

CitiWeekly

Z tarczą na kryzys

- Rządowa „Tarcza antykryzysowa” opiewa na 140 mld zł, z czego mniej więcej połowa niesie ze sobą koszty budżetowe poprzez niższe wpływy lub wyższe wydatki, a połowę stanowią gwarancje. Co prawda przy oficjalnej prezentacji całego pakietu, jego wartość szacowano na ponad 210 mld zł, ale w naszych rozważaniach pomijamy na razie 70 mld zł, które stanowią część ogłoszonych już wcześniej działań NBP (więcej na ich temat – str. 2).
- Główne elementy „Tarczy antykryzysowej” obejmują m.in.: pokrycie części kosztów wynagrodzeń przez państwo (pod określonymi warunkami), trzymiesięczne zwolnienia ze składek ZUS samozatrudnionych, zleceniobiorców oraz mikrofirm, przesunięcia terminu płatności zaliczek na podatek dochodowy oraz pożyczki na pokrycie kosztów prowadzenia działalności mikrofirm w wys. 5 tys. zł.
- To co zwraca uwagę na tym etapie, to fakt, że wiele z proponowanych działań osłonowych ma charakter warunkowy. Firmy mogą zostać objęte osłoną pod warunkiem spełnienia określonych kryteriów, w tym na przykład udokumentowania spadku przychodu. Biorąc pod uwagę skalę szoku ekonomicznego, oznacza to, że wsparcie dla niektórych firm może zostać uruchomione zbyt późno aby zapewnić ciągłość działania lub zminimalizować skalę zwolnień. Ponadto, część obciążeń jest tylko odsuwanych w czasie, a zwolnienie ze składek ZUS dotyczy tylko najmniejszych firm. Biorąc pod uwagę praktyczne wstrzymanie gospodarczej aktywności w całym kraju, zawieszenia składek ZUS może wymagać znacznie większa populacja przedsiębiorstw, w tym również tych uważanych za firmy średniej wielkości.
- Chociaż sam pakiet jest umiarkowanie duży (6% PKB), to zarówno jego skala, jak i struktura mogą w najbliższym czasie wymagać odpowiedniej korekty. Charakter szoku ekonomicznego i fakt, że dotyczy on praktycznie całej gospodarki oznacza, że impuls fiskalny powinien być większy i może być obciążony mniejszą liczbą warunków. Obawy przed tzw. pokusą nadużycia (*moral hazard*) nie są bowiem w tym przypadku uzasadnione: nie udzielenie pomocy firmom, które jej potrzebują (na przykład na skutek kryzysu płynnościowego) niesie z sobą większe konsekwencje dla gospodarki, niż zbędne udzielenie pomocy firmom nie potrzebującym takiego wsparcia.
- Krótkie podsumowanie kosztów budżetowych – strona 2.

P

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
II KW 20	4,34	3,81	4,99	1,14	1,00	-0,50	-0,80	1,11
II KW 21	4,31	3,68	5,07	1,17	1,00	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 11.03.2020 r., pozostałe prognozy z dnia 18.03.2020 r.

Wykres 1. Rząd przedstawił pakiet, który prawdopodobnie będzie jeszcze korygowany

Wybrane działania (kwazi-) fiskalne i działania monetarne	% PKB	mld zł
Wsparcie dla pracowników/rynku pracy (budżet pokrywa połowę (obniżonych pensji) firm dotkniętych kryzysem; zasiłki opiekuńcze, odłożona deklaracja PIT)	1,3	30
Wsparcie dla przedsiębiorstw (~69 mld zł wsparcia płynnościowego, gwarancje dla firm)	3,1	73
Służba zdrowia	0,3	7,5
Wsparcie dla sektora finansowego (głównie wsparcie płynnościowe poprzez operacje repo i obniżenie stopy rezerw obowiązkowych)	3,0	70
Inwestycje publiczne	1,3	30

Źródło: PAP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

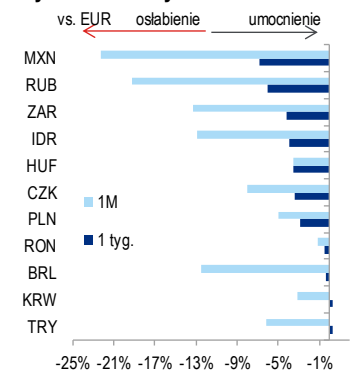
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

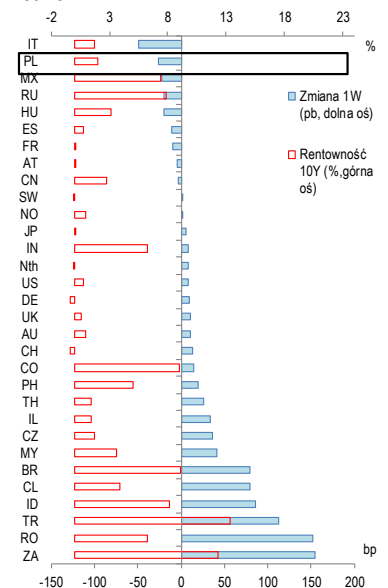
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 20.03.2020 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



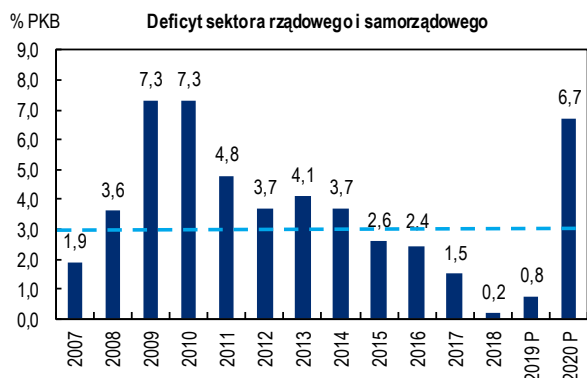
Według stanu na dzień 20.03.2020 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści Nr str.

- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

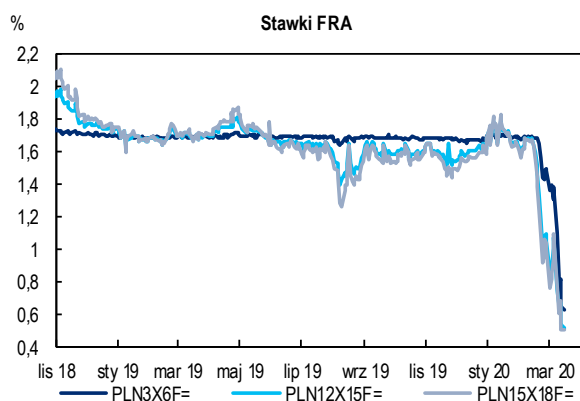
Wykres 4. Prawdopodobny duży wzrost deficytu fiskalnego



- Przy ostrożnych szacunkach można zakładać, że deficyt sektora rządowego i samorządowego sięgnie w 2020 roku 6-7% PKB (wobec 1,3% szacowanych przed pandemią). Składa się na to: 1) niższy PKB oraz ponadproporcjonalne (nieliniowe) pogorszenie ściągłości podatków (2% PKB); pakiet antykrzysowy (ok. 3% PKB); opóźnienie reformy OFE/IKE (0,8%), przesunięcie funduszy unijnych (-1% PKB).
- Sytuacja makroekonomiczna dynamicznie się zmienia, niestety na gorsze. Podjęte w ciągu ostatniego tygodnia decyzje krajów UE (w tym całkowite zamknięcie sektora przetwórczego we Włoszech i zakaz zgrupowań w Niemczech), Wielkiej Brytanii i USA o narzuceniu ograniczeń w działalności ekonomicznej powodują, że szok dla polskiej gospodarki może być jeszcze głębszy niż szacowano choćby półtora tygodnia temu. Z tego powodu istnieje również ryzyko jeszcze głębszego pogorszenia się sytuacji fiskalnej.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

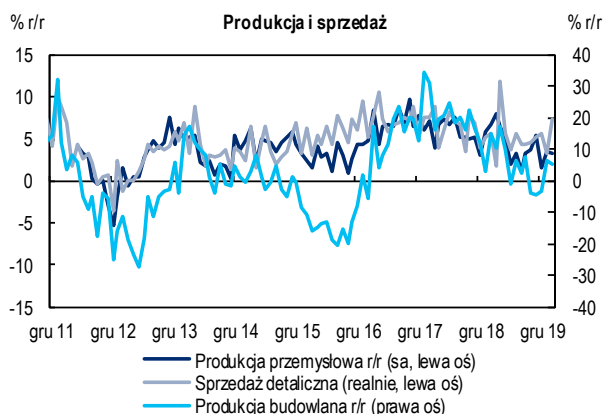
Wykres 5. RPP obniżyła stopy a NBP rozpoczął operacje repo i skup aktywów



- W reakcji na kryzys pandemiczny RPP obniżyła stopę referencyjną o 50pb do 1%, zawężając jednocześnie korytarz między stopą depozytową i lombardową (decyzja zgodna z oczekiwaniami), a także obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej, co uwolni od maja 40 mld zł.
- NBP zapowiedział regularne operacje repo, uruchomienie kredytu wekslowego (operacja w swoim charakterze podobna do TLTRO) oraz uruchomienie operacji skupu aktywów. Dwa pierwsze działania były zgodne z naszymi oczekiwaniami, a ostatnie zostało wprowadzone wcześniej niż sądziliśmy.
- Biorąc pod uwagę, że kredyt wekslowy ma być udzielany przy stopie procentowej wyższej od referencyjnej, na razie nie spodziewamy się dużego zainteresowania tym instrumentem (tym bardziej, że podatek bankowy pozostaje w mocy). Z kolei znaczenie „QE” wzrośnie dopiero gdy rzeczywiście zwiększą się potrzeby pożyczkowe budżetu.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. W lutym dane wciąż dobre, ale kolejne miesiące przyniosą tąpnięcie



- Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 4,9% r/r (oczekiwano 1,9%), a produkcja budowlana wzrosła o 5,5% (oczekiwano 1%).
- Z kolei sprzedaż detaliczna wzrosła o 7,4% r/r (oczekiwano 5,9%) po wzroście o 3,4% w styczniu.
- Dane miesięczne za luty potwierdzają, że przed pojawieniem się pandemii COVID-19 polska gospodarka była na najlepszej drodze do ożywienia. Dane te stanowią obecnie tylko migawkę z przeszłości i w obliczu pandemii COVID-19 niewiele nam mówią o przyszłym wzroście.
- Stopa bezrobocia BAEL może podwoić się w ciągu kilku miesięcy do ok. 6% (zakładając, że około 30% osób pracuje na umowach zapewniających dużą elastyczność i około 10% z nich może stracić pracę).

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 mar PONIEDZIAŁEK							
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	III	-12	-6,5	-6,6
24 mar WTOREK							
09:30	DE	PMI dla usług - wstępny	pkt	III	41	42,5	52,6
09:30	DE	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	III	37	40	49,2
10:00	EUR	PMI dla usług - wstępny	pkt	III	46,6	38,4	52,6
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	III	38,2	39	49,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	II	5,5	5,5	5,5
14:45	USA	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	III	--	45	50,7
14:45	USA	PMI dla usług - wstępny	pkt	III	--	44	49,4
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	II	747	750	764
25 mar ŚRODA							
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	II	1,2	-1,0	-0,2
26 mar CZWARTEK							
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	4000	775	281
13:30	USA	Finalny PKB	% r/r	Q4	--	2,1	2,1
27 mar PIĄTEK							
13:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	II	0,2	0,3	0,1
13:30	USA	Deflator PCE	% m/m	II	0,1	0,1	0,1
13:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	II	0,5	0,4	0,6
15:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	III	--	93,3	101

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	624	684
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.363	2.494
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.354	16.286	17.848
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)*	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	8,8	9,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,1	0,9	2,8
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,9	6,9	-2,8	2,3
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	1,0	2,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,3	3,9	0,3	2,6
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-2,0	4,6
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-4,8	3,9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)*	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,5	2,3
Inflacja CPI (% średnia)*	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,3	2,2
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	5,9	5,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	6,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	1,19	1,19
USD/PLN (Koniec okresu)**	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	3,66	3,54
USD/PLN (Średnia)**	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,78	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)**	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,35	4,27
EUR/PLN (Średnia)**	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,34	4,29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-3,4	4,5	7,0	6,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	0,8	1,1	0,9
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	0,5	4,4	4,9
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	27,0	26,2	26,6
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-20,6	-20,8	-21,9
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4	133,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)*	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,8	-6,7	-6,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych*	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,3	-5,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy, *prognozy z dnia 23.03.2020r.; ** prognozy z dnia 11.03.2020 r.; pozostałe prognozy z dnia 13.03.2020 r.

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 Bank Handlowy w Warszawie S.A, wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do 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, nie stanowi „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 oraz 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakkolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. 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 występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym, Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranym bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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. 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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.