

CitiWeekly

Czy konsumpcja jest rzeczywiście taka słaba?

- Publikacja danych o PKB zamiast rozwiewać wątpliwości, wywołała jeszcze więcej pytań. Tak jak wcześniej wskazywały wstępne szacunki, wzrost gospodarczy wyniósł w I kwartale 8,5% r/r, jednak jego struktura okazała się odmienna od tego, czego się spodziewaliśmy.
- Pierwszą niespodzianką okazał się niespotykany silny wzrost zapasów. Gdyby spojrzeć na niego w oderwaniu od innych składowych, sam ten czynnik dodał do rocznej dynamiki wzrostu 7,1 pkt. procentowego. Spodziewaliśmy się, że odbudowa zapasów będzie miała istotny wkład do PKB, choćby ze względu na ich wzrost w po okresie zaburzeń łańcuchów dostaw. Mimo to skala tego zjawiska przerosła najśmielsze oczekiwania.
- Drugą niespodzianką okazał się zaskakująco słaby wzrost konsumpcji, sięgający w I kw. zaledwie 0,6% kw/kw. Niewątpliwie jest wiele czynników negatywnie wpływających na realne wydatki gospodarstw domowych. Takim czynnikiem jest choćby bardzo silny wzrost cen energii oraz żywności, który pozostawia mniej „miejsca” na konsumpcję innych towarów i usług. Ponadto dotychczasowe podwyżki stóp procentowych, prowadzące do wyższych rat kredytowych, również odegrały pewną rolę. Niemniej po wybuchu wojny te czynniki powinny być zostać skompensowane przez bardzo silny napływ uchodźców i związaną z tym dodatkową konsumpcję. Na siłę tego ostatniego efektu wskazywały zresztą dane o sprzedaży detalicznej, ale z niejasnych powodów nie widać go w danych o PKB
- Siła zapasów i słabość konsumpcji mogą być dwiema stronami tego samego medalu. W statystyce PKB zmiany zapasów są często kategorią, do której zaliczane są zmiany, które trudno przypisać do innych komponentów popytu. Ten „reszkotowy” charakter powoduje, że zmiany zapasów podlegają znacznym rewizjom. Fakt, że w konsumpcji nie widać wydatków uchodźców może sugerować, że z jakichś powodów tymczasowo zostały one „wrzucone” do zmian zapasów lub ewentualnie eksportu. Jeżeli tak rzeczywiście jest, to w kolejnych kwartałach konsumpcja może zostać zrewidowana w górę, a zmiany zapasów w dół.
- Nie zmieniliby to nic w ogólnym tempie wzrostu PKB, ale trochę inaczej rozłożyłoby akcenty między jego komponentami. Jeżeli konsumpcja rzeczywiście jest obecnie niedoszacowana, wytrąciłoby to również gołębi członkom RPP argument za spowalnianiem podwyżek stóp.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,70	4,65	5,53	1,01	6,50	0,75	2,65
III KW 23	4,60	4,34	5,35	1,06	6,50	1,00	2,45

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 20.05. Pozostałe prognozy z 25.05.2022 r.

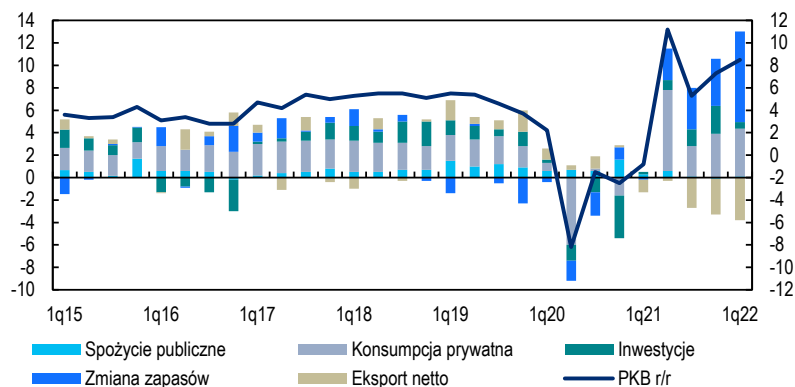
Spis treści

	Nr str.
- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Wykres 1. PKB w I kw. wzrósł o 8,5% r/r, konsumpcja 0,6% r/r, a inwestycje o 4,3%

% r/r, pkt proc.

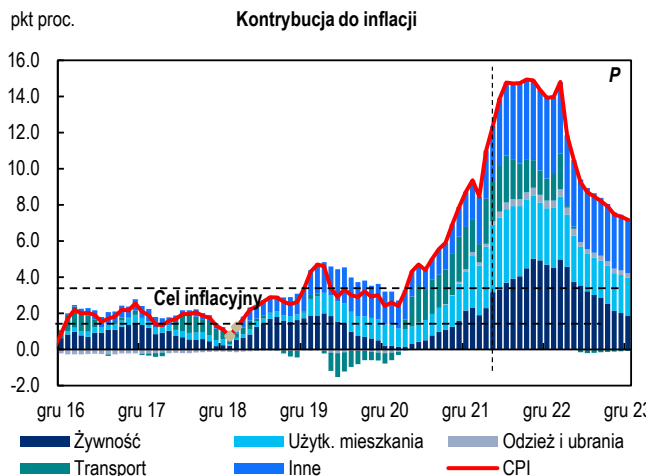
Kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja wciąż rośnie

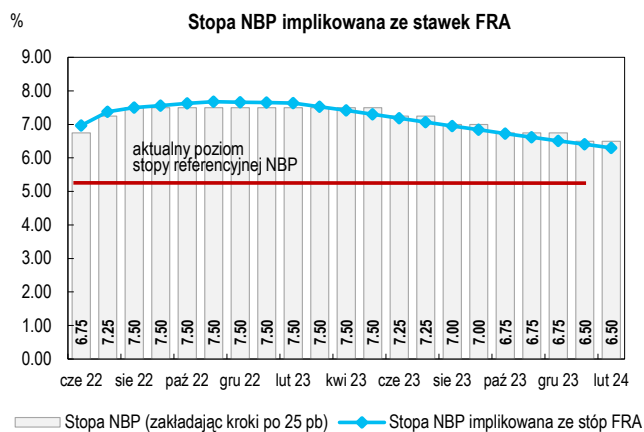


■ Wstępny szacunek inflacji pokazał dalszy wzrost CPI w maju do 13,9% r/r z 12,4% w kwietniu za sprawą zarówno cen energii (3,4% m/m), wzrostu inflacji bazowej (prognozujemy 8,6% r/r) i cen żywności (1,3% m/m).

■ W czerwcu inflacja prawdopodobnie przekroczy 15% r/r, a trwalszy trend spadkowy może rozpocząć się dopiero w I/II kw. 23 r. Firmy mają dość dużą swobodę w przenoszeniu rosnących kosztów na konsumentów, więc inflacja bazowa może pozostać wysoko przez długi czas. Spodziewamy się utrzymania wysokiej dynamiki cen żywności wobec ograniczenia podaży pszenicy z Ukrainy, premii za ryzyko pogodowe, ryzyka suszy w Europie oraz protekcjonizmu żywnościowego wybranych krajów (Indie). Embargo na ropę z Rosji i niewielki wzrost podaży ze strony OPEC mogą opóźniać oczekiwane spadki cen paliw. Prognozy Citi zakładają potencjał do spadku cen żywności i surowców w 2023 r.

Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Wykres 3. Prognozujemy podwyżkę stóp w czerwcu o 75 pb

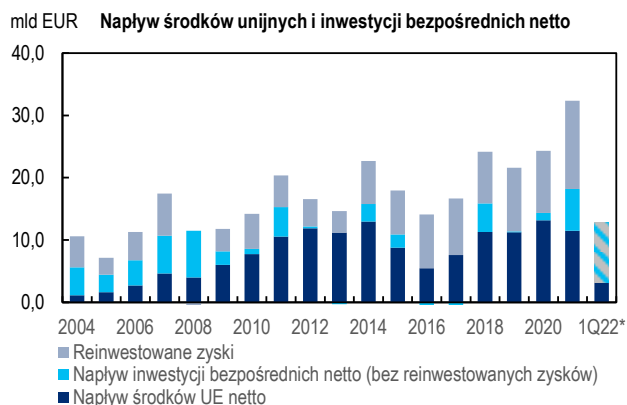


■ Sądzymy, że inflacja jest obecnie najistotniejszym zmartwieniem dla RPP i oczekujemy dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Spodziewamy się podwyżki o 75 pb na posiedzeniu w tym tygodniu i 50 pb w lipcu. Rada może zakończyć cykl podwyżek ze stopą referencyjną na poziomie 6,50%, o ile sygnały spowolnienia gospodarczego zmaterializują się. Jeśli dynamika płac nie spadnie Rada może być zmuszona podwyższać stopy do wyższych poziomów (nawet w okolicach 8%).

■ Większa skala podwyżek dałaby przestrzeń do wcześniejszych obniżek stóp. W przypadku utrzymania stóp na poziomie 6,5%, przy kontynuacji stymulacji fiskalnej (obniżka PIT, wakacje kredytowe, 14 emerytura itp., kredyt mieszkaniowy bez wkładu własnego) w roku wyborczym i napływie środków unijnych, możliwe że RPP będzie musiała utrzymać stopy na podwyższonym poziomie znacznie dłużej.

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy *wykres przedstawia oczekiwania rynkowe

Wykres 4. Napływ środków z KPO będzie stopniowy



■ Komisja Europejska zaaprobowала Krajowy Plan Odbudowy (KPO), co teoretycznie otwiera drogę do ok. 24 mld EUR grantów i 12 mld EUR pożyczek. Wbrew nadziejom niektórych inwestorów i komentatorów, nie spodziewamy się jednak ani szybkiego, ani też istotnego napływu środków w tym roku. Transfery funduszy będą rozłożone w czasie ze względu na konieczność realizacji kolejnych kamieni milowych, co w praktyce może być długotrwałym procesem.

■ Chociaż akceptacja KPO niewiele zmienia w krótkoterminowych perspektywach napływu środków na rynek FX, zmniejsza ona trochę premię za ryzyko i sprzyja mocniejszemu złotemu. Tłumaczy to również ostatnią relatywną siłę PLN wobec euro oraz forinta.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 cze	WTOREK						
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IV	0,0	0,5	-4,7
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	IV	-88,6	-89,0	-105,9
8 cze	ŚRODA						
	PL	Decyzja RPP	%	VI	6,00	6,00	5,25
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	2,6	1,0	-3,9
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	V	10,5	--	9,5
11:00	EUR	PKB	% r/r	Q1	0,3	--	0,3
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	IV	--	2,1	2,1
9 cze	CZWARTEK						
13:45	EUR	Decyzja ECB	%	VI	0,0	0,0	0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	208	200
10 cze	PIĄTEK						
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	V	--	--	14,2
12:00	PL	Przetarg zamiany					
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	V	0,8	0,7	0,3
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	VI	59,2	58,1	58,4

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	666
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	2.962
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.484
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	5,4
Inwestycje (% r/r)*	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	7,9	-1,0
Spożycie ogółem (% r/r)*	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)*	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,0
Eksport (% r/r)*	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,0	2,4
Import (% r/r)*	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,4	3,4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	13,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	12,9
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	10,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	6,80
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	5,55
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,59
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,47
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,68
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,67
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-6,1	-14,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,9	-2,8
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,3	-8,0
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	333,0	331,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	333,3	339,4
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	28,7	27,8
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-29,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,9	-3,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,7	-2,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,3	39,1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. *szacunki z 16.05

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@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.