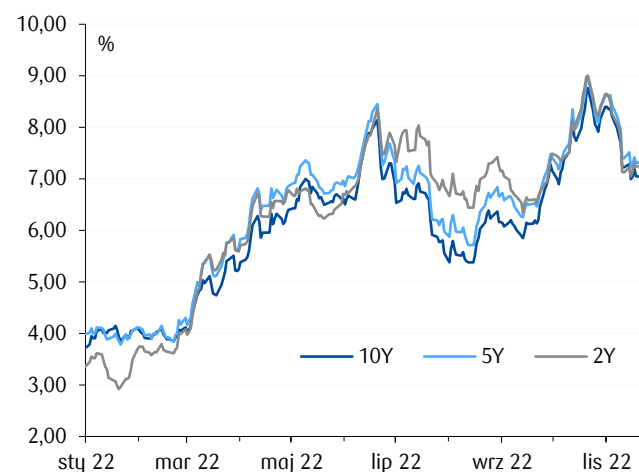
		Wartość 2022-11-24	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6955	-0,1	-0,2	-0,6	0,4	9,2
	USDPLN	4,5108	-0,5	-1,0	-4,5	7,9	15,6
	CHFPLN	4,7799	-0,6	0,2	0,1	7,1	22,1
	GBPPLN	5,4651	0,2	1,4	-0,3	-1,8	8,6
	EURUSD	1,0410	0,3	0,8	4,1	-7,0	-5,5
	EURCHF	0,9824	0,5	-0,4	-0,7	-6,3	-10,5
	GBPUSD	1,2140	0,6	3,1	4,8	-8,9	-5,9
	USDJPY	138,38	-1,0	-1,6	-5,2	19,9	27,0
	EURCZK	24,39	0,1	0,0	-0,4	-4,4	-4,3
	EURHUF	411,45	0,4	0,0	0,3	11,6	22,7
Obligacje	PL2Y	6,99	-12	-32	-122	391	559
	PL5Y	6,93	-17	-49	-116	334	514
	PL10Y	6,68	-16	-51	-123	322	463
	DE2Y	2,10	-4	-3	30	284	273
	DE5Y	1,89	-7	-11	6	244	249
	DE10Y	1,85	-8	-18	-14	206	220
	US2Y	4,48	0	3	16	384	287
	US5Y	3,90	0	-4	-19	255	228
	US10Y	3,71	0	-6	-23	207	195
Akcje	WIG	56 107,9	1,8	2,4	13,5	-18,8	-3,5
	WIG20	1 754,0	2,4	2,7	16,4	-21,7	-20,2
	S&P500	4 027,3	0,0	2,0	5,8	-14,3	28,5
	NASDAQ100	11 838,7	0,0	1,4	5,8	-27,7	41,4
	Shanghai Composite**	3 103,5	0,5	-0,4	4,0	-13,6	6,8
	Nikkei**	28 283,0	-0,4	1,3	3,4	-3,5	21,4
	DAX	14 539,6	0,8	1,9	10,1	-8,4	9,8
	VIX	20,42	0,3	-14,7	-25,4	9,9	72,0
Surowce	Ropa Brent	85,2	-0,4	-5,3	-12,2	3,4	34,0
	Ropa WTI	77,8	0,0	-4,7	-12,6	-0,7	34,4
	Złoto	1756,1	0,9	-0,2	5,5	-1,6	20,5

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

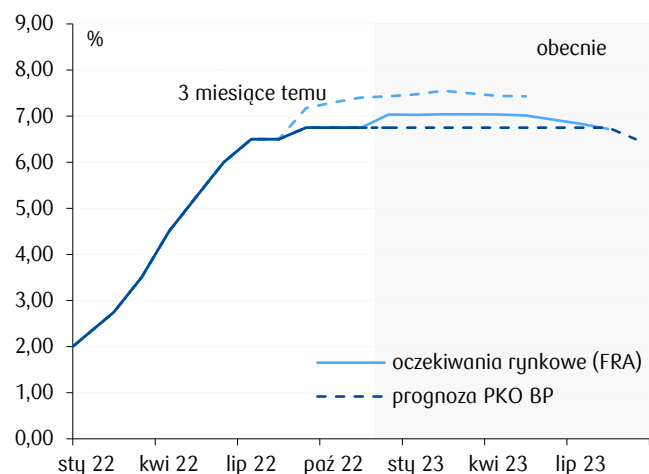
Notowania złotego wobec głównych walut



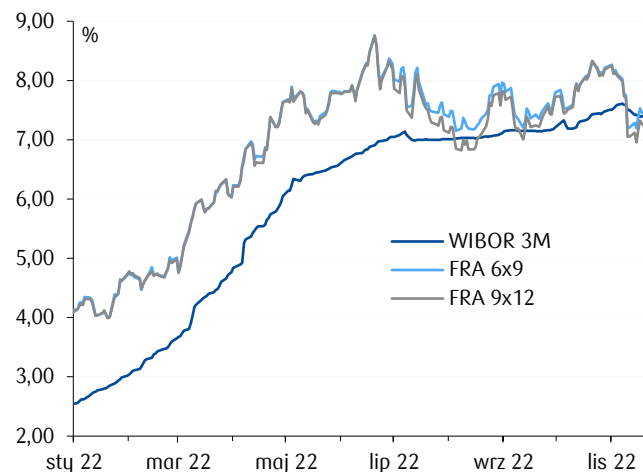
Rentowności polskich obligacji skarbowych



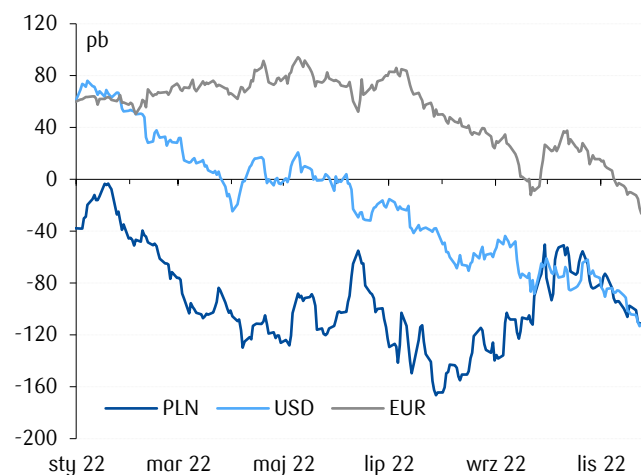
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



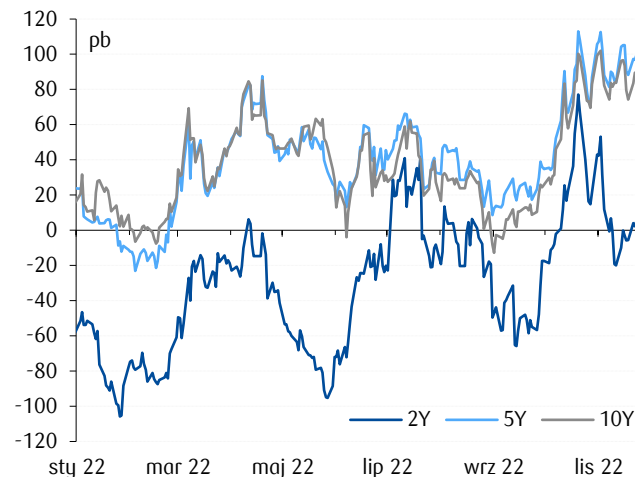
Krótkoterminowe stopy procentowe



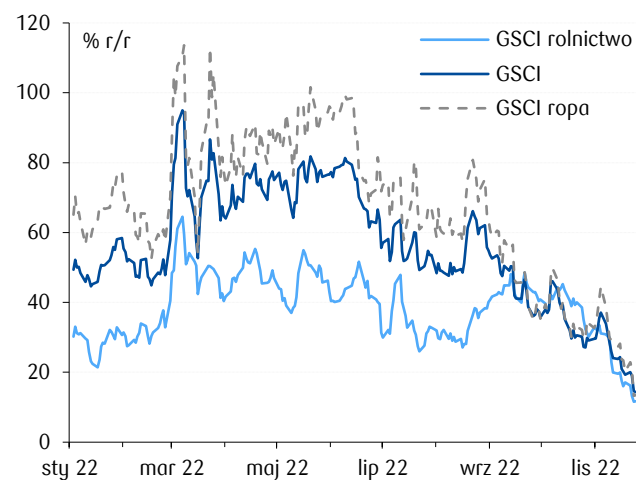
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



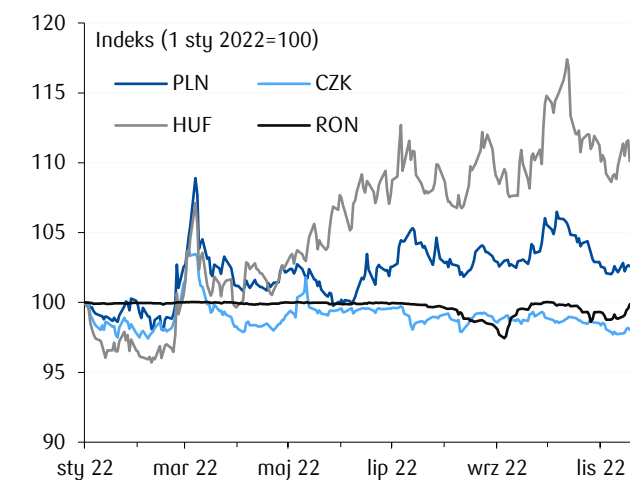
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	----------------------	--------------

Zespół Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
---	------------------------	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	22 521 54 50

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Michał Rot

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. 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.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.