

CitiWeekly

Planowany niski deficyt

- Ministerstwo Finansów szacuje, że deficyt budżetowy wyniesie w tym roku jedynie 13 mld zł, znacznie poniżej pierwotnego planu (82 mld zł), a także poniżej naszych szacunków (20 mld zł). Bardzo niski szacunek deficytu budżetowego jest spójny z publikowanymi w ostatnich miesiącach danymi o wykonaniu budżetu (nadwyżka ok. 30 mld zł po lipcu), który wynika z wysokiego wzrostu dochodów oraz uwzględnienia części wydatków poza budżetem. Wysoki wzrost dochodów jest pochodną zarówno mocniejszego niż wcześniej oczekiwano wzrostu gospodarczego jak również znacznie wyższej inflacji.
- Rząd planuje, że w przyszłym roku deficyt wyniesie 30 mld zł (nieco powyżej 1% PKB) przy realistycznych założeniach dochodów (ok. 7% r/r). Jednocześnie projekt budżetu zakłada, że deficyt sektora rządowego i samorządowego wyniesie 2,8% PKB. Taka prognoza jest niższa niż przewiduje konsensus rynkowy oraz nasze szacunki i to pomimo dosyć konserwatywnych założeń makroekonomicznych (wzrost PKB i inflacji na poziomie 4,6% r/r i 3,3% r/r), co daje wciąż potencjał do pozytywnej niespodzianki. Potrzeby pożyczkowe brutto miałyby wynieść 212,2 mld zł (48,5 mld zł netto) i byłyby zbliżone do tegorocznych.
- Z informacji rządowych przedstawianych w pierwszej połowie roku wynikało, że program Polski Ład, który miałby wejść w życie w 2022 roku, oznaczałby dodatkowe 3% PKB wydatków rocznie. Wysokość planowanego deficytu na przyszły rok nie wydaje się być zbyt obciążona tą kwotą, co potwierdza nasze przypuszczenia, że projekty w ramach Polskiego Ładu nie muszą być całkowicie nowymi wydatkami, a część ich finansowania będzie pochodzić ze środków unijnych i przez to będzie neutralna dla budżetu.
- Według wiceministra finansów S. Skuzy projekt budżetu nie uwzględnia wydatków w ramach KPO oraz zmian w OFE. Program KPO według naszych szacunków mógłby dodać do wzrostu PKB ok. 0,2-0,4 pkt proc. w pierwszych trzech latach. Z kolei zmiany w OFE miały według pierwotnych planów rządowych zapewnić ok. 10-15 mld zł dodatkowych dochodów z tytułu opłaty transformacyjnej przy prywatyzacji środków zgromadzonych w OFE.
- Podsumowując, skala spadku deficytu fiskalnego wydaje się szybsza niż dotychczas oczekiwano. Potencjalnym ryzykiem dla przedstawionych planów budżetowych jest możliwość ponownego wzrostu wydatków w odpowiedzi na pogorszenie się sytuacji pandemicznej lub w przypadku zmian politycznych. Sądzymy, że niezależnie od tego co przyczyniłoby się do wzrostu wydatków, byłyby one realizowane prawdopodobnie poza budżetem centralnym.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 21	4,54	3,85	5,40	1,18	0,10	-0,50	-0,15	1,91
III KW 22	4,44	3,83	5,48	1,16	0,75	-0,50	0,0	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 14.07. Pozostałe prognozy z 22.07.2021 r

Wykres 1. Projekt budżetu na 2022 r. zakłada niski deficyt przy realistycznych dochodach.

Deficyt budżetowy (mld zł)	Deficyt sektora rządowego i samorządowego (% PKB)	Dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)	Dług publiczny (% PKB)	Potrzeby pożyczkowe netto (mld zł)	Potrzeby pożyczkowe brutto (mld zł)	Wzrost PKB (% r/r)	Inflacja (% r/r)	Dochody budżetowe (mld zł)	
2022	30	2,8	55,5	42,6	48,5	212,2	4,6	3,3	440,77

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

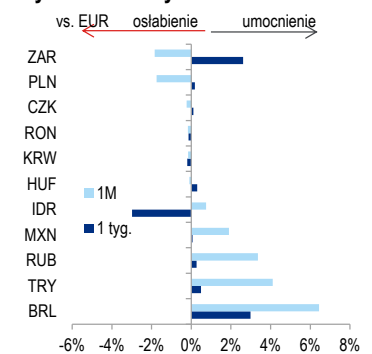
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

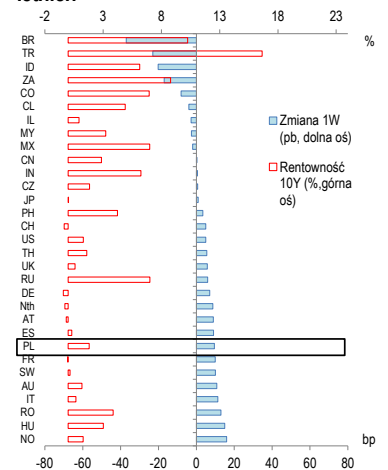
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 27.08.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



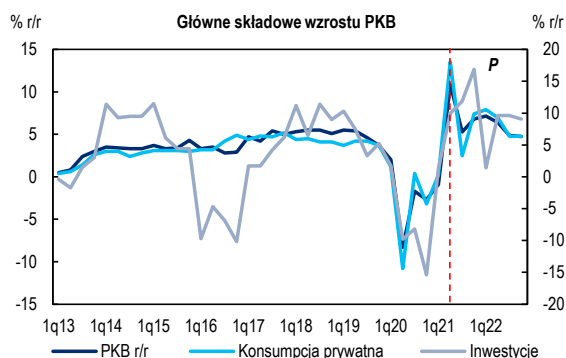
Według stanu na dzień 27.08.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

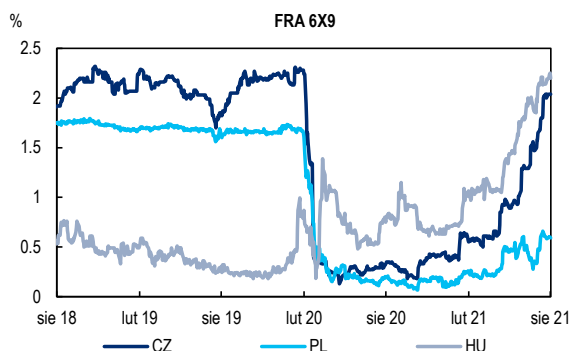
Wykres 4. Szczegółowe dane o PKB, rośnie ryzyko spowolnienia w II po. roku



- W tym tygodniu GUS prawdopodobnie potwierdzi wstępny odczyt PKB za II kw. na poziomie 10,9% r/r, a dokładne dane pokażą silne odbicie w konsumpcji prywatnej (naszym zdaniem ok. 13,5% r/r) oraz inwestycjach (ok. 10% r/r). W II połowie roku wzrost PKB będzie spowolniał w kraju i za granicą na co wskazuje m.in. słabszy od oczekiwań odczyt wskaźnika Ifo dla Niemiec.
- Stopa bezrobocia spadła w lipcu do 5,8% z 5,9% w czerwcu, a stopa liczona wg. BAEL wyniosła 3,5% w II kw. br., przy 4% w I kw. Według szczegółowych danych GUS wysoka dynamika zatrudnienia nadal utrzymuje się w zakwaterowaniu i gastronomii (+2,6% m/m, +3 tys.). Ponadto w lipcu do urzędów napłynęło ponad 122 tys. ofert pracy (22% r/r), najwięcej od maja 2019 r. Dobre dane wskazują na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy, jednak tempo odbudowy może wyhamować jesienią, w obliczu niepewnej sytuacji pandemicznej.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

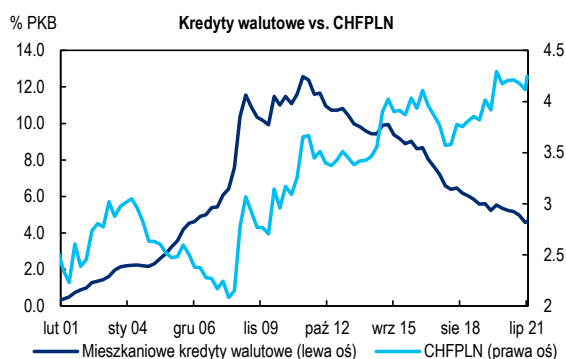
Wykres 5. Dalszy wzrost inflacji, stopy w górę w regionie



- Spodziewamy się, że inflacja wzrośnie w sierpniu do 5,1%, co byłoby efektem wzrostów cen paliw i gazu oraz mniejszego niż zwykle spadku cen żywności. Inflacja bazowa powinna pozostać na poziomie 3,7%.
- Z zapisu lipcowego posiedzenia RPP, wynika że Rada ponownie odrzuciła wniosek o podwyżkę stóp procentowych o 15 pb, który został poparty jedynie przez 3 z 10 członków. Za decyzją stoi niepewność związana z dalszym przebiegiem pandemii oraz przejściowy charakter inflacji. RPP podkreśliła, że główne banki centralne również nie zmieniają stóp procentowych, a za ostatnimi podwyżkami w bankach regionu (CNB i MNB) mają stać czynniki specyficzne dla tych krajów. W naszym podstawowym scenariuszu nadal oczekujemy podwyżek nie wcześniej niż w pierwszym półroczu 2022 r.
- Narodowy Bank Węgier podniósł stopę referencyjną o 30 pb do 1,50% i oczekujemy dalszych podwyżek stóp do 2,1% w IV kw.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 5. Kwestia kredytów walutowych może wciąż mieć wpływ na rynek



- 2 września Izba Cywilna Sądu Najwyższego ma ogłosić uchwałę w kwestii kredytów walutowych. Nie można jednak wykluczyć, że istotne decyzje w tej kwestii mogłyby zostać ponownie odłożone w czasie.
- Liczba postępowań sądowych przeciwko bankom, dotyczących umów kredytowych we frankach szwajcarskich wzrosła po I poł. roku do ok. 58,5 tys. spraw., tj. ok. 15% pozostałej liczby kredytów frankowych.
- Okresy wydawania orzeczeń przez SN, jak również stopniowe zabezpieczania się banków na wypadek konwersji kredytów po kursie niższym od rynkowego mogą podwyższać zmienność na złotym.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
30 Aug PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt.	VIII	118,3	119	119
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	VII	0,4	-1,9	-1,9
31 Aug WTOREK							
03:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt.	VIII	--	50,2	50,4
09:00	CZ	PKB	% r/r	II kw.	7,8	--	7,8
10:00	PL	Wstępny szacunek CPI GUS	% r/r	VIII	5,1	--	5
10:00	PL	PKB	% r/r	II kw.	10,9	10,9	-0,9
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	VIII	2,9	2,8	2,2
15:45	USA	Chicago PMI	pkt.	VIII	--	68,0	73,4
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt.	VIII	125,7	124,0	129,1
	PL	Portfele obligacji krajowych wg typu inwestora, podaż długu na wrzesień, harmonogram aukcji odkupu NBP					
01 Sep ŚRODA							
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt.	VIII	--	--	55,6
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt.	VIII	57	--	57,6
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt.	VIII	61	--	62
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt.	VIII	--	62,7	62,7
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt.	VIII	61,5	61,5	62,8
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	% r/r	VIII	--	638	330
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt.	VIII	58,4	58,5	59,5
02 Sep CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	335	345	353
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	VII	-70,6	-74,0	-75,7
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VII	--	0,3	1,5
03 Sep PIĄTEK							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt.	VIII	--	61,5	61,5
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt.	VIII	--	59,7	59,7
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	-1,0	0,2	1,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	%	VIII	--	--	5,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VIII	850	728	943
16:00	USA	ISM dla usług	pkt.	VIII	61,5	62,0	64,1

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

Tabela 2. Prognozy rentowności obligacji skarbowych (na koniec okresu)

	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23
2L	0,55	0,70	1,00	1,15	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	2,10
3L	0,85	1,00	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	1,95	2,00	2,20
5L	1,40	1,60	1,80	1,90	2,05	2,20	2,35	2,50	2,60	2,60
10L	1,80	2,00	2,20	2,40	2,55	2,70	2,80	2,90	3,00	3,10

Źródło: Reuters, prognoza Citi Handlowy

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. 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	-2,7	5,3	5,7
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	5,5	6,1
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	5,3	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,3	3,7
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	3,77	3,87	3,83
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,80	3,86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,57	4,40
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,49
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 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 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.