

## CitiWeekly

### Covidowe oszczędności na wyczerpaniu

■ Pomimo pogorszenia nastrojów konsumentów oraz wyraźnego hamowania płac realnych cała pierwsza połowa 2022 r. minęła pod znakiem zaskakująco silnej konsumpcji. Dopiero trzeci kwartał przyniósł znaczny spadek spożycia (o 0,7% kw/kw), który wówczas okazał się niespodzianką dla analityków. W styczniu GUS opublikował dane o oszczędnościach i dochodach gospodarstw domowych, które pozwalają lepiej zrozumieć zmiany zachodzące w trakcie 2022 r. Zgodnie z nimi stopa oszczędności gospodarstw domowych wzrosła z -0,8% w II kwartale do około +5% w III kwartale (dane odsezonowane), a więc do poziomów bliskich długoterminowej średniej. Oznacza to, że o ile w pierwszej połowie roku konsumpcja była podtrzymywana na wysokim poziomie poprzez redukcję oszczędności, o tyle w drugiej połowie roku ten proces został już zatrzymany.

■ Wzrost stopy oszczędności w III kwartale można próbować tłumaczyć na kilka sposobów. Najpopularniejsza wydaje się teza o tym, że jest on efektem podwyżek stóp procentowych, które miały skłonić gospodarstwa domowe do większych oszczędności. Jest to możliwe wyjaśnienie, ale naszym zdaniem nie do końca przekonujące. Po pierwsze, pomimo podwyżek stopy nominalne były i wciąż są znacznie niższe od inflacji. Ujemna realna stopa procentowa na poziomie -10% z trudem może przekonać do odkładania konsumpcji na przyszłość.

■ Co jednak ważniejsze, dane o stopie oszczędności wskazują, że hamowanie konsumpcji może mieć też inne podstawy. W trakcie pandemii lockdown i ograniczenia w podróżach międzynarodowych przyczyniły się do „nadmiarowego” wzrostu stopy oszczędności i aktywów finansowych gospodarstw domowych. Jak pokazuje wykres 1, mniej więcej od I połowy 2021 roku gospodarstwa domowe stopniowo ograniczały nadmiarowe „oszczędności”, wykorzystując je do wygładzania konsumpcji w obliczu szybko rosnących cen. W końcu do trzeciego kwartału ubiegłego roku nadmiarowe oszczędności praktycznie się wyczerpały, zmniejszając możliwość dalszego wygładzania konsumpcji w czasie.

■ Jeżeli mamy rację, w kolejnych kwartałach dynamika konsumpcji może być w większym niż dotychczas stopniu kształtowana przez zmiany dochodów gospodarstw domowych. Zwiększyłoby to ryzyko spadku konsumpcji w ujęciu rok-do-roku w I kwartale 2023 r. Do odbicia konsumpcji zapewne doszłoby dopiero, gdy spadek inflacji zapewni poprawę dynamiki płac realnych.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

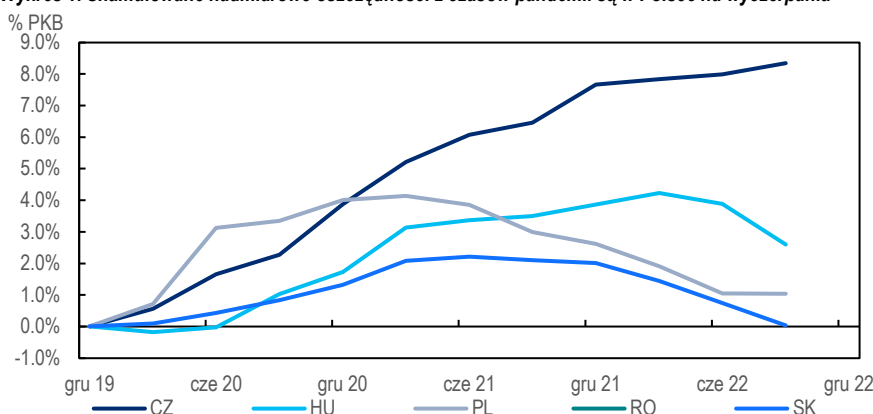
**Maciej Bącal**

**Tabela 1. Prognozy rynkowe**

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP
I KW 23	4,72	4,45	5,24	1,06	6,75
I KW 24	4,67	4,06	5,19	1,15	6,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 11.01.2023 r.

**Wykres 1. Skumulowane nadmiarowe oszczędności z czasów pandemii są w Polsce na wyczerpaniu**

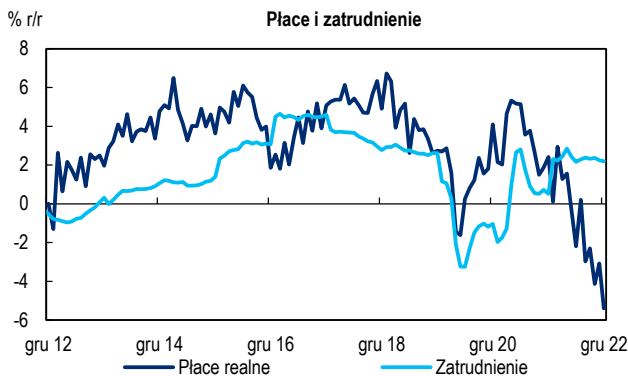


Źródło: Szacunki Citi Research, dane Eurostat, GUS. Uwaga: Nadmiarowe oszczędności – przekraczające średnie poziomy stop oszczędności z lat 2015-2019

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

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Zaskakujące spowolnienie dynamiki płac

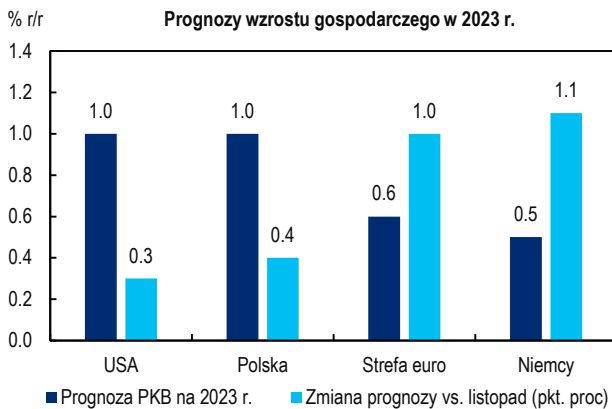


■ Płace w sektorze przedsiębiorstw wyhamowały w grudniu do 10,3% r/r wobec 13,9% r/r w listopadzie, a więc znacznie mocniej od naszej prognozy i oczekiwań rynkowych (odpowiednio 13,2% i 12,4% r/r). W konsekwencji, w ujęciu realnym płace już kolejny miesiąc z rządu spadały, tym razem o 5,4% r/r. Dynamika zatrudnienia nieznacznie spowolniła do 2,2% r/r wobec 2,3% r/r miesiąc wcześniej.

■ Dane GUS sugerują, że źródłem niespodziewanie niskiej dynamiki wynagrodzeń w grudniu był słabszy wzrost płac w górnictwie, co najprawdopodobniej było związane z wypłatą premii jeszcze w listopadzie. Hamowanie dynamiki płac widoczne jest też coraz bardziej w przetwórstwie przemysłowym oraz handlu.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP

Wykres 3. Coraz większe szanse na miękkie lądowanie globalnej gospodarki



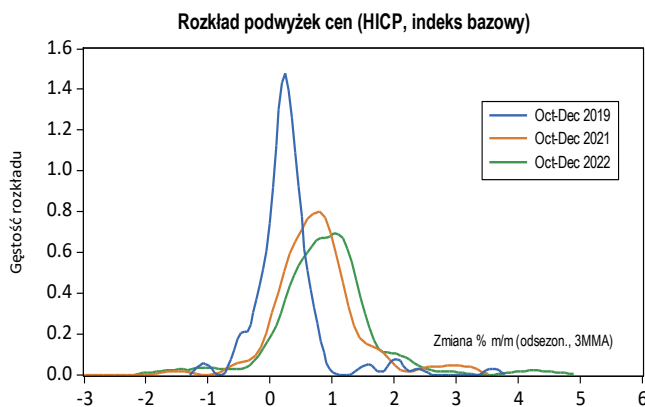
■ Wydarzenia ostatnich tygodni - odejścia Chin od strategii „Zero Covid”, ciepła pogoda w Europie oraz odporność amerykańskiej gospodarki na podwyżki stóp procentowych - sprawiły, że śmieiej formułowane są hipotezy miękkiego lądowania światowej gospodarki.

■ Ekonomści Citi zrewidowali swoją prognozę wzrostu gospodarczego dla globalnej gospodarki o 0,2 pp. w górę do poziomu 2,1% r/r w porównaniu z listopadem. Największa skala rewizji dotknęła niemiecką gospodarkę, której ze względu na ostatnie spadki cen gazu i ułatwienie eksportu do Chin, z dużym prawdopodobieństwem uda się uniknąć recesji. Scenariuszowi poprawy globalnej koniunktury w 2023 r. ma również sprzyjać stabilizacja cen ropy naftowej oraz żywności.

■ W związku z poprawą sentymentu w strefie euro i korzystnymi prognozami cen surowców **podnieśliśmy prognozę wzrostu PKB w Polsce do 1% z 0,6% w 2023 r.**

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 4. Podwyżki cen „rozlały” się po wielu kategoriach CPI



■ Najnowsze dane o HICP, które są publikowane w bardzo szczegółowym rozbiciu, pozwalają spojrzeć z trochę innej perspektywy na procesy inflacyjne w polskiej gospodarce. Według naszych szacunków wzrosty cen (po oczyszczeniu z sezonowości) są w ostatnich miesiącach nie tylko wyższe, lecz również zdecydowanie bardziej powszechne niż w poprzednich latach. Na wykresie obok uwidacznia się to w znacznym rozszerzeniu rozkładu podwyżek i jego przesunięciu w prawo.

■ Biorąc to pod uwagę, naszym zdaniem w najbliższym czasie kluczowe będą dane za styczeń (publikowane w lutym). Już na początku 2022 roku, a więc przed wybuchem wojny, podwyżki cen były znacznie szerszej „rozlane” po kategoriach koszyka inflacyjnego. Można przypuszczać, że tym razem problem będzie jeszcze bardziej widoczny, co stanowi potencjalne ryzyko dla prognoz inflacji na cały 2023 r.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>23 sty</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	2,1	1,4	1,6
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	2,3	1,7	4,6
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	XII	2,6	2,8	4
<b>24 sty</b> <b>WTOREK</b>							
9:30	DE	PMI dla przemysłu	pkt	I	47,8	47,8	47,1
9:30	DE	PMI dla usług	pkt	I	50,5	49,6	49,2
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	I	48,4	48,5	47,8
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	I	50,2	50,2	49,8
14:00	HU	Decyzja MNB	%	I	13	13	13
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Podaż pieniądza</b>	<b>% r/r</b>	<b>I</b>	<b>--</b>	<b>6</b>	<b>5,6</b>
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	I	46	46,5	46,2
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	I	45,6	46	44,7
<b>25 sty</b> <b>ŚRODA</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	% r/r	XII	5,2	5,2	5,1
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	I	91	90,2	88,6
<b>26 sty</b> <b>CZWARTEK</b>							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	210	205	190
14:30	USA	PKB	% kw/kw ann	Q4	2,5	2,6	3,2
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% r/r	XII	4,4	2,9	-2,1
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	XII	623	614	640
<b>27 sty</b> <b>PIĄTEK</b>							
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	XII	0,3	0,2	0,4
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	XII	-0,1	-0,1	0,1
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	XII	0,1	0	0,1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	pkt	I	--	64,6	59,7

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	528	588	597	598	680	658	765	862
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.989	2.122	2.293	2.327	2.622	3.046	3.379	3.666
PKB per capita (USD)	13.734	15.313	15.560	15.615	17.846	17.261	20.102	22.693
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	5,9	6,5
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,9	5,4	4,7	-2,0	6,8	4,9	1,0	3,6
Inwestycje (% r/r)	4,0	9,4	6,1	-2,3	2,1	3,0	-0,1	6,4
Spożycie ogółem (% r/r)	4,1	4,3	4,5	-1,5	5,9	2,7	0,2	2,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,5	4,3	4,0	-3,6	6,3	3,5	-0,6	2,2
Eksport (% r/r)	9,5	6,9	5,2	-1,1	12,5	4,8	4,6	5,5
Import (% r/r)	9,8	7,4	3,0	-2,4	16,1	6,0	1,4	5,6
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,4	5,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,6	6,0
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,0	11,7	8,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8	1,5	4,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letnich	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,86	6,50	6,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,40	4,05	4,09
USD/PLN (Średnia)	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,46	4,25	4,07
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,66	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,68	4,68
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	0,8	-7,7	2,8	17,5	-9,8	-30,9	-29,4	-29,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,3	0,5	2,9	-1,4	-4,0	-3,8	-3,4
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	1,7	14,2	-9,0	-31,8	-30,3	-30,9
Eksport	228,2	254,0	261,4	268,9	311,7	332,0	375,4	408,4
Import	226,6	260,1	259,7	254,7	320,7	363,8	405,7	439,3
Saldo usług	20,3	25,9	26,8	26,0	31,7	33,2	38,3	43,1
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-32,0	-31,5	-35,1	-38,1
Rezerwy międzynarodowe	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	132,8	135,8	145,8
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,0	-5,4	-4,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-1,6	-3,5	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,4	46,4	43,2	47,8	43,8	40,8	40,8	40,5

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Maciej Bącal**

Stażysta

[maciej.bacal@citi.com](mailto:maciej.bacal@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto: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 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 twórcą 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.