

CitiWeekly

Deficyt zmierza w kierunku 6%

■ Poznaliśmy projekt przyszłorocznego budżetu. Według planów deficyt budżetowy ma wynieść w 2023 roku 65 mld zł, wobec 23 mld planowanego na rok bieżący (odpowiednio ~2% vs. 0.8% PKB). W praktyce dane te mówią niewiele o sytuacji fiskalnej, ponieważ polityka wydatkowa jest w coraz większym stopniu realizowana za pomocą funduszy pozabudżetowych. W tym kontekście istotny jest deficyt sektora rządowego i samorządowego, który obejmuje również wydatki pozabudżetowe - według planów MF może on sięgnąć 4,4% PKB w 2023 roku.

■ Ostateczny deficyt fiskalny prawdopodobnie będzie większy. Projekt budżetu oparty jest na założeniu, że w przyszłym roku tarcza antyinflacyjna nie będzie obowiązywać. Takie założenie jest uzasadnione faktem, że tarcza formalnie nie została jeszcze wydłużona. Niemniej rozszerzenie okresu obowiązywania tarczy do końca przyszłego roku wydaje się bardzo prawdopodobne, a sam ten fakt powiększyłby deficyt o ponad 1 punkt procentowy. Do tego dochodzą relatywnie optymistyczne prognozy wpływów z CIT oraz PIT.

■ Można zakładać, że planowane wydatki nie zostaną zrealizowane w 100%, jednak nawet wówczas ubytek dochodów z VAT i akcyzy wynikający z przedłużenia „tarczy” może być wystarczający, aby doprowadzić do rewizji budżetu. Bez rewizji (albo innych zmian w kształcie budżetu) deficyt mógłby sięgnąć około 80 mld zł zamiast 65 mld. Biorąc to uwagę spodziewamy się, że deficyt fiskalny prawdopodobnie sięgnie ~6% PKB zamiast planowanych 4,4%.

■ Istnieje również ryzyko, że rzeczywiste wydatki okażą się wyższe od obecnych planów. Szok na rynku energii będzie bowiem wymagać działań osłonowych, które wyjdą daleko poza dotychczasową tarczę antyinflacyjną. Część z tych działań może być finansowana z podatków nadzwyczajnych/sektorowych i dlatego z góry trudno uwzględnić ich wpływ na prognozy. Jednak biorąc pod uwagę skalę wyzwań, bilans zagrożeń dla naszych prognoz fiskalnych jest niesymetryczny i skierowany w kierunku deficytu wyższego niż 6%.

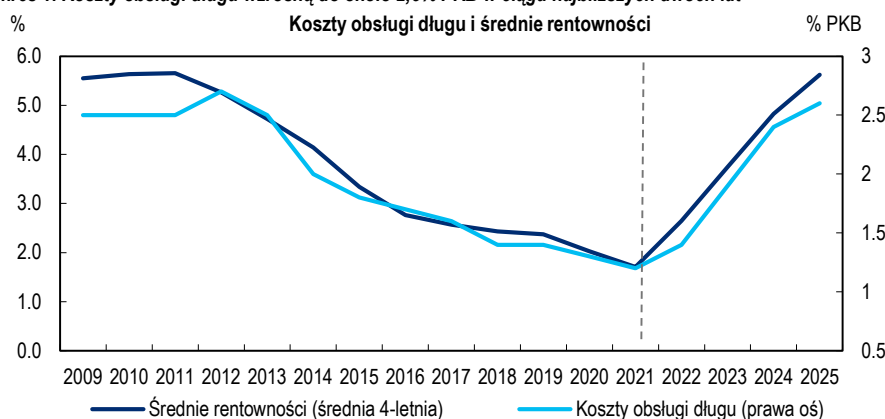
■ Po stronie wydatków uwagę zwraca uwidaczniający się wzrost wydatków na obsługę długu. Nasze szacunki pokazują, że ten trend będzie jeszcze trwał w miarę jak będzie rósł udział długu emitowanego po obecnych podwyższonych rentownościach. Spodziewamy się, że w ciągu dwóch kolejnych lat koszty obsługi długu sięgną 2,5% PKB, wobec ok. 1,2% w 2021 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,79	4,84	4,94	0,99	6,75	1,30	3,45
III KW 23	4,68	4,37	4,59	1,07	6,25	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 16.08. Pozostałe prognozy z 22.07.2022 r.

Wykres 1. Koszty obsługi długu wzrosną do około 2,5% PKB w ciągu najbliższych dwóch lat



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, prognozy Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

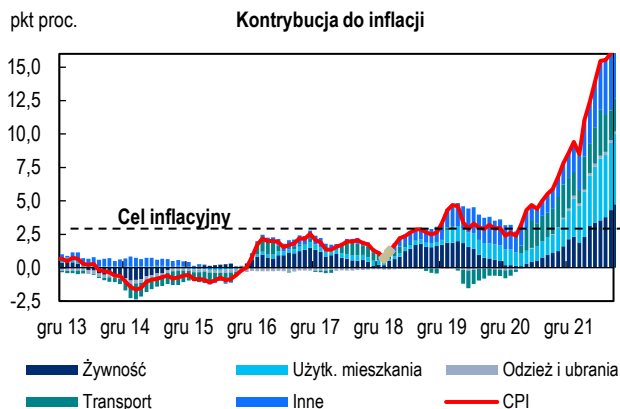
Maciej Bącal

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja z kolejną niemiłą niespodzianką



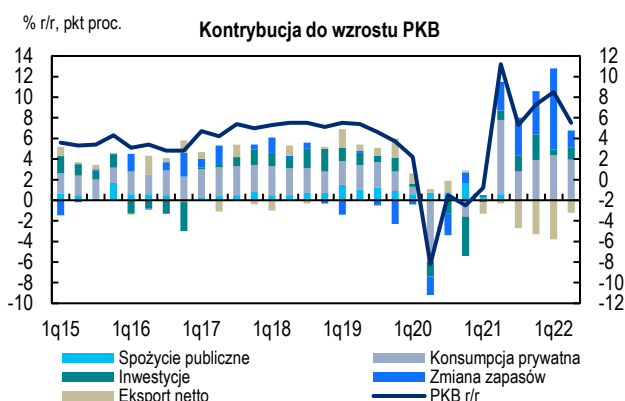
■ Według wstępnego szacunku GUS inflacja konsumencka w sierpniu wyniosła 16,1% r/r (0,8% m/m) i po raz kolejny okazała się wyższa zarówno od konsensusu rynkowego, jak i naszych prognoz (odpowiednio 15,4% r/r i 15,2% r/r).

■ Za wzrost wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w sierpniu w głównej mierze odpowiadały nośniki energii (+3,7% m/m) oraz żywność i napoje bezalkoholowe (+1,6% m/m). Skokowy wzrost inflacji ograniczał jednocześnie spadek cen paliw (-0,8% m/m).

■ Taka struktura danych pozwala sądzić, że najbliższy odczyt inflacji bazowej może zbliżyć się do poziomu 10% r/r.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Spadek PKB kw/kw nieco niższy od wcześniejszych szacunków

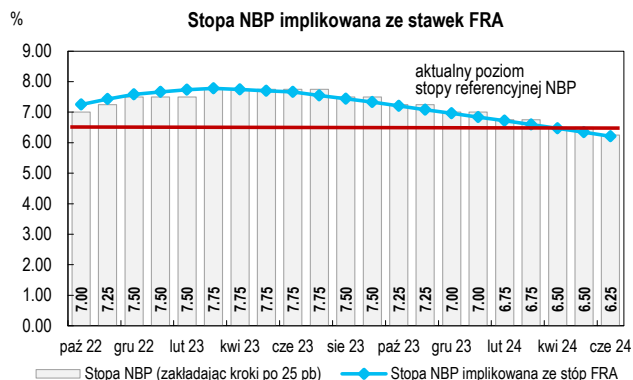


■ Ze szczegółowych danych GUS wynika, że wzrost gospodarczy w drugim kwartale bieżącego roku spowolnił do 5,5% r/r z 8,5% r/r w I kw. (dane w ujęciu realnym, nieodsezonowane). Z kolei w ujęciu kwartał-do-kwartału, PKB po odsezonowaniu spadł o 2,1%, co było odczytem nieco wyższym od wstępnego szacunku GUS z połowy sierpnia (-2,3%).

■ Tak jak oczekiwaliśmy, głównym czynnikiem stojącym za spowolnieniem rocznej dynamiki wzrostu gospodarczego były zapasy, których wkład do wzrostu PKB r/r w II kwartale wyniósł 1,9 p. proc., wobec 7,7 p. proc. kwartał wcześniej. Pozytywnym zaskoczeniem w danych o strukturze PKB były z kolei inwestycje, które w ujęciu r/r wzrosły o 7,1% w porównaniu do 4,3% w pierwszych trzech miesiącach 2022 roku. Pomimo wzrostu inflacji i podwyżek stóp procentowych wciąż na zaskakująco wysokim poziomie utrzymuje się wzrost konsumpcji prywatnej.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 4. RPP prawdopodobnie zdecyduje się na bardziej standardowy ruch o 25pb



■ Oczekujemy, że RPP podwyższy stopy procentowe we wrześniu o 25 pb. Ostatnie komentarze członków Rady sugerują, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej zbliża się do końca. Jeszcze do niedawna sądziliśmy, że Rada mogłaby rozważyć nawet pozostawienie stóp bez zmian, biorąc pod uwagę najnowsze miesięczne dane o aktywności. Jednak sierpniowe dane o CPI oraz struktura danych o PKB za II kw. przemawiają za podwyżką.

■ Naszym zdaniem podwyżka o 25 pb jest obecnie najbardziej prawdopodobna i zgodna z ostatnimi sugestiami członków RPP. Za ruchem w takiej skali przemawia również relatywna stabilność złotego. Sądzimy jednak, że na tym cykl podwyżek się nie skończy, a Rada może zdecydować się na kolejną podwyżkę w listopadzie (lub wcześniej).

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
5 wrz	PONIEDZIAŁEK						
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	VIII	--	48,2	48,2
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	VIII	50,2	50,2	51,2
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	0,4	0,5	-1,2
6 wrz	WTOREK						
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VII	-0,7	-0,5	-0,4
16:00	USA	ISM dla usług	% r/r	VIII	54,2	55,2	56,7
7 wrz	ŚRODA						
	PL	Decyzja RPP	%	IX	6,75	6,75	6,5
05:00	CN	Eksport	%	VIII	--	12,8	18
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	-1,0	-0,5	0,4
11:00	EUR	PKB	% kw/kw	II kw.	0,6	0,6	0,5
14:30	USA	Bilans handlowy	mln \$	VII	-69,1	-70,1	-79,6
8 wrz	CZWARTEK						
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	VIII	15,6	--	13,7
14:15	EUR	Decyzja ECB	%	IX	1,0	1,25	0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	240	232
9 wrz	PIĄTEK						
03:30	CN	Inflacja	% r/r	VIII	--	2,8	2,7
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	VII	--	0,8	0,8

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
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	4,75
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
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 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.