

## CitiWeekly

### Nie takie straszne podwyżki jak je malują

■ Skala przyszłorocznych podwyżek cen prądu powoli się klaruje. W ubiegłym tygodniu rząd zaprezentował plan wprowadzenia limitu cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych (693 zł/MWh), a także dla małych i średnich firm, odbiorców wrażliwych oraz samorządów (785 zł/MWh). W przypadku gospodarstw domowych oznacza to podwyżkę cen o około 70% w porównaniu z bieżącym rokiem.

■ W praktyce podwyżka cen prądu dla większości gospodarstw domowych będzie niewielka. Wynika to z faktu, że nowe limity są wprowadzane obok (a nie zamiast), wcześniejszego zamrożenia cen energii dla gospodarstw zużywających rocznie do 2 MWh. Ponad 51% gospodarstw domowych nie przekracza tego limitu, a pozostałe gospodarstwa będą płacić wyższe rachunki tylko w tej części, która przekracza 2 MWh. Według naszych szacunków uwzględniających strukturę zużycia prądu, średni wzrost rachunku za prąd może w takim razie sięgnąć od dziesięciu do kilkunastu procent (w zależności od wzrostu opłat dystrybucyjnych).

■ W sumie jeżeli nasze szacunki się potwierdzą, skala podwyżki cen prądu dla gospodarstw domowych będzie zaskakująco niewielka. Pomimo niespotykanie silnego szoku energetycznego, wzrost rachunków za prąd w podobnej skali odnotowano w przeszłości kilkakrotnie (wykres 1). W takiej sytuacji bodziec do ograniczania zużycia energii wydaje się relatywnie niewielki dla większości gospodarstw domowych. Staje się on istotny dopiero dla domów/mieszkań o bardzo wysokiej konsumpcji prądu.

■ Przewidywany wzrost cen energii będzie mniejszy niż zakładaliśmy. Według naszych szacunków może on dodać do inflacji zaledwie 0,5 pp, co pozwoliłoby średniorocznej inflacji ukształtować się na poziomie ~12,4%, a więc o niemal 1 pp poniżej wcześniejszego scenariusza. W podobnym kierunku działać może ograniczenie skali podwyżek cen energii dla małych i średnich firm, co powinno zmniejszyć presję na przenoszenie kosztów na konsumentów. Niemniej ryzyka dla inflacji są wciąż niesymetryczne i wskazują na możliwość wysokich odczytów. Ponadto zaproponowane rozwiązanie wiąże się z dodatkowym kosztem fiskalnym 13,6 mld zł (DGP, 12/10), co według naszych szacunków oznacza, że całościowy „rachunek” za ograniczenie cen energii sięgnie w sumie około 100 mld zł (w tym przedłużenie tarczy, mrożenie cen prądu, dodatek węglowy, limit podwyżek cen ciepła, limit cen prądu).

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

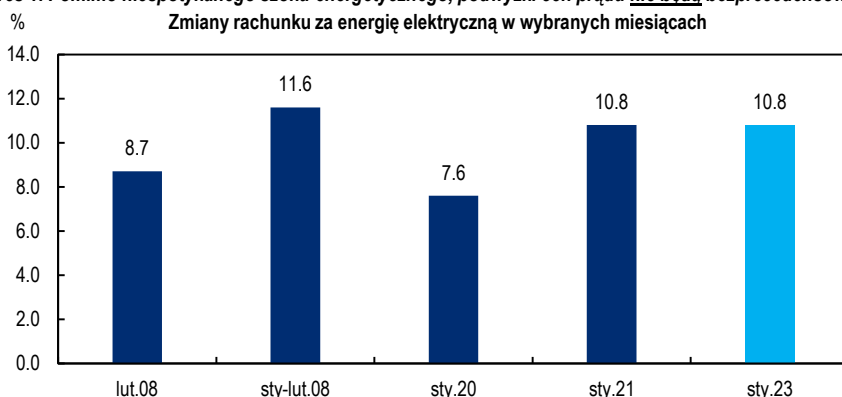
**Maciej Bącal**

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 22	4,72	4,72	5,43	1,00	7,00	1,75	3,30
IV KW 23	4,63	4,33	5,45	1,07	6,00	2,15	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 21.09.2022 r.

Wykres 1. Pomimo niespotykanego szoku energetycznego, podwyżki cen prądu **nie będą** bezprecedensowe.



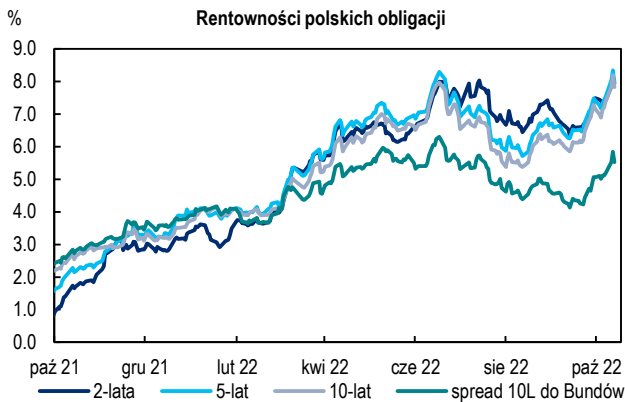
Źródło: NBP, Reuters, szacunki Citi Handlowy

#### Spis treści

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

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Spadki rentowności po przebieciu czerwcowych szczytów

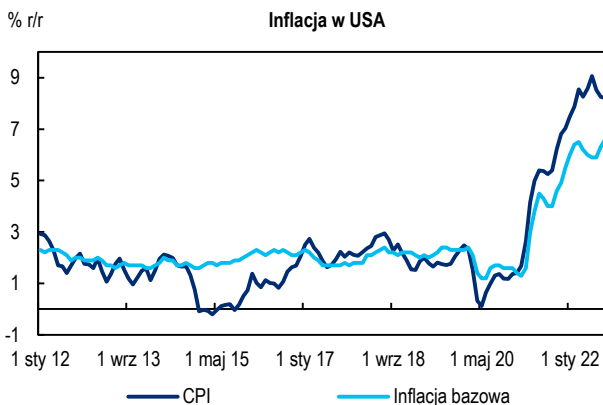


■ Ubiegły tydzień minął pod znakiem trendu wzrostowego na rynkach stopy procentowej, choć koniec tygodnia przyniósł korektę. W ciągu tygodnia krzywa swap przesunęła się w górę o 30 pb, a krzywa obligacji o 45-55 pb. Do ruchu wzrostowego przyczyniły się ruchy na rynkach bazowych, a także najprawdopodobniej łagodniejsze nastawienie RPP przy ryzyku sporego wzrostu deficytu fiskalnego w kolejnych kwartałach.

■ Po pokonaniu szczytów z czerwca rentowności spadły, czemu sprzyjały spadki rentowności Bundów oraz to, że rynki wyceniają już dosyć dużą skalę zacieśnienia, szczególnie na rynkach bazowych. Lekkim optymizmem mogą napawać spadki cen gazu i energii elektrycznej, które mogą potencjalnie zmniejszać presję deficytu fiskalnego. W krótkim terminie widzimy ryzyko w dół dla rentowności, ale większy spadek będzie możliwy przy głębszym osłabieniu aktywności.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 3. Inflacja nie przestaje zaskakiwać

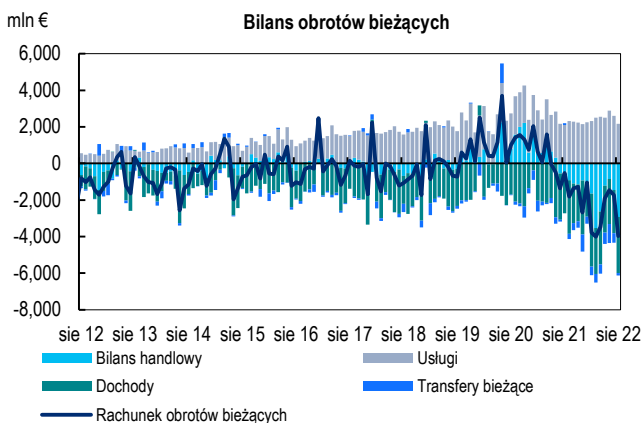


■ Inflacja CPI w USA we wrześniu wyhamowała do 8,2 % r/r, a więc wolniej niż oczekiwał tego rynek (8,1 % r/r). Utrzymującą się presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce potwierdzają też dane o inflacji bazowej, która wzrosła do poziomu 6,6% r/r (0,6% m/m). Szczegółowe dane wskazują na przenoszenie się wzrostu cen z towarów na usługi. Brak oznak spowolnienia inflacji oraz utrzymująca się dobra koniunktura na rynku pracy w USA, sprawiają, że Fed nadal będzie agresywnie zaostrzał politykę pieniężną. Spodziewamy się podwyżki stóp procentowych przez Fed na listopadowym posiedzeniu o 75 pb, a następnie o 50 pb w grudniu i 25 pb w lutym.

■ Zaskoczeniem okazały się również odczyty inflacji w krajach regionu. Inflacja w Czechach wzrosła we wrześniu do 18% r/r, a na Węgrzech do 20,1% r/r.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 4. Wyższy deficyt w sierpniu po rewizjach w dół za poprzednie miesiące



■ Deficyt obrotów bieżących wzrósł w sierpniu do ok. 4 mld € z 1,9 mld € i był znacznie wyższy niż oczekiwano. Wynikało to ze słabszego niż zakładaliśmy eksportu (24,8 r/r) przy wyższej dynamice importu (28,2 % r/r), na którą mógł wpłynąć większy import drogiego węgla. Jednocześnie saldo dochodów pierwotnych było większe niż zakładaliśmy wobec znacznego wzrostu reinwestowanych zysków, co też świadczy o sile popytu lub mocy cenowej inwestorów bezpośrednich.

■ Skumulowane saldo za 12 miesięcy wzrosło, ale wobec rewizji za poprzednie miesiące osiągnęło łącznie niższy poziom (ok. 3,8% PKB) niż spodziewaliśmy się przed publikacją. Deficyt w obrotach bieżących jest pokryty przez napływy na rachunek kapitałowy i bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto. Naszym zdaniem deficyt może wzrosnąć w tym roku do ok. 4,5-5% PKB.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>17 paź PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	IX	10,8	10,7	9,9
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	X	--	-1	-1,5
<b>18 paź WTOREK</b>							
4:00	CN	PKB	% r/r	Q3	3,3	3,5	0,4
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	X	-65	66,7	-61,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	m/m	IX	0,3	-0,1	-0,2
<b>19 paź ŚRODA</b>							
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	IX	10	10	9,1
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	IX	1440	1485	1575
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	IX	1550	1550	1542
<b>20 paź CZWARTEK</b>							
10:00	PL	PPI	% r/r	IX	--	25,5	25,5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	8,6	8,8	10,9
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IX	2,4	2,4	2,4
10:00	PL	Płace	% r/r	IX	13,9	13,1	12,7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	250	232	228
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	X	--	-4,5	-9,9
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	IX	4650	4700	4800
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	% m/m	IX	--	-0,3	-0,3
<b>21 paź PIĄTEK</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	3,8	4,5	4,2
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	IX	6,9	6,6	6,1
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	X	-28,4	-31,1	-28,8

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	666
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3,017
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17,474
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	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
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	17,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,8	13,0
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	7,00
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
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-33,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-5,0
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,2
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	334,1
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	359,3
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	29,4
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,4
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	-3,1
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	41,1

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](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 otrzymaniem 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 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 z źródeł 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.