

CitiWeekly

Więcej oliwy do ognia

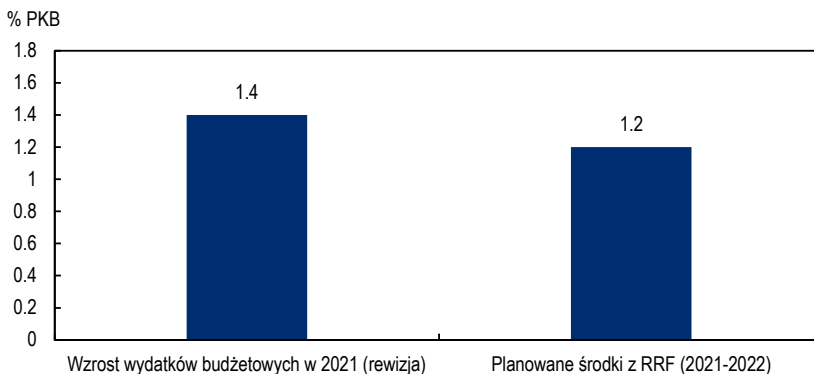
- Od miesiący sytuacja budżetowa jest wyraźnie lepsza niż pierwotnie planowano. Częściowo dlatego, że plany te były po prostu relatywnie konserwatywne (szczególnie po stronie VAT), ale również dlatego, że zarówno wzrost gospodarczy jak i inflacja okazały się wyższe od prognoz. Gdyby pozostawić budżet sobie, deficyt sektora rządowego i samorządowego byłby w tym roku znacznie niższy niż 6% PKB planowane rok temu.
- Rząd postanowił wykorzystać niespodziewanie wysokie wpływy podatkowe i przeznaczyć je na dodatkowe zwiększenie wydatków. Ogłoszona w minionym tygodniu nowelizacja zakłada wzrost wydatków o 1,4% PKB, między innymi na inwestycje drogowe, kolejowe, inwestycje samorządów i wyższe wynagrodzenia w sektorze publicznym. W sumie około 1% PKB zostanie przeznaczony na programy o wysokim mnożniku fiskalnym, a więc programy, gdzie wydatki mogą skutecznie pobudzać wzrost gospodarczy.
- Stymulacja fiskalna przychodzi w interesującym momencie. Z jednej strony widać oznaki spowolnienia na świecie, a spór na linii Warszawa-Bruksela może prowadzić do opóźnienia w napływie funduszy unijnych. Z tego punktu widzenia dodatkowe wydatki powinny „zasypać” ewentualne ubytki po stronie popytowej.
- Z drugiej strony jednak polska gospodarka rośnie w bardzo dynamicznym tempie a wysoki popyt napotyka na poważne ograniczenia podażowe – i to nie tylko po stronie zagranicznych łańcuchów dostaw, lecz również po stronie krajowego rynku pracy. Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych jest bardzo wysoki. W takiej sytuacji zwiększone wydatki zapewne będą przyczyniać się do wzmocnienia i tak już silnej presji cenowej. Ryzyko dla naszej prognozy, zakładającej wzrost inflacji do niemal 6,5% na początku roku i średniorocznie do 4,6% w całym 2022 roku, wydaje się niesymetryczne i przesunięte w górę.
- Dotychczas RPP mogła słusznie argumentować, że spodziewane zacieśnienie fiskalne częściowo łagodzi presję popytową. W obecnej sytuacji takie oczekiwania stają się już mniej uzasadnione. Od miesiący w naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że RPP będzie chciała poczekać z podwyżkami do 2022 roku, a pierwszej podwyżki oczekujemy około marca/kwietnia. Trzymamy się tego scenariusza, jednak planowane zmiany w budżecie sugerują, że nieco szybsze podwyżki (np. w styczniu lub lutym) nie są wykluczone.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 21	4,56	3,83	5,43	1,19	0,10	-0,50	-0,15	2,00
IV KW 22	4,42	3,81	5,46	1,16	1,00	-0,50	0,00	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 14.09. Pozostałe prognozy z 22.07.2021 r

Wykres 1. Zwiększone wydatki budżetowe mogą nominalnie przekroczyć ewentualne ubytki środków z Funduszu Odbudowy do których doszłoby na skutek opóźnienia aprobaty Programu Odbudowy



Źródło: MF, PAP, KE, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

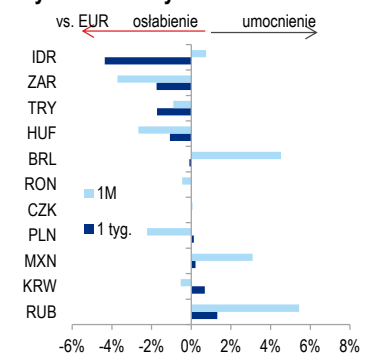
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

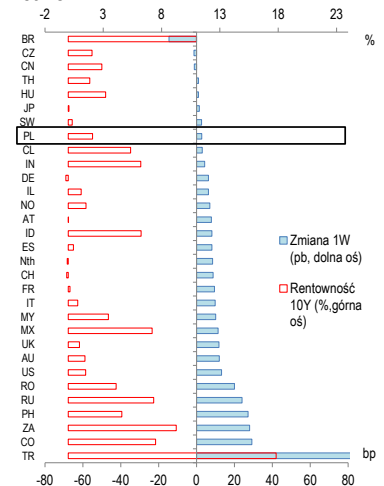
tomasz.litwiniak@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 24.09.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



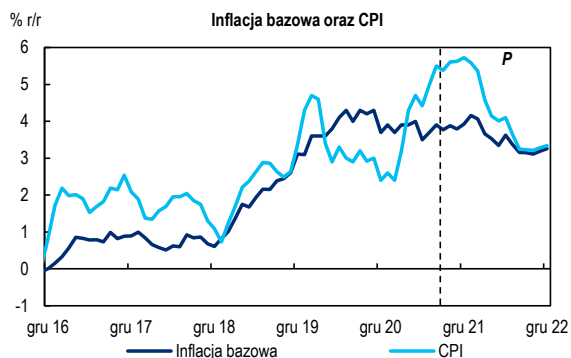
Według stanu na dzień 24.09.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

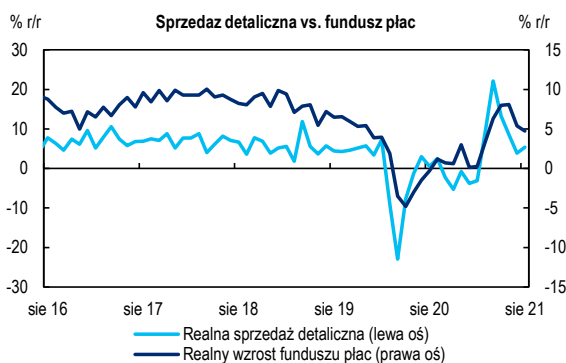
Wykres 4. Inflacja nie daje znaków spowolnienia



- W tym tygodniu GUS opublikuje wstępny szacunek inflacji za wrzesień. Według naszych prognoz inflacja wzrosła w ujęciu rocznym o 5,5%, podczas gdy inflacja bazowa prawdopodobnie utrzymała się w pobliżu 3,8-3,9% r/r.
- W związku z podwyższoną inflacją wzrastają obawy o przegrzanie się gospodarki. Członek RPP Ł. Hardt zwrócił w ubiegłym tygodniu uwagę na potencjalne pojawienie się efektów drugiej rundy w związku z wysokimi żądaniami płacowymi, napędzanymi podwyższonym wskaźnikiem CPI.
- W rozpoczynającym się tygodniu opublikowany zostanie wrześniowy wynik indeksu PMI dla przemysłu. Oczekujemy, że spadnie on do 54,8 pkt. z 56 pkt w sierpniu. Na niższy odczyt duży wpływ mają problemy podażowe związane z zaburzeniami w łańcuchach dostaw.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

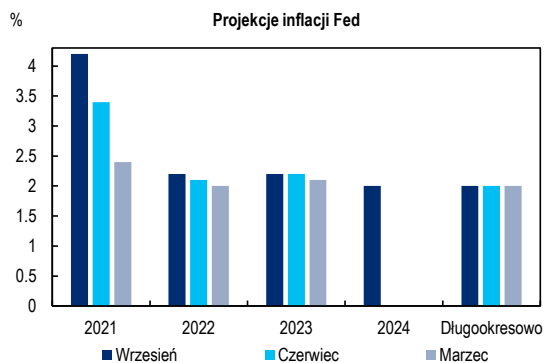
Wykres 5. Dobra sytuacja na rynku pracy sprzyja konsumpcji



- Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w sierpniu o 5,4% r/r, zgodnie z naszą prognozą i nieznacznie poniżej oczekiwań rynkowych (5,7%). W ujęciu miesięcznym odnotowano wzrost o 0,4% (dane odsezonowane) wobec spadku o 1,5% w lipcu, co wskazuje na dalszą odbudowę konsumpcji oraz stabilizację jej tempa wzrostu.
- Na pozytywny wynik wpłynęły przede wszystkim wysokie dynamiki sprzedaży odzieży i obuwi (28,6% r/r), prasy i książek (7,9%) oraz sprzedaży samochodów (5,7%). Mimo praktycznie pełnego otwarcia gospodarki po pandemii dane potwierdzają dalszy wzrost sprzedaży internetowej, której udział w sprzedaży detalicznej wzrósł do 7,9% w sierpniu.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Jastrzębi Fed podniósł prognozy inflacji



- Na wrześniowym posiedzeniu komitet FOMC pozostawił główną stopę procentową bez zmian (0-0,25%), jednak komunikat po posiedzeniu okazał się bardziej jastrzębi, niż oczekiwano. Obecnie połowa członków FOMC oczekuje, że stopy wzrosną już w 2022 roku. Ponadto prezes Fed J. Powell zasugerował, że przy dalszej poprawie w zakresie celu inflacyjnego oraz sytuacji na rynku pracy, decyzja w sprawie redukcji skupu aktywów mogłaby zostać ogłoszona już w listopadzie.
- Nasz scenariusz bazowy zakłada ogłoszenie „taperingu” w listopadzie i jego rozpoczęcie w grudniu br., jednak biorąc pod uwagę jastrzębi wydźwięk komunikatu, nie wykluczamy, że ograniczenie QE mogłoby zostać zarówno ogłoszone, jak i rozpoczęte już w listopadzie br. Oczekujemy, że Fed będzie zmniejszał zakupy aktywów (obecnie 120 mld USD miesięcznie) o 15 mld USD każdego miesiąca.

Źródło: Rezerwa Federalna, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 wrz	PONIEDZIAŁEK						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VIII	0.4	0.7	-0.1
28 wrz	WTOREK						
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt.	IX	118.5	115	113.8
29 wrz	ŚRODA						
09:00	HU	Płace	% r/r	VII	--	8	3.5
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt.	IX	117.5	116.9	117.5
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	%	VIII	--	1.1	-1.8
30 wrz	CZWARTEK						
03:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt.	IX	50.2	--	50.1
03:00	CN	PMI dla usług	pkt.	IX	--	--	47.5
03:45	CN	Finalny PMI dla przemysłu (Caixin)	pkt.	IX	--	--	49.2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	340	325	351
14:30	CZ	Decyzja CNB w sprawie stóp proc.	%	IX	1.25	1.25	0.75
15:45	USA	Chicago PMI	pkt.	IX	--	65	66.8
01 paź	PIĄTEK						
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt.	IX	--	54.5	55.9
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt.	IX	54.8	54.8	56
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt.	IX	57	58.3	61
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt.	IX	58.7	58.7	61.5
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	IX	3.2	3.3	3.0
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	VIII	0.4	0.6	0.3
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VIII	0.3	0.3	0.4
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VIII	0.3	0.2	1.1
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt.	IX	--	--	60.5
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt.	IX	58.9	59.5	59.9

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	597	668	717
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2324	2506	2734
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15582	17455	18768
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,7	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,8	5,2	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	9,9	7,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	4,6	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	6,4
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	15,0	10,7
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	16,5	11,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	6,1	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,6	4,6
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	8,0	8,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	1,00
WIBOR3M. (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,49
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	2,25	2,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	3,83	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,80	3,84
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,56	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,55	4,48
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	18,1	9,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,7	1,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,7	8,9
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	313,1	353,1
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	302,4	344,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,2	25,9	26,5	26,7	29,9	32,9
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-20,9	-29,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	134,5	149,5	161,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,5	-4,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-4,1	-2,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	48,0	47,5	46,9

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

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 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 przygotowanych 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.