

CitiWeekly

Inflacja i sytuacja fiskalna pod wpływem limitów cen energii

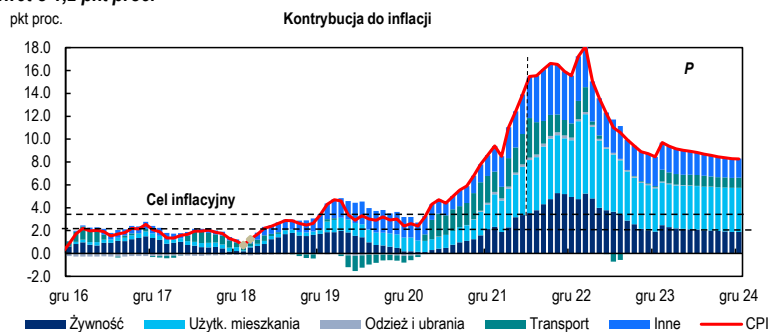
- Choć tym razem obyło się bez rewizji wstępnego szacunku inflacji w górę, jest to małe pocieszenie biorąc pod uwagę jej wysoki poziom (16,1% r/r z 15,6% w lipcu). Od pewnego czasu wzrost inflacji jest napędzany w znacznym stopniu przez wzrost cen towarów, które przyspieszyły w sierpniu do 17,5% r/r z 16,9% r/r, przy jedynie niewielkim przyroście inflacji usług do 11,8% r/r z 11,7%. W ubiegłym miesiącu z wzrostu inflacji odpowiadał przede wszystkim wysoki wzrost cen żywności i energii, ale także inflacji bazowej.
- Szok na rynku energii, przy rozgrzaniu wcześniej rynku pracy i bardzo szybkim odbiciu popytu krajowego po pandemii, doprowadził do efektów drugiej rundy i stopniowego rozlewania się rosnących cen i kosztów przedsiębiorstw na większość kategorii koszyka inflacyjnego. Wakacyjna panika na rynku cukru (wzrost cen o +41% m/m), niedobory węgla (wzrost cen o 12,1% m/m w sierpniu) i prasowe doniesienia, że 40% gospodarstw domowych wciąż nie kupiło węgla na zimę mogą prowadzić do dalszych wzrostów cen w kolejnych miesiącach.
- Nasz bazowy scenariusz przewiduje obecnie wzrost inflacji do ok. 18-20% na początku 2023 r. za sprawą podwyżek cen energii. W kolejnych kwartałach 2023 r. inflacja będzie prawdopodobnie stopniowo spadać do około 7% na koniec przyszłego roku. Naszym zdaniem również inflacja bazowa zacznie się obniżać po osiągnięciu ok. 10-11% r/r w styczniu.
- Przyszła ścieżka inflacji będzie zależać od podwyżek cen energii. Według planów rządowych od stycznia 2023 r. ceny prądu miałyby być zamrożone na poziomie z 2022 r., jeśli zużycie nie przekroczy 2 tys. kWh. Przy przekroczeniu tego granicznego poziomu obowiązywałyby wyższe stawki zatwierdzone przez URE. W przypadku obniżenia średniego zużycia poniżej limitu przewidzianego przez rząd szacowana przez nas ścieżka inflacji obniżyłaby się nawet o ok. 1,2 pkt proc. Rząd przewidział także rekompensaty dla ciepłowni, które ograniczą podwyżki cen ciepła do 40%. Ograniczenie podwyżek cen energii oznacza też, że więcej środków zostanie w portfelach gospodarstw domowych, co może opóźnić spadek inflacji bazowej.
- Ograniczanie wzrostu cen energii będzie generować koszty fiskalne. Według szacunków rządowych ograniczenie cen energii elektrycznej będzie kosztować ok. 30 mld zł, a ograniczenie cen ciepła poprzez system rekompensat ok. 9 mld zł. Im większa skala ograniczenia inflacji tym wyższy deficyt fiskalny, co przy obecnych cenach energii sprawi, że makroekonomicznie Polska będzie „wrażliwa” na zmienność cen na rynkach energii.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 22	4,72	4,72	5,36	1,00	7,00	1,30	3,45
IV KW 23	4,65	4,35	5,34	1,07	6,00	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 16.09. Pozostałe prognozy z 22.07.2022 r.

Wykres 1. Oczekujemy szczytu CPI na poziomie 18-20%. Zamrożenie cen energii elektrycznej może obniżyć inflację nawet o 1,2 pkt proc.



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

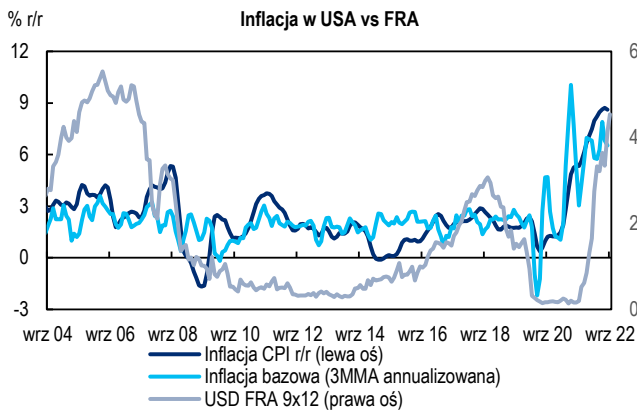
Maciej Bącał

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

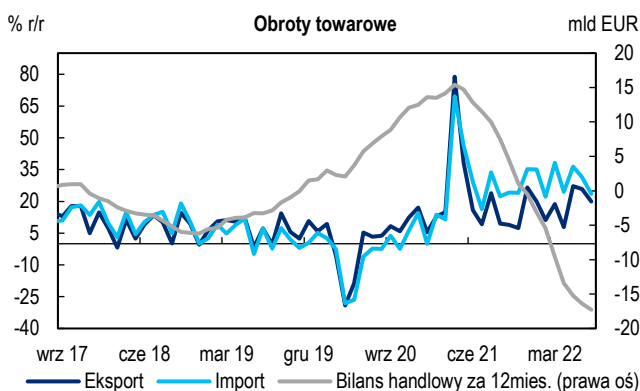
Wykres 2. Fed ma argumenty za wysoką podwyżką stóp



- Inflacja CPI w USA obniżyła się w sierpniu do 8,3% r/r z 8,5% r/r w lipcu, jednakże skala hamowania wzrostu cen okazała się znacznie mniejsza od oczekiwań rynkowych (8,1%). Szczególnym zaskoczeniem okazały się dane o inflacji bazowej, która wzrosła aż o 0,4 pp do 6,3% r/r, potwierdzając tym samym obawy o utrzymującą się presję popytową w gospodarce.
- Naszym zdaniem sierpniowe dane o inflacji w USA w połączeniu z bardzo dobrą koniunkturą na rynku pracy będą podtrzymywać jastrzębie stanowisko Fed wobec zaostrzania polityki pieniężnej. Spodziewamy się podwyżki stóp procentowych na najbliższym, wrześniowym posiedzeniu Fed o 75 pb i oczekujemy wzrostu stopy Fed docelowo do 4,5% z ryzykiem w górę.

Źródło: LBS, Reuters, Citi Handlowy

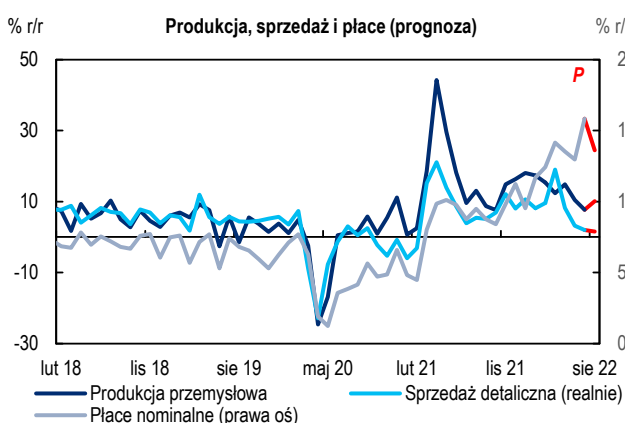
Wykres 3. Deficyt obrotów bieżących znów się powiększył



- Deficyt obrotów bieżących wzrósł w lipcu do 1,74 mld € z 1,47 mld € w czerwcu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami oraz konsensusem rynkowym (odpowiednio 1,78 mld € i 1,85 mld €). Według raportu NBP największy wpływ na pogłębienie się deficytu handlowego miały ceny ropy naftowej. Co istotne, do wartości eksportu przyczyniła się zwiększona sprzedaż zagraniczna w sektorze motoryzacyjnym. Niższe napływy środków z UE zostały z kolei zrekompensowane mniejszymi odpływami z salda dochodów pierwotnych.
- Zakładamy, że skumulowany deficyt obrotów bieżących za sprawą wysokich cen surowców oraz energii osiągnie w tym roku poziom 4,5% PKB. Jednak wraz z osłabiającym się popytem krajowym oczekujemy spadku deficytu do 2,5%-3,5% PKB w ciągu dwóch najbliższych lat.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 4. Nowe dane za wrzesień



- Oczekujemy niewielkiego przyspieszenia produkcji przemysłowej do 10,1% r/r głównie za sprawą większej liczby dni roboczych. Widzimy ryzyko po stronie niższego wyniku ze względu na niski PMI, choć dane o zamówieniach w przemyśle wciąż są dobre.
- Płace najprawdopodobniej spowolniły za sprawą eliminacji efektu premii w górnictwie, leśnictwie i energetyce, choć ze względu na wysoki popyt na węgiel i aktywność kopalń płace w górnictwie prawdopodobnie pozostaną stosunkowo wysokie. Z kolei w przetwórstwie, budownictwie i handlu powinny stopniowo spowalniać.
- Szacujemy, że sprzedaż detaliczna ponownie wyhamowała pod presją wysokiej inflacji, wolniejszego wzrostu płac, rosnących stóp procentowych oraz przekierowania popytu z towarów na usługi przy stopniowym spadku liczby uchodźców.

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
20 Sep WTOREK							
10:00	PL	PPI	% r/r	VIII	--	24,8	24,9
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	10,1	9,7	7,6
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VIII	2,5	2,4	2,3
10:00	PL	Płace	% r/r	VIII	13,6	13,9	15,8
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	VIII	1460	1450	1446
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	VIII	1630	1609	1674
21 Sep ŚRODA							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	1,5	3,0	2,0
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	VIII	3,6	4,3	4,2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VIII	4,65	4,7	4,81
20:00	USA	Stopa Fed Funds	%	%	3,25	3,25	2,50
22 Sep CZWARTEK							
	JP	Decyzja Banku Japonii	%	%	--	--	--
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	205	217	213
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	-24,0	-25,0	-24,9
23 Sep PIĄTEK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IX	4,9	4,9	4,9
10:00	EUR	PMI dla usług - wstępny	pkt	IX	48,5	49,0	49,8
10:00	EUR	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IX	48,0	49,0	49,6
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	51,3	51,5
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	IX	--	45,5	43,7

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	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
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,2	5,9	3,7
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
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	15,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,0
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	7,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,19
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,72
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,48
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,72
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,68
Bilans płatniczy (mld USD)								
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
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,9	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,8	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,5	43,8	41,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

*Dane w trakcie rewizji

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 tożsamych 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.