

CitiWeekly

Więcej oliwy, więcej ognia

■ Stymulacja fiskalna nabiera tempa. W minionym tygodniu rząd zaprezentował plan zmian podatkowych, który przewiduje między innymi obniżenie stawki PIT z 17% do 12%. Nowe rozwiązania mają na celu korektę zmian wprowadzonych wcześniej w ramach Polskiego Ładu, a ich koszt dla sektora finansów publicznych jest szacowany na 0,2% PKB w bieżącym roku i około 0,7-0,8% w 2023 r.

■ Stabilizowanie inflacji staje się coraz trudniejsze. Według naszych szacunków łączna skala obniżek podatków i wzrostu wydatków zapowiedzianych w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy to około 145 mld zł, a więc 4,8% PKB. Skala tego impulsu fiskalnego byłaby bardzo duża nawet w przypadku gospodarki znajdującej się w recesji. Niemniej polska gospodarka nie jest w stagnacji, a znajduje się raczej bliżej punktu przegrzania - popyt krajowy rośnie w tempie dwucyfrowym, podczas gdy inflacja zbliżyła się do 10%. W takich warunkach dodatkowe wydatki będą w znacznym stopniu przekładać się na wzrost cen oraz pogorszenie w rachunku bieżącym, zamiast stymulować gospodarkę.

■ Brak koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej może mieć daleko idące konsekwencje. Po pierwsze, polityka fiskalna może relatywnie szybko i skutecznie podnieść inflację. Ponieważ efekty działań NBP uwidaczniają się z opóźnieniem, dzisiejsze podwyżki zaczną obniżać inflację dopiero za kilka kwartałów. Im bardziej RPP będzie zmuszona kompensować efekt luźnej polityki fiskalnej podwyżkami stóp procentowych, tym większe ryzyko głębokiego tąpnięcia wzrostu w 2023 r. Po drugie, podwyżki stóp i luźniejsza polityka fiskalna mogą prowadzić do znacznego wzrostu kosztu obsługi długu.

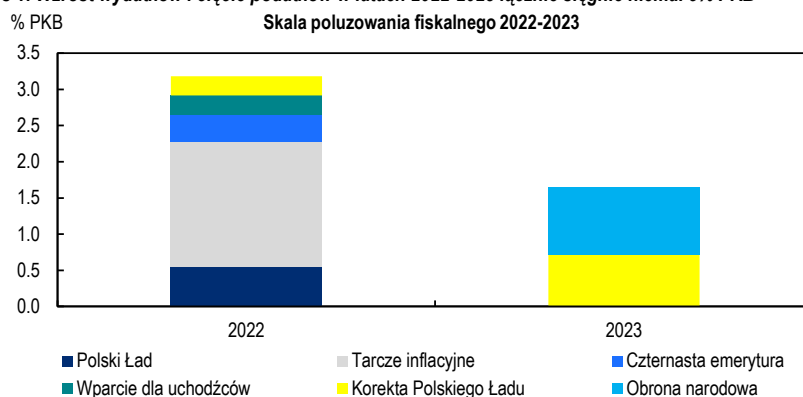
■ Jeszcze tydzień temu nasza prognoza docelowego poziomu stóp procentowych w Polsce na poziomie 5,5% wydawała się wysoka. Co więcej, ryzyko dla tej prognozy było przechylone w stronę mniejszej od przewidywanej skali podwyżek. Teraz już nie jesteśmy o tym przekonani. Zapowiedziane poluzowanie fiskalne i realne ryzyko dalszego luzowania w kolejnych miesiącach (choćby w związku z niezbędnymi wydatkami związanymi z wsparciem dla uchodźców) sprawiają, że RPP może być zmuszona podnieść stopy procentowe w większej skali niż dotychczas wydawało się to możliwe. Ostateczne decyzje RPP będą uzależnione od napływających danych, jednak do momentu pojawienia się oznak spowolnienia, nastawienie Rady będzie restrykcyjne.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 22	4,87	4,51	5,87	1,08	5,00	0,25	1,99
II KW 23	4,71	4,24	5,61	1,11	4,50	0,35	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i stopy NBP z dnia 10.03. Pozostałe prognozy z 17.03.2022 r.

Wykres 1. Wzrost wydatków i cięcie podatków w latach 2022-2023 łącznie sięgnie niemal 5% PKB



Źródło: PAP, Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

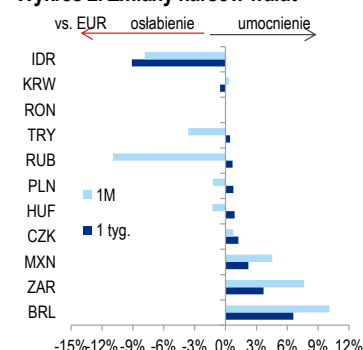
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

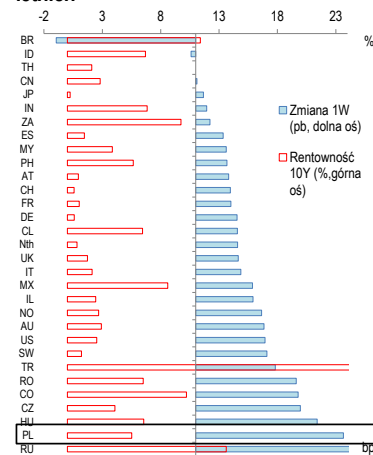
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 25.3.2022 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



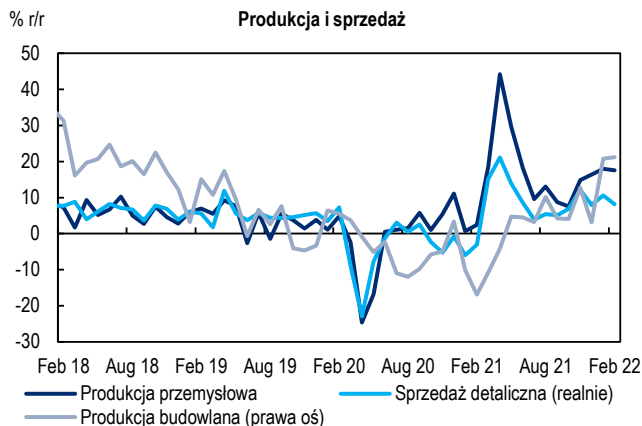
Według stanu na dzień 25.3.2022 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

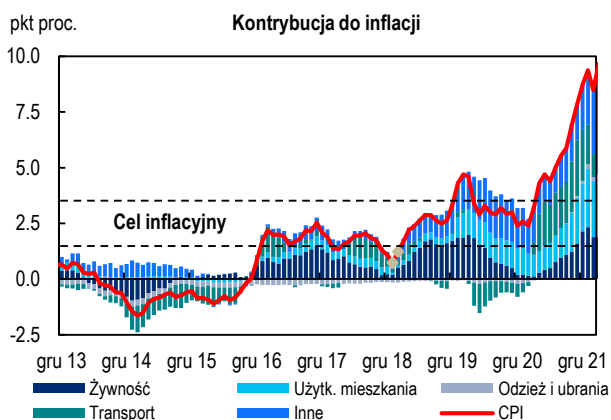
Wykres 4. Produkcja budowlana wciąż mocna, słabsza sprzedaż pod wpływem sytuacji geopolitycznej



- Ubiegłotygodniowe dane o sprzedaży detalicznej (8,1% r/r) i produkcji budowlanej (21,2% r/r) zamknęły serię marcowych publikacji i pozwalają na lepszą ocenę aktywności w pierwszych dwóch miesiącach roku.
- Dostępne dane wskazują na bardzo silne rozpędzenie gospodarki na początku 2022. Nawet jeżeli marzec przyniesie istotne tąpnięcie w eksporcie i produkcji, wzrost w całym I kwartale pozostanie bardzo wysoki - w ujęciu kwartał-do-kwartału może on być zbliżony do 1,7% odnotowanego w IV kw.
- Kolejne kwartały powinny przynieść osłabienie aktywności, jednak podtrzymujemy naszą ocenę, że średnioroczny wzrost PKB i tak pozostanie wysoki. Widzimy szanse na lepsze wyniki niż 3,6% wzrostu, który mamy w scenariuszu bazowym. Wyniki powyżej 4% są wciąż w zasięgu ręki.

Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

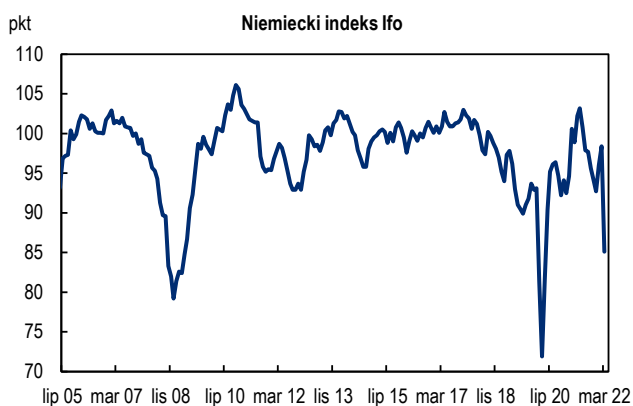
Wykres 5. Inflacja coraz bliżej 10%



- W tym tygodniu uwaga rynków będzie koncentrować się na piątkowej publikacji danych o inflacji. Wydaje się przesądzone, że inflacja wyraźnie wzrośnie i zbliży się do 10% (nasza prognoza 9,7%, konsensus 9,8%), wobec 8,5% w lutym. Niepewność co do dokładnej skali wzrostu jest jednak bardzo wysoka.
- Wyjątkowo silne podwyżki cen paliw (+28% m/m) są głównym czynnikiem popychającym marcową inflację w górę. Niemniej silny popyt krajowy (por. komentarz powyżej) sprawia, że również po stronie popytowej nie brakuje czynników proinflacyjnych. Biorąc pod uwagę sam poziom inflacji oraz jej wyjątkową zmienność, wzrost CPI nawet do dwucyfrowych poziomów w marcu nie byłby dużym zaskoczeniem.
- Marcowa inflacja będzie zapewne dodatkowym argumentem za podwyżką stóp procentowych na posiedzeniu RPP zaplanowanym na 6 kwietnia (oczekujemy podwyżki o 50 pb do 4%).

Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 6. Pogorszenie indeksów koniunktury w strefie euro



- Niemiecki indeks Ifo spadł w marcu do 90,8 z 98,5, a jego jego komponent mierzący oczekiwania obniżył się poniżej 90 punktów. Dane wskazują na wyraźny negatywny wpływ wojny w Ukrainie na kondycję, a przynajmniej na nastroje w niemieckim przemyśle.
- Co ciekawe jednocześnie wstępny szacunek indeksu PMI dla przemysłu strefy euro spadł tylko nieznacznie i wyniósł w marcu 57 pkt. W tym przypadku jednak jesteśmy skłonni bardziej wierzyć wskazaniom Ifo, tym bardziej, że PMI może być zawyżany przez problemy z łańcuchami dostaw.
- Biorąc pod uwagę negatywny wpływ wysokich cen energii również na konsumentów, scenariusz głębszego spowolnienia w II i III kwartale w strefie euro pozostaje w mocy.

Źródło: Thomson Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
29 Mar WTOREK							
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	III	110,9	107,3	110,5
30 Mar ŚRODA							
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	III	103,0	110,0	114,0
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	III	--	438	475
14:30	USA	Finalny PKB	% kw/kw ann	Q4	--	7,1	7,0
31 Mar CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	190	200	187
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	II	0,7	0,5	1,5
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	II	0,6	0,6	0,6
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	II	0,9	0,5	0,0
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	III	--	56,6	56,3
01 Apr PIĄTEK							
		Szczyt UE - Chiny					
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	III	54,0	--	54,7
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	57,6	57,6
10:00	PL	CPI	% r/r	III	9,7	--	8,5
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	III	56,8	57,0	58,2
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	III	7,3	6,6	5,8
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	III	3,7	3,7	3,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	III	490	460	678
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	III	58,9	58,3	58,6

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	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	673	746
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.596	2.895
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.646	19.591
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	6,2	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	3,6
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	8,0	0,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	3,2
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	11,6	2,8
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,8	3,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	6,9
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	8,9
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	9,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	3,6	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	5,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	5,75
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	3,71	4,85
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,06	4,35
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,38
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,79
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,79
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-6,1	-14,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,9	-2,2
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,3	-8,0
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	333,0	331,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	333,3	339,4
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	28,7	27,8
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-29,4
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	-3,8	-4,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,6	-3,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	43,3	42,5

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 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.