

CitiWeekly

Nadwyżka po styczniu, tylko co z VAT?

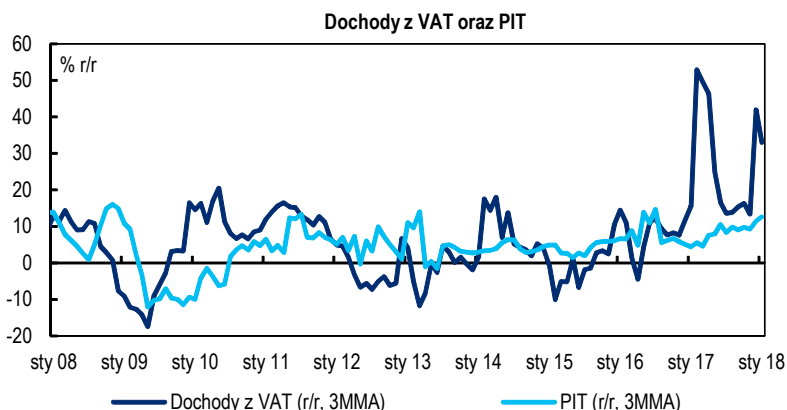
- Po zaskakująco wysokim deficycie w grudniu, styczeń przyniósł nadwyżkę budżetową na poziomie 8,6 mld zł. I o ile w grudniu deficyt był efektem wyjątkowego wzrostu wydatków, tym razem niezły wynik budżetu wynikał z ich 12% spadku. Można więc powiedzieć, że styczniowa nadwyżka to efekt mobilizacji wydatkowej pod koniec ubiegłego roku, która mogła odciążyć początek 2018 r.
- Gdyby spojrzeć na dochody, obraz jest już mniej jednoznaczny. Utrzymały się dwucyfrowe wzrosty podatków dochodowych (PIT+14%, CIT +11%), co wydaje się spójne z danymi świadczącymi o dynamicznym wzroście gospodarczym, wysokiej dynamice płac i rosnącym zatrudnieniu. W tym kontekście mniej oczywiste są jednak około 17% spadki dochodów z tytułu VAT. Naszym zdaniem wynik ten jest zaburzony przez znaczne przesunięcia zwrotów VAT na przełomie 2016/2017, które zawyżyły dochody na początku ubiegłego roku i przez to stworzyły „wysoką bazę” do porównań rok-do-roku. Również spoglądając na uśrednione dane za grudzień 2017 r. i styczeń 2018 r., dochody z tytułu VAT wzrosły o około 7% r/r, a więc w tempie zbliżonym do nominalnego PKB.
- Doświadczenia poprzednich lat pokazują, że w przypadku danych budżetowych duże wahania z miesiąca na miesiąc to raczej reguła niż wyjątek. Z tego powodu naszym zdaniem nie ma powodów do nadmiernego niepokoju w związku z informacjami o spadku wpływów z VAT w styczniu. W naszych prognozach zakładamy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego w całym 2018 roku wyniesie około 2% PKB i tym samym będzie znacznie niższy od limitu 3% PKB. Dopóki utrzymuje się wysokie tempo wzrostu popytu krajowego (w tym przede wszystkim konsumpcji) dochody budżetowe powinny rosnąć w szybkim tempie, a deficyt powinien pozostawać pod kontrolą. Ponadto, dzięki wzrostowi nominalnego PKB dług publiczny najprawdopodobniej utrzyma się w najbliższym czasie na trajektorii spadkowej. Poważnym testem dla finansów publicznych mogłoby okazać się dopiero większe spowolnienie gospodarcze, które jednak nie znajduje się w naszym scenariuszu bazowym na 2018 rok.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 18	4,08	3,24	4,69	1,26	1,50	0,00	1,72	0,65	2,50
I KW 19	4,04	3,06	4,59	1,32	1,75	0,00	2,10	0,85	2,70

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 16.02.2017 r., pozostałe prognozy z dnia 21.02.2017 r.

Wykres 3. Pomimo wahań wpływy z VAT rosną w relatywnie szybkim tempie



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych MF.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

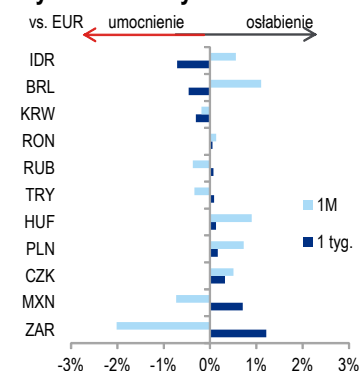
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

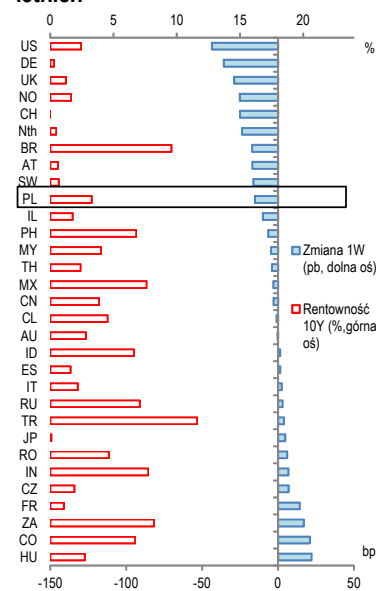
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 2.03.2018 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich

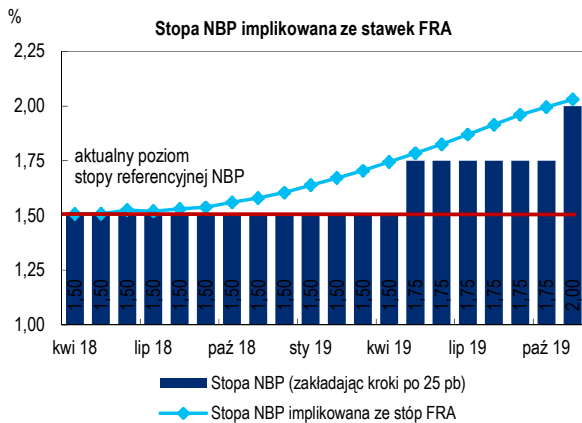


Według stanu na dzień 2.03.2018 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

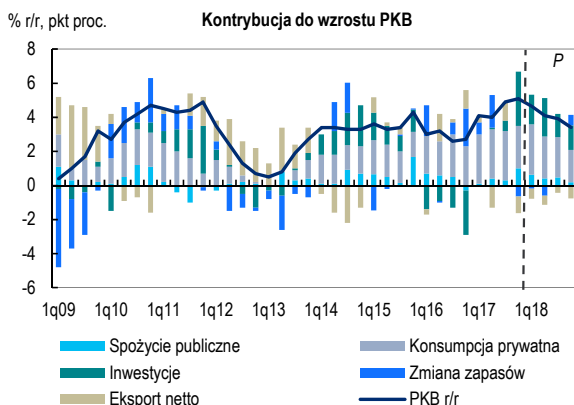
Wykres 4. RPP prawdopodobnie utrzyma łagodny przekaz



- Oczekujemy, że na śródownym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieni ani stóp procentowych, ani łagodnego tonu swojego komunikatu.
- Nasza uwaga będzie koncentrować się na wyniku najnowszej projekcji inflacyjnej. Spodziewamy się, że projekcja pokaże wyraźnie wyższy wzrost PKB w 2018 r. (wobec 3,6% w poprzedniej projekcji). Z kolei zmiana projekcji CPI prawdopodobnie będzie niewielka.
- Naszym zdaniem członkowie RPP utrzymają gołębie nastawienie i będą sygnalizować, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w tym roku i być może również na początku 2019 r. W bazowym scenariuszu oczekujemy 2-3 podwyżek w 2019 r. począwszy od I poł. 2019 r. jednak z ryzykiem odłożenia zmian stóp w czasie.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

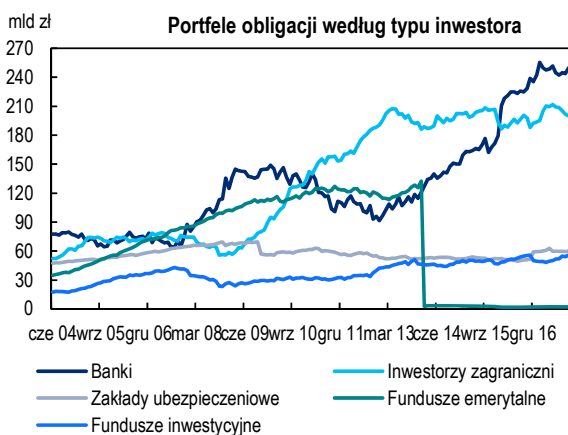
Wykres 5. Popyt krajowy w IV kw. wzrósł aż o ponad 6%



- W końcu poznaliśmy dane o strukturze wzrostu gospodarczego w IV kw. PKB przyspieszył do 5,1%, a szczegółowe rozbięcie pokazało przyspieszenie konsumpcji prywatnej do 4,9% z 4,8% oraz inwestycji do 11,3% z 3,3%. Popyt krajowy wzrósł aż o 6,1% najmocniej od początku 2008 r.
- W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego spowolnienia do 4-4,2% w całym roku, przy czym ryzyko jest po stronie jeszcze lepszych wyników.
- PMI dla przemysłu obniżył się w lutym do 53,7 pkt z 54,6 i był niższy od konsensusu rynkowego (54,2 pkt). Był to drugi miesiąc spadku indeksu i drugi z negatywną niespodzianką, mimo utrzymywania się analogicznych indeksów dla Niemiec i strefy euro na znacznie wyższych poziomach.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Obligacje i wybory we Włoszech ...



- Resort finansów poinformował, że zaoferuje na marcowym przetargu podstawowym 3-5 mld zł i zorganizuje też aukcję zamiany. Po lutym MF ma sfinansowane 46% potrzeb pożyczkowych, a na początku roku zakładaliśmy średnią emisję na poziomie 5 mld zł na aukcję.
- Według danych MF inwestorzy zagraniczni ograniczyli pozycje w krajowych obligacjach o ok. 3 mld zł, w tym m.in. przez banki centralne i instytucje publiczne oraz inwestorów z USA i Norwegii.
- Częstkowe wyniki wyborów z Włoch wskazują na bardzo dobry wynik partii antyestabliźmentowych, w tym Ruchu Pięciu Gwiazd, który prawdopodobnie stanie się największą partią w parlamencie. Proces tworzenia rządu będzie długotrwały (w poprzednich latach trwał średnio 40 dni) i rozpocznie się dopiero pod koniec marca.

Źródło: MF, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
5 mar PONIEDZIAŁEK							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	II	--	55.3	55.3
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	II	56.7	56.7	56.7
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	--	0.0	-1.1
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	II	--	--	55.9
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	II	58.2	58.8	59.9
6 mar WTOREK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	I	--	-1.2	1.7
7 mar ŚRODA							
11:00	EMU	PKB	sa % kw/kw	IV kw.	0.6	0.6	0.7
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	II	--	195.0	234.0
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	I	-55.1	-55.0	-53.1
	PL	Decyzja RPP	%	III	1.5	1.5	1.5
8 mar CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienie w przemyśle	%m/m	I	-1.9	-1.7	3.8
09:00	HU	Inflacja	% r/r	II	2.1	2.0	2.1
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	III	0.00	0.00	0.00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225.0	220.0	210.0
9 mar PIĄTEK							
02:30	CN	Inflacja	% r/r	II	--	2.4	1.5
09:00	CZ	Inflacja	% r/r	II	--	2.0	2.2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II	185.0	200.0	200.0
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	II	4.1	4.0	4.1
14:30	USA	Wynagrodzenia godzinowe	% m/m	II	0.3	0.3	0.3

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	469	523	655	750
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,970	2,100	2,232
PKB per capita (USD)	12,994	13,622	14,199	12,417	12,215	13,615	17,111	19,589
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	2,9	4,6	4,0	3,3
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,4	7,0	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,2	3,7	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,0	3,1
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,4	7,7	8,8	7,2	7,3	6,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,4	8,7	5,9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	2,0	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,1	2,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,7	7,3	7,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,42	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,65	2,65
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,70	4,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,14	2,88
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,74	3,24	3,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,05	4,01
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,07	4,02
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,8	-3,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	103,0	111,0	120,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,2	-0,5	-0,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,2	49,0	47,5

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

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. Jakiegokolwiek 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 tożsamy 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 odpowiedzialności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych 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.