

## CitiWeekly

## Jak szybko wyhamuje aktywność?

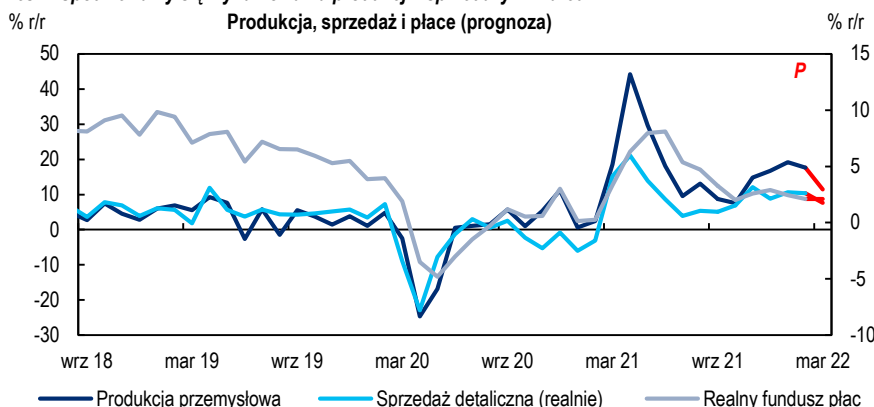
- W tym tygodniu poznamy pierwsze twarde dane z polskiej gospodarki obejmujące pełny miesiąc wojny w Ukrainie.
- Spodziewamy się wyhamowania produkcji i sprzedaży detalicznej w marcu. Szacujemy, że produkcja przemysłowa spowolniła do 11,5% r/r z 17,6%, a przedsiębiorstwa mogły już zacząć się dostosowywać do słabszego eksportu w kierunku wschodnim, a także do krajów Unii Europejskiej w związku z oczekiwanym spadkiem zamówień i wyhamowaniem gospodarczym. Słabsze tempo wzrostu byłoby również spójne z sygnałami płynącymi z najnowszego odczytu PMI i jego struktury wskazującej na słabszą produkcję i nowe zamówienia. Widzimy pewne ryzyko w górę dla naszego szacunku w związku z realizacją zamówień z poprzednich miesięcy, które rosły w ostatnim czasie o ponad 30% r/r. Spodziewamy się również wyhamowania produkcji budowlanej do 12,5% r/r z 21,2% za sprawą możliwych niedoborów materiałów i powrotu części pracowników do Ukrainy.
- Sprzedaż detaliczna prawdopodobnie spowolniła do 7,6% r/r z 8,1%. Wynik ten będzie naszym zdaniem związany z wysoką statystyczną bazą z ubiegłego roku, wciąż słabą sprzedażą samochodów i rosnącą inflacją ograniczającą realne dochody do dyspozycji. Powyższe czynniki były w marcu prawdopodobnie częściowo równoważone przez wysoką dynamikę sprzedaży m.in. żywności i paliw, napędzanych przez wysoką liczbę uchodźców. Biorąc to pod uwagę dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego szacunku marcowej sprzedaży detalicznej.
- Jeżeli chodzi o rynek pracy, w marcu spodziewamy się spowolnienia wzrostu płac do około 10,8% r/r, co sprowadziłoby realną dynamikę w okolice zera. Naszym zdaniem właśnie dane o dynamice wynagrodzeń w marcu oraz w kilku kolejnych miesiącach będą kluczowe z punktu widzenia Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Jakikolwiek istotne niespodzianki w górę przypadku płac w marcu oraz II kwartale zwiększyłyby ryzyko realizacji scenariusza narastania spirali płacowo-inflacyjnej. W takiej sytuacji RPP mogłaby być zmuszona do bardziej zdecydowanego zacieśnienia polityki pieniężnej niż obecnie zakłada konsensus prognoz. O ryzyku podwyższenia stóp nawet do 7,5% wspominał jeden z członków RPP H. Wniorowski w dzisiejszym wywiadzie dla Business Insider. Nasz podstawowy scenariusz zakłada podwyżki w okolice 6,25%.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

|           | €/zł | \$/zł | £/zł | €/€  | NBP  | 10L Bund | 10L Treasuries |
|-----------|------|-------|------|------|------|----------|----------------|
| III KW 22 | 4,65 | 4,27  | 5,60 | 1,09 | 6,25 | 0,25     | 2,00           |
| III KW 23 | 4,58 | 4,13  | 5,39 | 1,11 | 4,75 | 0,40     | 2,00           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i stopy NBP z dnia 6.04. Pozostałe prognozy z 17.03.2022 r.

Wykres 1. Spodziewamy się wyhamowania produkcji i sprzedaży w marcu



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

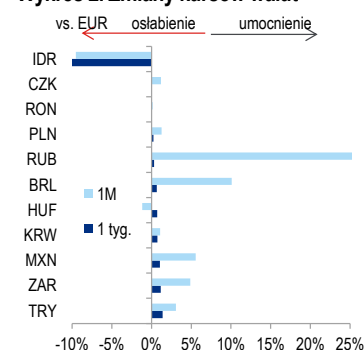
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

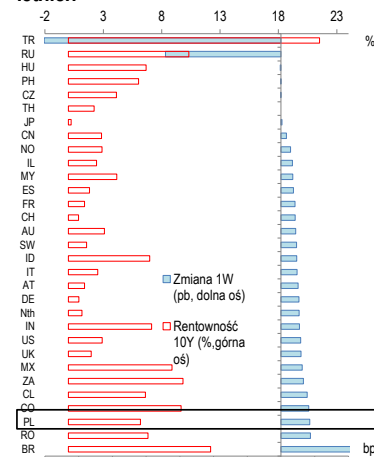
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 15.4.2022 r.  
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



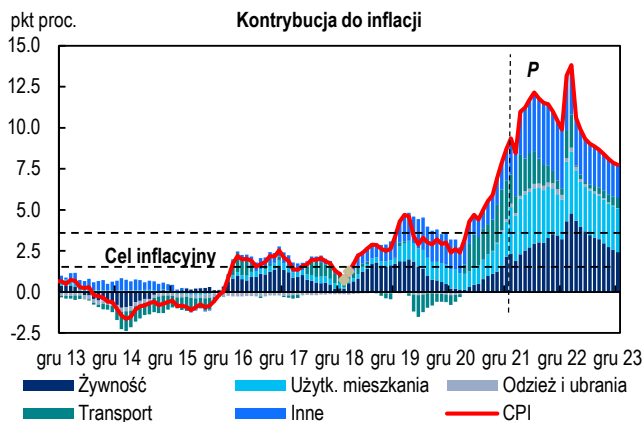
Według stanu na dzień 14.4.2022 r.  
Źródło: Reuters.

## Spis treści

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

## Tydzień w wykresach

Wykres 4. CPI najwyższy od 20 lat



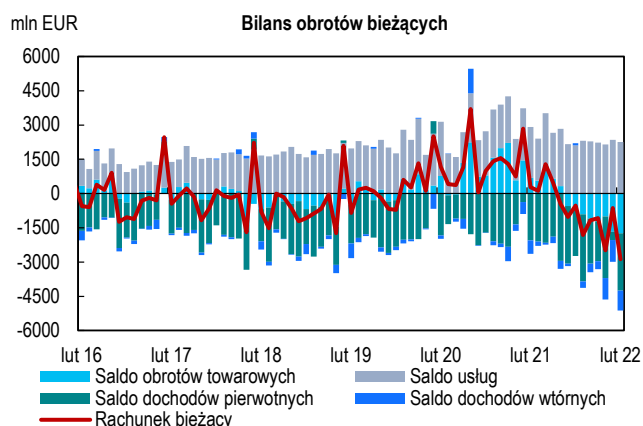
GUS zrewidował marcowy odczyt inflacji do 11% r/r z 10,9% wobec 8,5% w lutym. Za wzrost inflacji odpowiadały przede wszystkim ceny energii (paliwa: 28,1% m/m, węgiel: 14,1% m/m, gaz: 7,1% m/m) oraz ceny żywności (mięso: 5,7% m/m), a także ceny w kategorii „restauracje i hotele” (12,7% r/r). Za wzrost inflacji odpowiedzialne było przede wszystkim szybszy wzrost cen towarów (11,7% r/r) przy stabilizacji inflacji usług (9,1% r/r). Spodziewamy się wzrostu inflacji netto do 7,1% z 6,7%.

Prognozujemy dalszy wzrost inflacji CPI do ok. 12% w czerwcu, przejściowym spadek w II poł. roku i kolejny szczyt w I kw. 23 r. w związku z przywróceniem wyższych stawek VAT. Spowolnienie wzrostu PKB przełoży się na obniżenie inflacji netto w trakcie 2023 r.

Sejmowa Komisja Finansów Publicznych pozytywnie zaopiniowała wniosek prezydenta RP o powołanie Adama Glapińskiego na drugą kadencję na stanowisku prezesa.

Źródło: NBP, Thomson Reuters, prognozy Citi Handlowy

Wykres 5. Rośnie deficyt obrotów bieżących

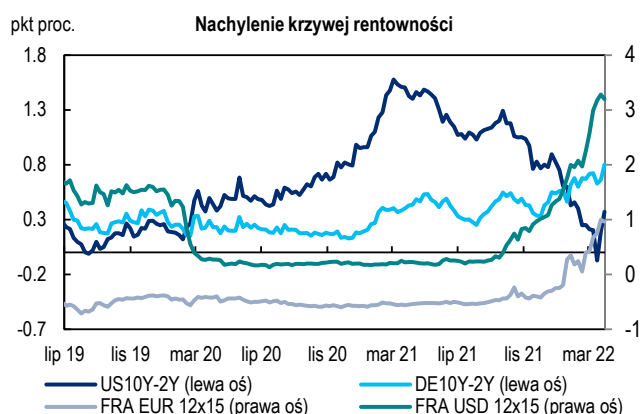


Bilans obrotów bieżących pogorszył się w lutym do -2,8 mld € z -64 mln €. Za pogorszenie salda odpowiadał przede wszystkim znacznie niższy niż w styczniu napływ środków UE, pogorszenie salda towarowego i usług. Wzrost eksportu i importu wyhamował bardziej niż zakładaliśmy do 10,4% r/r i 21,6% r/r. Mocno rósł eksport energii elektrycznej, koksu, węgla, nawozów i komputerów, a słabo zachowywał się eksport aut i akumulatorów. Z kolei import podwyższały wysokie ceny surowców. Skumulowane saldo za 12 mies. pogorszyło się do -1,7% PKB z -1,2%. W związku z wojną w Ukrainie kolejne miesiące mogą przynieść dalsze pogorszenie salda nawet do ponad -3% PKB.

Skumulowane 12M saldo obrotów bieżących i kapitałowych spadło poniżej zera po raz pierwszy od 2016 r. Wsparciem dla tego salda byłby napływ środków UE z Funduszu Odbudowy, a póki co jest ono finansowane przez napływ BIZ.

Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, prognozy Citi Handlowy

Wykres 6. EBC może podwyższyć stopy w III kw., presja inflacyjna w USA przemawia za potrzebą podwyżek stóp



Inflacja CPI w USA wzrosła do 8,5% r/r, najwyższego poziomu od 40 lat i możliwe, że tym samym osiągnęła szczyt. Choć dane o inflacji netto zaskoczyły w dół, to prognozy Citi wskazują na utrzymanie inflacji netto na podwyższoznym poziomie 5-6% przez dłuższy czas w związku z siłą popytu w amerykańskiej gospodarce.

Jednocześnie PPI zaskoczył w górę, wydaje się potwierdzać potrzebę podwyżek stóp procentowych (bazowy scenariusz Citi – stopa Fed: 3% w 2022 r. i 3,75% w 2023 r.).

EBC wzmocnił swoją intencję zakończenia programu skupu aktywów w III kw. Sądzymy, że może to nastąpić nawet na początku III kw, co otwierałoby drogę do podwyżki stóp już w lipcu.

Źródło: Thomson Reuters, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz. publikacji       | Kraj | Informacja                      | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|------------------------|------|---------------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>19 kwi WTOREK</b>   |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 14:00                  | PL   | Inflacja netto                  | % r/r     | III   | 7,1           | 7,0               | 6,7                |
| 14:30                  | USA  | Rozpoczęte budowy domów         | tys.      | III   | 1770          | 1748              | 1769               |
| 14:30                  | USA  | Wydane pozwolenia na budowę     | tys.      | III   | 1840          | 1839              | 1865               |
| <b>20 kwi ŚRODA</b>    |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 11:00                  | EUR  | Produkcja przemysłowa           | % m/m     | II    | 0,8           | 0,5               | 0,0                |
| 16:00                  | USA  | Sprzedaż domów na rynku wtórnym | mln       | III   | 5,78          | 5,8               | 6,02               |
| <b>21 kwi CZWARTEK</b> |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 10:00                  | PL   | PPI                             | % r/r     | III   | --            | 17,6              | 15,9               |
| 10:00                  | PL   | Produkcja przemysłowa           | % r/r     | III   | 11,5          | 12,1              | 17,6               |
| 10:00                  | PL   | Zatrudnienie                    | % r/r     | III   | 2,3           | 2,3               | 2,2                |
| 10:00                  | PL   | Place                           | % r/r     | III   | 10,8          | 10,4              | 11,7               |
| 11:00                  | EUR  | Inflacja HICP                   | % r/r     | III   | 7,5           | 7,5               | 7,5                |
| 14:30                  | USA  | Liczba nowych bezrobotnych      | tys.      | tyg.  | 175           | 180               | 185                |
| 14:30                  | USA  | Indeks Philly Fed               | pkt       | IV    | --            | 21                | 27,4               |
| 16:00                  | USA  | Wskaźnik wyprzedzający          | % m/m     | III   | --            | 0,3               | 0,3                |
| 17:00                  | EUR  | Zaufanie konsumentów            | pkt       | IV    | -20,0         | -20,0             | -18,7              |
| <b>22 kwi PIĄTEK</b>   |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 10:00                  | EUR  | PMI dla usług - wstępny         | pkt       | IV    | 54,0          | 55,0              | 55,6               |
| 10:00                  | EUR  | Wstępny PMI dla przemysłu       | pkt       | IV    | 54,5          | 54,6              | 56,5               |
| 10:00                  | PL   | Sprzedaż detaliczna             | % r/r     | III   | 7,6           | 9,0               | 16,5               |
| 10:00                  | PL   | Produkcja budowlana             | % r/r     | III   | 12,5          | 15,2              | 21,2               |
| 15:45                  | USA  | Wstępny PMI dla przemysłu       | pkt       | IV    | --            | 57,8              | 58,8               |
| 15:45                  | USA  | Wstępny PMI dla usług           | pkt       | IV    | --            | 58,0              | 58,0               |

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   | 2021   | 2022P  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 478    | 472    | 528    | 588    | 597    | 598    | 675    | 666    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1.800  | 1.861  | 1.989  | 2.122  | 2.293  | 2.327  | 2.603  | 2.962  |
| PKB per capita (USD)                       | 12.421 | 12.288 | 13.734 | 15.313 | 15.560 | 15.615 | 17.693 | 17.484 |
| 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    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 3,8    | 3,1    | 4,9    | 5,4    | 4,7    | -2,5   | 5,7    | 3,9    |
| Inwestycje (% r/r)                         | 6,1    | -8,2   | 4,0    | 9,4    | 6,1    | -9,0   | 7,9    | -1,0   |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 2,8    | 3,5    | 4,1    | 4,3    | 4,5    | -1,1   | 4,8    | 3,6    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 3,0    | 3,9    | 4,5    | 4,3    | 4,0    | -3,0   | 6,2    | 4,0    |
| Eksport (% r/r)                            | 7,7    | 8,8    | 9,5    | 6,9    | 5,2    | 0,1    | 12,0   | 2,4    |
| Import (% r/r)                             | 6,6    | 7,6    | 9,8    | 7,4    | 3,0    | -1,2   | 17,4   | 3,4    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | -0,5   | 0,8    | 2,1    | 1,1    | 3,4    | 2,4    | 8,6    | 8,8    |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | -0,9   | -0,6   | 2,0    | 1,6    | 2,3    | 3,4    | 5,1    | 10,2   |
| 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   | 6,25   |
| WIBOR3M, (% koniec okresu)                 | 1,72   | 1,73   | 1,72   | 1,72   | 1,71   | 0,21   | 2,51   | 6,55   |
| Rentowność obligacji 10-letnich            | 2,95   | 3,63   | 3,30   | 2,81   | 2,07   | 1,25   | 3,71   | 5,40   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,95   | 4,18   | 3,48   | 3,76   | 3,79   | 3,76   | 4,06   | 4,21   |
| USD/PLN (Średnia)                          | 3,77   | 3,95   | 3,78   | 3,61   | 3,84   | 3,90   | 3,86   | 4,22   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,29   | 4,42   | 4,17   | 4,30   | 4,26   | 4,61   | 4,60   | 4,63   |
| EUR/PLN (Średnia)                          | 4,18   | 4,36   | 4,26   | 4,26   | 4,30   | 4,44   | 4,57   | 4,65   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                           | -2,6   | -2,5   | 0,8    | -7,7   | 2,8    | 17,5   | -6,1   | -14,4  |
| 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  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)  | -2,6   | -2,2   | -1,5   | -0,2   | -0,7   | -7,1   | -1,8   | -3,7   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz.  | -0,9   | -0,5   | 0,1    | 1,2    | 0,6    | -5,8   | -0,6   | -2,6   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)        | 48,7   | 51,9   | 48,4   | 46,4   | 43,2   | 47,8   | 41,3   | 39,1   |

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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.