

CitiWeekly

Od inflacji do recesji

■ W ostatnim tygodniu nastąpił nagły zwrot uwagi uczestników rynku finansowego - nad obawami o wzrost inflacji zaczęły dominować obawy o recesję. Wpływ miał na to szereg wydarzeń poczynając od jastrzębich zapowiedzi szefa Fed. J. Powella o tym, że będzie bezwarunkowo dążył do ograniczenia inflacji, co może oznaczać głębszą recesję, po głębokie spadki wstępnych odczytów indeksów PMI dla strefy euro i USA. W rezultacie doszło do zmniejszenia oczekiwań na podwyżki stóp, spadały ceny ropy, umocniły się bazowe rynki długu, ale także rynki akcji.

■ Krajowe dane szły w parze z obawami na rynkach zagranicznych. Produkcja przemysłowa co prawda przyspieszyła do 15% r/r, ale przy wyraźnym wyhamowaniu po dostosowaniu o czynniki sezonowe (-1,7% m/m sa). Sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,6% m/m po odsezonowaniu, ale wyhamowała do 8,2% r/r przy spadku w ujęciu rocznym w połowie kategorii, gdzie żywność była główną kategorią wzrostową (10,2% r/r) podtrzymywaną przez uchodźców. Sprzedaż samochodów czy paliwa prawdopodobnie już nie tylko jest pod wpływem ograniczonej podaży, ale też rosnących cen i stóp procentowych oraz najsłabszych w historii nastrojów konsumentów. Potwierdzeniem negatywnego wpływu inflacji na konsumpcję były dane o płacach, których dynamika nieoczekiwanie spadła do 13,5%, powodując pierwszy od 2012 r. spadek płac realnych. Oznaką osłabienia popytu na pracę mógł być spadek zatrudnienia w maju i wyhamowanie rocznego wzrostu do 2,4% r/r. Jedyną pozytywną niespodzianką były dane o produkcji budowlanej.

■ Spodziewamy się recesji w II połowie roku, co może mieć wpływ na stopniowe ograniczanie presji inflacyjnej. Negatywnie na produkcję będzie wpływało zarówno osłabienie popytu krajowego jak i zamówień eksportowych, na słabszą produkcję budowlaną wskazuje spadek nowych inwestycji budowlanych, a konsumpcja będzie pod negatywnym wpływem inflacji i podwyżek stóp, choć obniżka PIT i wakacje kredytowe pomogą ją nieco wygładzić.

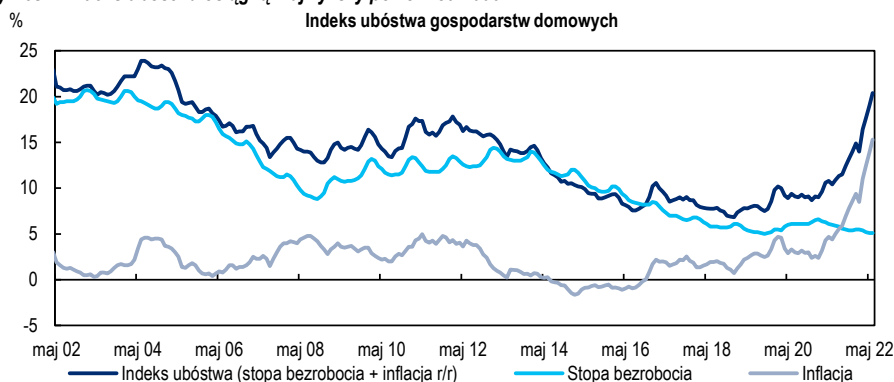
■ Jednak temat wysokiej inflacji może powrócić na rynki już w najbliższym czasie. Wzrost PKB w tym roku może wciąż wynieść ponad 5%, a dynamika płac jest wciąż dwucyfrowa. Dane o inflacji w strefie euro publikowane w tym tygodniu mogą ponownie zaskoczyć w górę, co szczególnie ciekawe w obliczu strajków płacowych w Europie. Żądania płacowe w Polsce też mogą utrzymywać się w Polsce przez jakiś czas wobec podwyższonej inflacji i realizowanych w ostatnich kwartałach rekordowych zysków firm. Najnowsze dane o inflacji poznamy w tym tygodniu i oczekujemy wzrostu CPI powyżej 15% r/r, a w centrum uwagi będzie też indeks PMI.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,73	4,68	5,56	1,03	6,50	1,60	3,45
III KW 23	4,61	4,35	5,36	1,07	6,50	1,50	3,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 15.06. Pozostałe prognozy z 23.06.2022 r.

Wykres 1. Indeks ubóstwa osiągnął najwyższy poziom od 2005 r.



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Spis treści

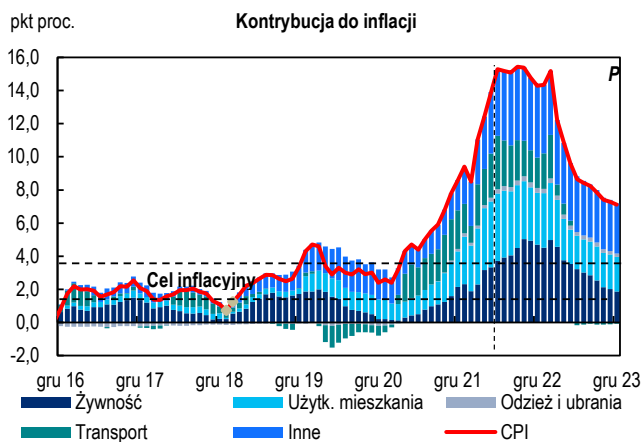
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 4
- 5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Oczekiwany wzrost inflacji powyżej 15% r/r, szczyt coraz bliżej



■ Spodziewamy się wzrostu inflacji w czerwcu do 15,3% r/r z 13,9% w maju. Zakładamy przy tym mocny wzrost cen paliw o ok. 9,5% m/m, wysoki relatywnie do długoterminowego trendu, ale zgodny z tegorocznym trendem wzrost cen żywności oraz dalszy wzrost inflacji netto do ok. 9,2% z 8,5%.

■ Zakładamy, że inflacja utrzyma się w przedziale 15-16% do września i zacznie stopniowo się obniżać w kolejnych miesiącach z ryzykiem w dół dla naszej prognozy. W przypadku efektywnego limitu ceny węgla i szybszego spadku cen paliw wobec spadków cen ropy inflacja mogłaby zacząć się obniżać począwszy od lipca. To dałoby przestrzeń Radzie do zakończenia cyklu podwyżek po lipcowym ruchu. W przypadku utrzymania wysokiej dynamiki płac i presji na złotego wobec podwyżek stóp przez główne banki centralne Rada mogaby być zmuszona kontynuować podwyżki także po wakacjach. Głębsza recesja i spadek inflacji otwierałyby przestrzeń do szybszych obniżek stóp.

Źródło: prognozy Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 3. Ograniczenie akcji kredytowej gospodarstw domowych

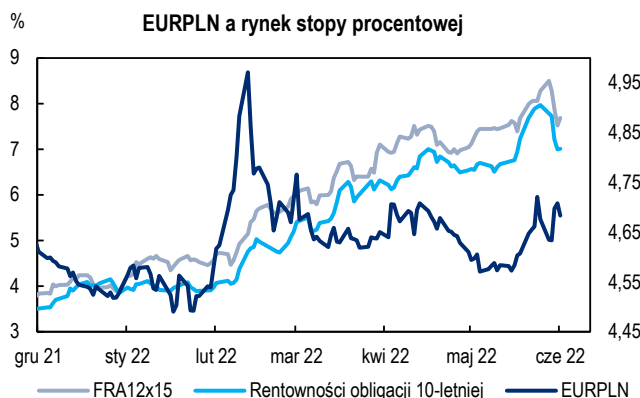


■ Dane NBP za maj pokazały dalsze osłabienie akcji kredytowej gospodarstw domowych. Złotowe kredyty konsumpcyjne wyhamowały do 0,6% r/r, z kolei kredyty hipoteczne wyhamowały do 8,7% z 10% r/r. W ujęciu miesięcznym mieszkaniowe zadłużenie gospodarstw domowych obniżyło się o 0,2% m/m i był to pierwszy dwumiesięczny okres spadku zadłużenia hipotecznego od czasu rozpoczęcia wielkiego kryzysu finansowego. To oznacza mocne hamowanie rynku mieszkaniowego, a także negatywny wpływ na konsumpcję.

■ Kredyty inwestycyjne firm nieznacznie spowolniły do 7,2% r/r z 8,3%, a kredyty obrotowe przyspieszyły do 25,5% z 24% r/r, jednak może to być powiązane z wysokim poziomem inflacji i niską bazą. Zadłużenie sektora prywatnego obniżyło się w stosunku do kwietnia, a kontynuacja tego trendu może ograniczać aktywność gospodarczą.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 4. Złoty pod wpływem obaw o recesję i mniejszych oczekiwań na podwyżki stóp



■ Krajowe dane i zmiana nastrojów na świecie przyczyniły się do dużej zmienności na rynku stopy i na złotym, choć wciąż jest ona niższa niż w przypadku forinta.

■ Perspektywy fundamentalne złotego stopniowo się pogarszają wraz ze wzrostem deficytu obrotów bieżących i deficytu fiskalnego, osłabieniem wzrostu PKB jak również perspektywą utrzymania znacznie wyższej inflacji niż w strefie euro. Głównym wsparciem dla złotego pozostaje dysparytet stóp procentowych wobec innych walut, który wobec obaw o spowolnienie i wcześniejsze zakończenie cyklu podwyżek stóp w Polsce przy dalszych podwyżkach przez EBC czy Fed mógłby się zmniejszyć.

■ Sądzymy, że w najbliższych miesiącach złoty może być pod presją szczególnie przy gołym wydzwieku RPP po lipcowym posiedzeniu.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 cze	PONIEDZIAŁEK						
	EUR	Forum bankowości centralnej EBC w Sinterze					
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	V	-0,4	0,1	0,5
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	V	--	-4,0	-3,9
19:30	EUR	Wystąpienie C. Lagarde					
28 cze	WTOREK						
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VI	103,9	100,6	106,4
29 cze	ŚRODA						
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	VI	102,5	103,0	105
14:30	USA	Finalny PKB	% r/r	Q1	--	-1,5	-1,5
15:30	EUR	Wystąpienie J. Powella, C. Lagarde					
30 cze	CZWARTEK						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	230	229
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	V	0,5	0,5	0,7
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	V	0,6	0,7	0,2
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	V	0,3	0,5	0,4
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	VI	--	58,1	60,3
1 lip	PIĄTEK						
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	--	51,5
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	--	48,5
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	--	52,3
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	52,0	52,0
10:00	PL	Wstępny odczyt CPI	% r/r	VI	15,3	--	13,9
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	VI	52,0	52,0	54,6
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	VI	8,5	8,3	8,1
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	--	52,4
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VI	55,0	55,0	56,1

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	3,3
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	4,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,7
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	13,9
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	13,2
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	6,60
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

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 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.