

## CitiWeekly

### Kosztowne subsydia energetyczne

- Według zaprezentowanych w piątek założeń projektu ustawy rząd zaproponuje ciepłowniom dopłaty z budżetu w zamian za ograniczenie podwyżek taryf dla gospodarstw domowych do 40%. Jednocześnie minister klimatu zapowiedziała dopłaty dla gospodarstw domowych używających do ogrzewania: pelletu, drewna, oleju opałowego lub LPG.
- Rządowe programy ograniczające wzrost kosztów dla gospodarstw domowych mogą generować wysokie obciążenia fiskalne. Koszt rozwiązań w przedstawionej ustawie to ok. 9 mld zł, z czego ok. 7 mld zł to szacowany koszt rekompensat dla ciepłowni, a 2 mld zł to dopłaty do paliw. Ewentualne rozszerzenie ograniczeń cenowych na gaz i prąd oznaczałoby dodatkowe koszty. Według prasowych doniesień (DGP, 1.08) ograniczenia cen gazu i prądu mogłyby kosztować odpowiednio dodatkowe 23 mld zł i 13 mld zł, co wraz z przyjętymi już dopłatami do zakupu węgla (ok. 11 mld zł) oznaczałoby koszt ok. 1,5% PKB. Gdyby proponowane rozwiązania objęły także małe i średnie firmy to koszt wzrósłby do 2,7% PKB, a uwzględniając wspomniane wyżej ograniczenia cen ciepła i dopłaty do paliw łączny koszt dla budżetu wyniósłby ok. 3% PKB.
- Nie jest do końca jasne, które rozwiązania zostaną finalnie przyjęte przez parlament. Jednak łączne obciążenia budżetowe wynikające z wysokich cen energii mogą być bardzo wysokie, wliczając w to także 1,5% PKB obniżek podatków pośrednich na energię na początku roku. Rząd stara się wykorzystać przestrzeń fiskalną stworzoną przez dynamiczny wzrost PKB i wysoką inflację. Sądzymy, że podobne pomysły i działania mogą się pojawiać w najbliższych kwartałach do czasu wyborów parlamentarnych na jesieni 2023 r.
- Sądzymy, że najprawdopodobniej deficyt sektora rządowego i samorządowego pozostanie poniżej 4% PKB w tym roku, ale programy mające na celu ograniczenie wysokich cen energii dla konsumentów, a także spowolnienie gospodarcze mogą podwyższyć przyszłoroczny deficyt do ok. 6% PKB. Rządowe prognozy póki co zakładają deficyt poniżej 4%.
- Kształt przyjętych rozwiązań może mieć istotny wpływ na ścieżkę inflacji. Obecnie zakładamy, że podwyżki cen energii przełożą się na wzrost inflacji do 17-18% w I kw. 2023 r. Ograniczająco na inflację może działać utrzymanie spadkowego trendu cen ropy czy stali, choć ceny gazu, węgla i prądu wciąż biją rekordy.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

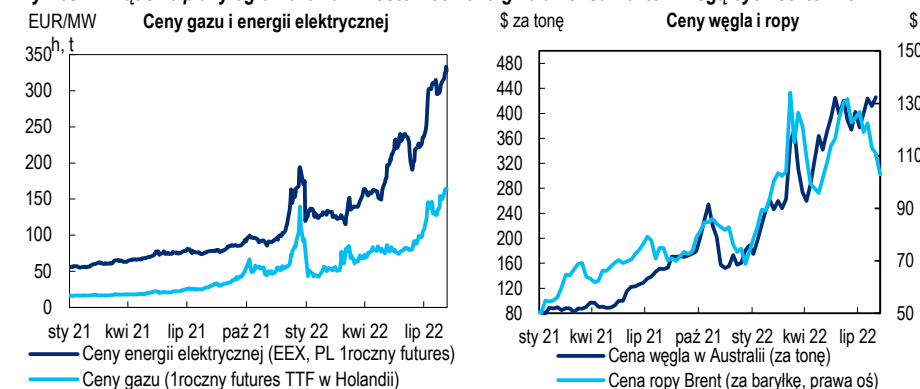
cezary.chrapek@citi.com

**Tabela 1. Prognozy rynkowe.**

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,88	4,93	5,74	0,99	7,00	1,30	3,45
III KW 23	4,75	4,44	5,46	1,07	7,50	1,50	3,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 13.07. Pozostałe prognozy z 22.07.2022 r.

**Wykres 1. Rządowe plany ograniczenia wzrostów cen energii dla konsumentów mogą być kosztowne**



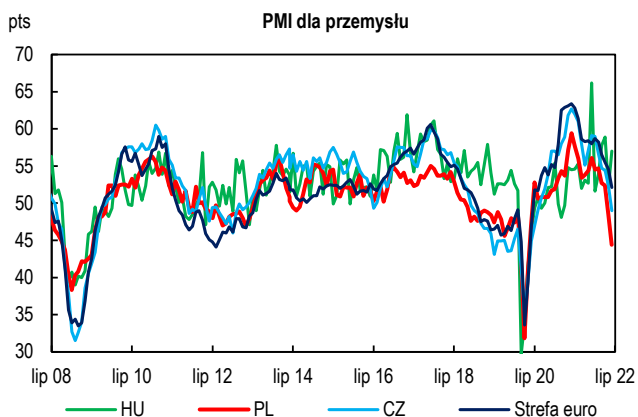
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

#### Spis treści

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

## Tydzień w wykresach

**Wykres 2. PMI wciąż mocno w dół**

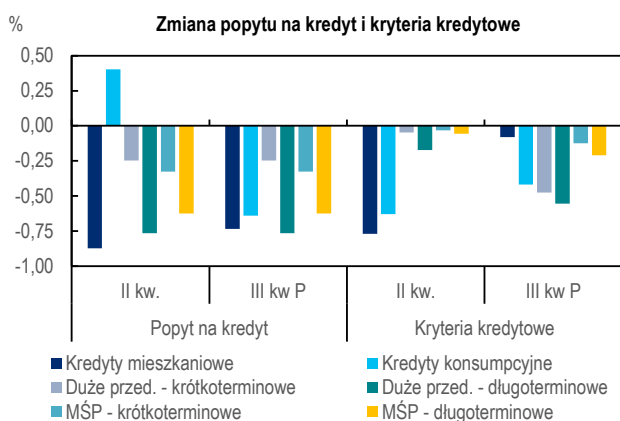


■ Indeks PMI spadł w lipcu bardziej niż oczekiwano i wyniósł 42,1 pkt (wobec 44,4 w czerwcu), tym samym osiągając najniższy poziom od maja 2020 r. Za spadek odpowiadały przede wszystkim niższe indeksy produkcji i nowych zamówień. Według wyników ankiety PMI negatywnie na popyt działała m.in., wysoka inflacja i niepewność geopolityczna, a firmy w coraz większym stopniu obawiały się recesji. Zmniejszyły się również zaległości produkcyjne i spadało zatrudnienie i zapasy. Mimo to ceny wyrobów gotowych wciąż rosły w rekordowym tempie.

■ Choć aktywność gospodarcza w ostatnich miesiącach była najsłabsza w Czechach, to jej pogorszenie najszybciej zachodzi w Polsce.

Źródło: NBP, Citi Handlowy, Dane budżetowe skumulowane od początku roku

**Wykres 3. Słabsza aktywność kredytowa**

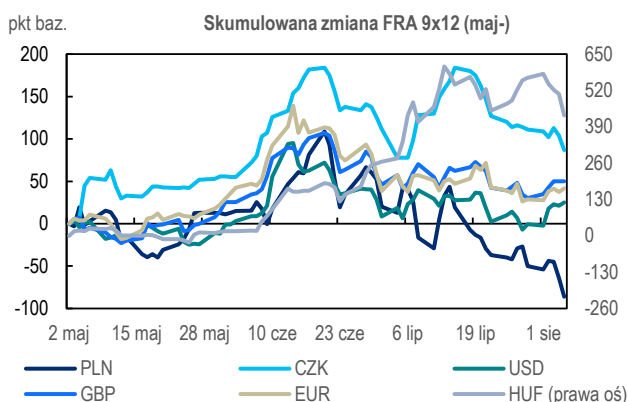


■ Z ankiety NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym wynika, że w II kwartale banki zaostryżyły kryteria udzielania kredytów w rezultacie zacieśniania polityki pieniężnej i wzrostu ryzyka w większości branż. Nie zmieniły się istotnie warunki kredytowania, choć marże były obniżane w przypadku kredytów mieszkaniowych, przy znacznym spadku popytu. Spadł również popyt na kredyty długoterminowe przedsiębiorstw ze względu na ograniczenie planów inwestycyjnych. Popyt wzrósł w przypadku kredytów konsumpcyjnych. Według ankiety NBP banki oczekują dalszego spadku aktywności kredytowej, spadku popytu i zaostrzenia polityki kredytowej.

■ Naszym zdaniem sytuacja na rynku kredytowym będzie przekładać się negatywnie na dynamikę inwestycji, w tym m.in. także na osłabienie wolumenu transakcji na rynku mieszkaniowym.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

**Wykres 4. Bank Anglii podwyższa stopy i łagodzi przekaz, czeski bank kończy cykl, co zrobi Fed?**



■ Bank Anglii podwyższył stopy o 50 pb do 1,75%, tj. w największej skali od 27 lat. Jednocześnie złagodził retorykę prognozując spadek inflacji i recesję. Mimo to zakładamy jeszcze dwie podwyżki stóp po 25 pb i obniżki w 2023 r.

■ Czeski bank centralny zaskoczył pozostawiając stopy bez zmian na 7% i sygnalizując mocne obniżki stóp w kolejnych latach. Decyzja ta stwarza ryzyko w dół dla naszej prognozy stóp procentowych na 2023 r. (3,5-4,5%) w zależności od kursu korony i dynamiki plac.

■ Wzrost obaw o recesję doprowadził w ostatnich tygodniach do spadku oczekiwań rynkowych co do podwyżek stóp procentowych przez Fed, spadku rentowności i wyplaszczenia krzywej. Mocne dane ISM i zatrudnieniu oraz jastrzębie komentarze Fed wspierają prognozę Citi dalszych podwyżek stóp w Stanach Zjednoczonych docelowo do 4-4,5% w celu opanowania inflacji.

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>08 sie</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
09:00	EUR	Indeks nastrojów Sentix	pkt	VIII	--	--	-26,4
<b>09 sie</b> <b>WTOREK</b>							
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	VII	13,0	--	11,7
<b>10 sie</b> <b>ŚRODA</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	% r/r	VII	8,5	--	8,2
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VII	17,9	--	17,2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VII	0,2	0,2	1,3
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VI	--	1,9	1,9
<b>11 sie</b> <b>CZWARTEK</b>							
	PL	<b>Przetarg obligacji</b>					
14:30	USA	PPI	%	tyg.	0,3	0,3	0,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	265	265	260
<b>12 sie</b> <b>PIĄTEK</b>							
8:00	UK	PKB	% kw/kw	II kw.	-0,2	-0,1	0,8
10:00	PL	<b>Inflacja</b>	% r/r	VII	15,5	15,5	15,5
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	0,2	--	0,8
14:00	PL	<b>Rachunek bieżący</b>	mld EUR	VI	<b>-2544</b>	<b>-2368</b>	<b>-1909</b>
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	VIII	50,9	52,0	51,5

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
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	674
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.090
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.680
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	6,3	5,4	5,8
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,2	5,9	5,4
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-4,9	3,8	-0,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,0	5,3	2,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	2,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,0	11,8	-1,2
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,1	15,9	3,4
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	14,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	13,5
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,8	12,9
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,69
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,75
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,75
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,55
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,85
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,74
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-29,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,4
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-21,3
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	332,8
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	354,1
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	29,3
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,3
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,9	-3,6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,8	-2,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,3	37,4

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)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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 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 hipotezyczne 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.