

CitiMonthly

Wciąż na trójce

- Słabsze dane z gospodarki skłoniły nas do lekkiej korekty prognoz wzrostu. Obecnie oczekujemy, że zarówno w 2016, jak i 2017 roku wzrost wyniesie ok. 3,1% (wobec 3,2% przed korektą). Spadek inwestycji okazał się bowiem głębszy niż zakładaliśmy, a pozytywny efekt z programu 500+ może ujawniać się z opóźnieniem.
- Ryzyko dla naszej prognozy jest po stronie jeszcze słabszego wyniku, szczególnie jeżeli wrześniowa produkcja przemysłowa oraz sprzedaż detaliczna rozczarują. W takim przypadku wzrost mógłby obniżyć się poniżej 3% w III lub IV kwartale.
- Spadki inwestycji są przejściowe, a wskaźnik inflacji powinien powoli rosnąć w kolejnych kwartałach. Dlatego nie spodziewamy się zmian w polityce pieniężnej przez przynajmniej rok.
- Nie można jednak wykluczyć, że dotychczasowy jastrzębi ton wypowiedzi członków RPP może zostać złagodzony. W sytuacji wzrostu balansującego w okolicach lub nawet poniżej 3%, RPP zapewne będzie wyczekiwać długo zapowiadanego odbicia inflacyjnego.
- Zbliżające się wybory w USA mogą zwiększyć zmienność na rynkach finansowych i przyczynić się do przejściowego osłabienia złotego. W horyzoncie roku spodziewamy się lekkiego umocnienia złotego wobec euro i bardziej zauważalnego umocnienia wobec dolara.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

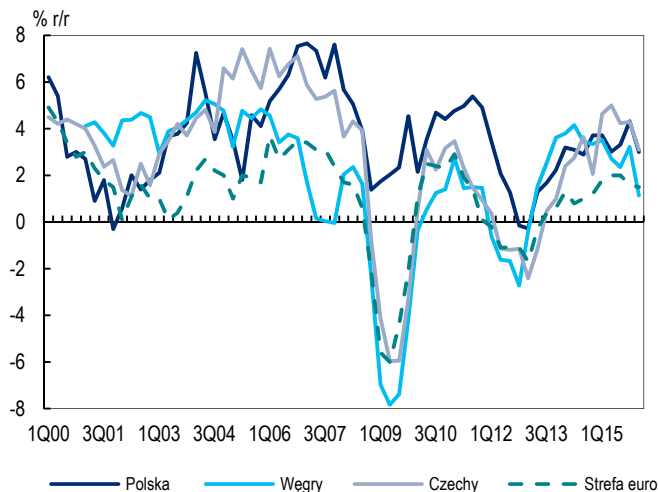
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

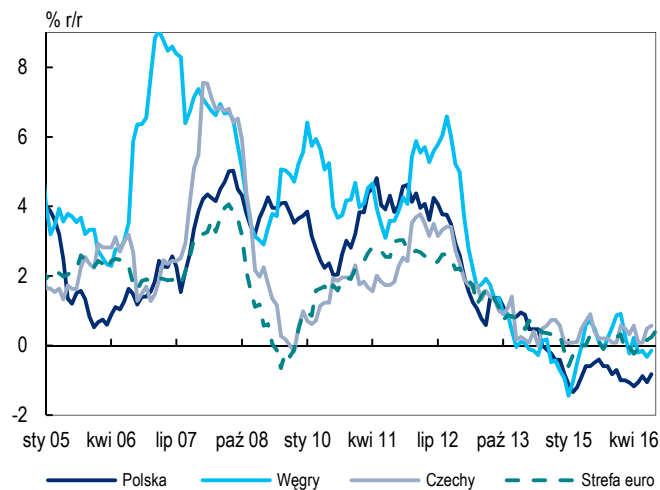
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



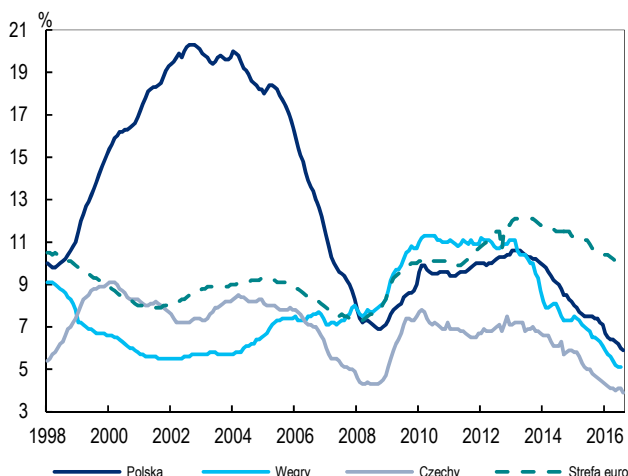
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



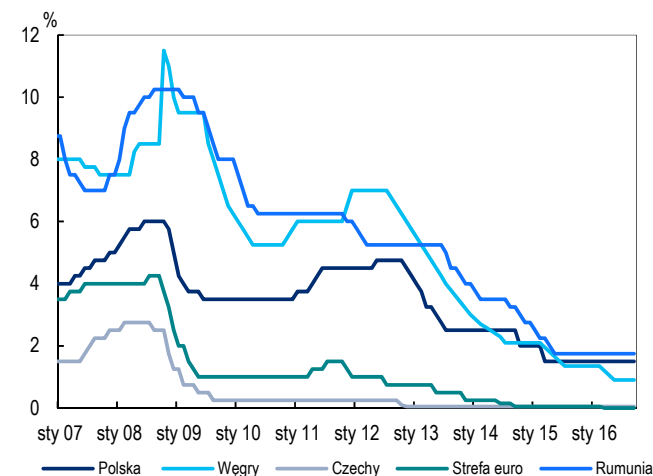
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



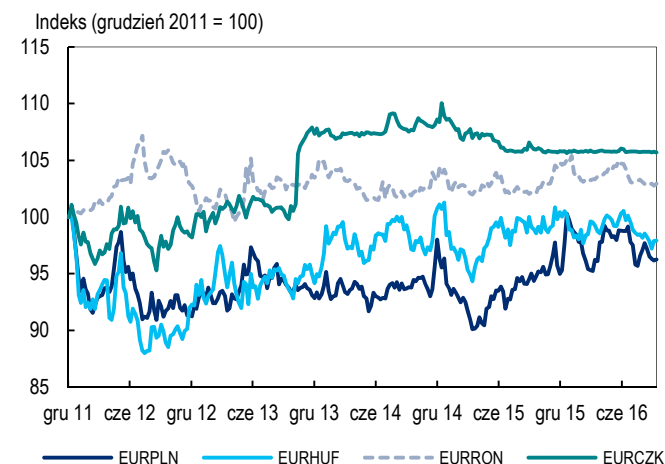
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



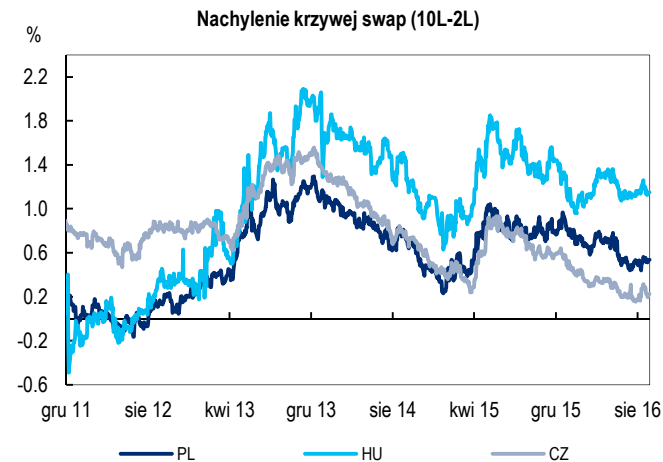
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Nachylenie krzywej swap (10 lat - 2 lata)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

Wciąż na trójce

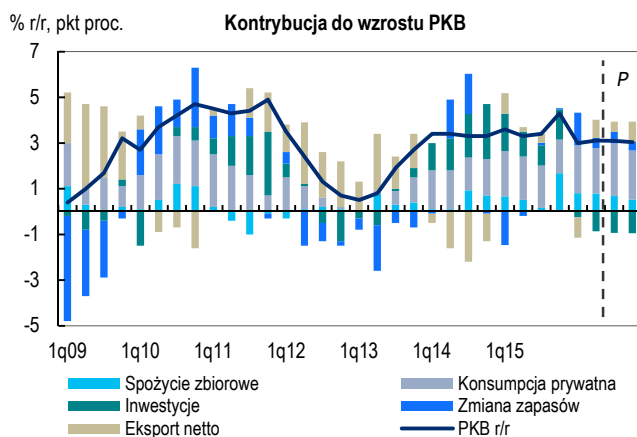
- We wrześniu lekko obniżyliśmy prognozę wzrostu na lata 2016-2017 do 3,1% (z 3,2%). Spadek inwestycji okazał się znacznie głębszy niż zakładaliśmy, a pozytywny efekt z programu 500+ może ujawniać się z opóźnieniem. Ryzyko dla naszej prognozy jest po stronie jeszcze słabszego wyniku.
- Spadki inwestycji są przejściowe, a wskaźnik inflacji powinien powoli rosnąć w kolejnych kwartałach. Dlatego nie spodziewamy się zmian w polityce pieniężnej przez przynajmniej rok.
- Zbliżające się wybory w USA mogą zwiększyć zmienność na rynkach finansowych i przyczynić się do przejściowego osłabienia złotego.

Bez przyspieszenia w II połowie roku

Najnowsze dane pokazują rozbieżności między wyjątkowo dobrymi danymi z rynku pracy i słabszymi od prognoz danymi o PKB. Wzrost w II kwartale przyspieszył tylko nieznacznie i wyniósł 3,1% r/r, wobec 3% w I kwartale. Słabszy wynik był przede wszystkim efektem rozczarowujących inwestycji, podczas gdy konsumpcja rosła w relatywnie szybkim tempie (Wykres 8).

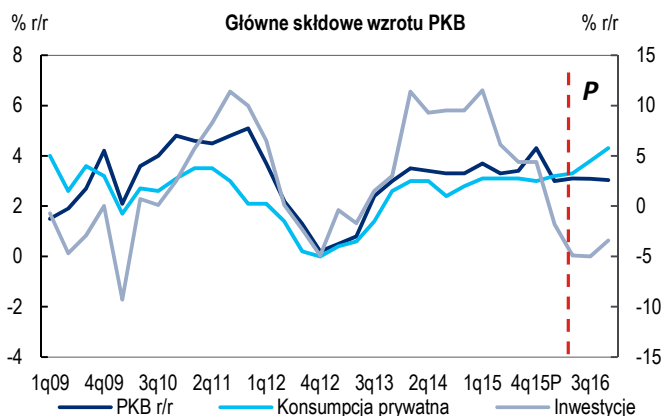
Wyraźnie widać, że oprócz osłabienia inwestycji publicznych w związku z wolniejszym napływem środków unijnych, w I połowie roku odnotowano również spadki inwestycji przedsiębiorstw (Wykres 8). Biorąc pod uwagę silny wzrost konsumpcji, niskie stopy procentowe oraz rozluźnienie fiskalne, trudno dostrzec bezpośrednie powody odkładania w czasie lub zaniechania inwestycji. Można jednak przypuszczać, że ostrożność firm była związana z obawami przed przyszłymi zmianami w otoczeniu zewnętrznym, podatkowym lub regulacyjnym.

Wykres 7. Dane za I połowę roku zaskoczyły negatywnie, a II połowa może nie być dużo lepsza



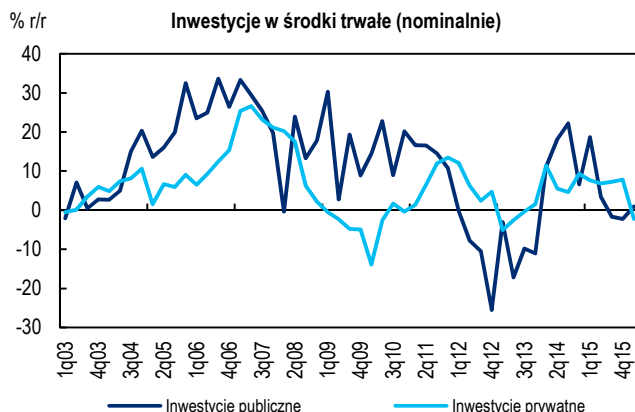
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Wzrost podtrzymuje konsumpcja, ale negatywne niespodzianki wynikają ze spadku inwestycji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 9. Spadek nakładów na środki to efekt zarówno słabszych inwestycji publicznych, jak i prywatnych



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 10. Wykorzystanie mocy wytwórczych jest wciąż powyżej średniej długoterminowej

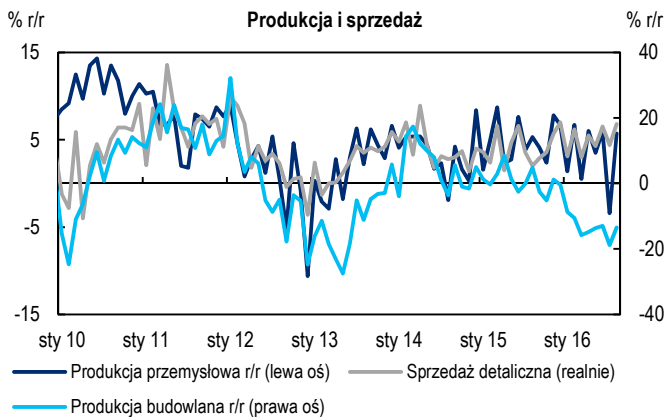


Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Dane miesięczne pokazują, że w III kwartale wciąż nie odnotowano przełomu w dziedzinie inwestycji. Produkcja budowlana spadła w lipcu i sierpniu średnio o niemal 20% r/r, pogłębiając spadki z II kwartału (-14% r/r). Trudno również dostrzec jakieś przekonujące odwrócenie trendu w danych miesiąc-do-miesiąca, co sugeruje, że spadki w budownictwie mogą się jeszcze utrzymywać przez przynajmniej kilka miesięcy. O tym, że gospodarka wyhamowuje świadczy również niższy wzrost produkcji przemysłowej. Co prawda słabość lipcowych danych z przemysłu została częściowo odwrócona wraz z publikacją danych sierpniowych, jednak trend wzrostowy utrzymuje się obecnie na niższym poziomie niż w pierwszych miesiącach roku. Oznacza to, że dynamika wartości dodanej w przemyśle i budownictwie zaciąży na wynikach PKB za III kwartał.

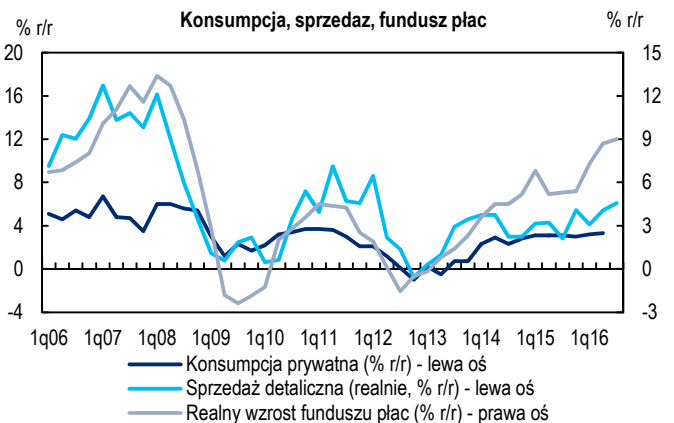
Negatywne tendencje w budownictwie i przemyśle mogą być częściowo kompensowane przez poprawę w handlu i usługach. Sprzedaż detaliczna wciąż rośnie w dynamicznym tempie, choć wolniej niż można było oczekiwać bezpośrednio po wprowadzeniu programu 500+. Jednym z powodów czemu sprzedaż nie sprostała oczekiwaniom jest zapewne to, że znaczna część konsumentów przeznaczyła w okresie letnim dodatkowe dochody na zakup usług, które w tych statystykach nie są ujmowane. Takie wytłumaczenie jest spójne między innymi z wynikami badań NBP sugerującymi, że wzorzec konsumpcji gospodarstw domowych otrzymujących transfery w ramach programu 500+ może ulec istotnej zmianie (a wydatki zostaną przesunięte w kierunku usług). Mimo, że dane o sprzedaży usług nie są ujęte w sprzedaży detalicznej, powinny one znaleźć odzwierciedlenie w kwartalnych danych o konsumpcji, a przez to powinny wspierać wzrost PKB.

Wykres 11. Produkcja budowlana wciąż spada, podczas gdy produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna odbiły się od lipcowego dna



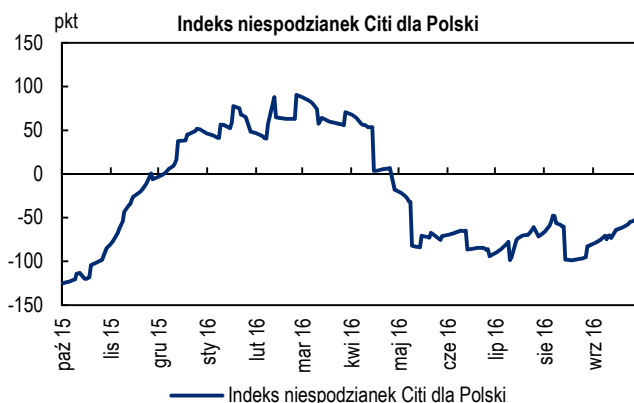
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Sprzedaż detaliczna i konsumpcja



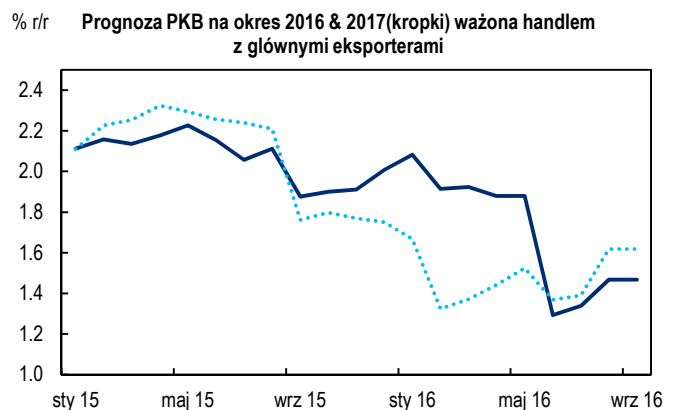
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 13. Ostatnie dane były nieco lepsze od prognoz ale wciąż nie zrekompensowały w pełni negatywnych niespodzianek z lipca br.



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 14. Prognozy Citi sugerują lekkie odbicie w przewidywanym popycie głównych partnerów handlowych Polski



Źródło: Eurostat, szacunki Citi Research.

Rewizja prognoz w dół

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, we wrześniu lekko obniżyliśmy naszą prognozę PKB - do 3,1% w 2016 i 2017 roku. Na początku roku oczekiwaliśmy, że wzrost w 2016 r. wyniesie około 3,3%, a więc skala rewizji dotyczącej tego roku jest relatywnie niewielka. Niemniej na uwagę zasługuje fakt, że obecnie niewiele brakuje, aby wzrost wyhamował poniżej 3%. W praktyce wystarczy aby dane za wrzesień pokazały słabszą od prognoz sprzedaż detaliczną i produkcję, a wzrost PKB mógłby już w III kwartale spaść poniżej tego poziomu. Chociaż naszym zdaniem wzrost zbliżony do 3% jest zgodny z potencjałem polskiej gospodarki, byłby to mimo wszystko rozczarowujący wynik dla przedstawicieli rządu oraz niektórych członków RPP, którzy jeszcze niedawno spodziewali się wzrostu o około 4%.

Na razie bez zmian stóp procentowych

Jeżeli mamy rację, że niepewność oraz mniejszy napływ środków unijnych stoją za spadkami inwestycji, dyskusja na temat obniżek stóp w Polsce w celu pobudzenia wzrostu nie ma większego sensu. Niższe stopy nie zmniejszą niepewności ani nie przyspieszą napływu funduszy unijnych.

Bardziej prawdopodobne wydaje się, że po kilku kwartałach (na przełomie 2016 i 2017 r.) inwestycje i tak wyraźniej przyspieszą. Przyczyni się do tego wzrost wykorzystania środków unijnych z nowej perspektywy budżetowej UE oraz naturalne wygaszanie niepewności. W takim scenariuszu inwestycje mogą powrócić do wzrostów w przyszłym roku, podczas gdy konsumpcja wciąż będzie rosła relatywnie szybko dopóki nie wygaśnie efekt związany z wypłatą środków z programu 500+.

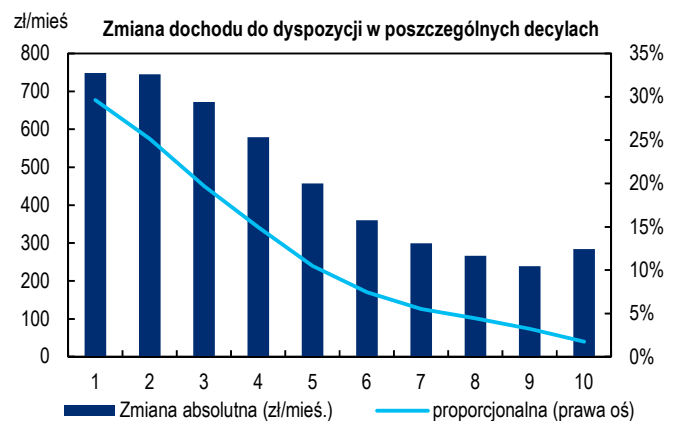
Z punktu widzenia Rady Polityki Pieniężnej każdy kolejny miesiąc powinien zmniejszać presję na obniżki stóp procentowych. Dotychczasowe spadki cen konsumpcyjnych powoli wygasają i oczekujemy, że do końca roku deflacja zamieni się w (na razie bardzo słabą) inflację. Niemniej w 2017 roku inflacja może średnio wynieść około 1,5%, a więc osiągnie dolną wartość przedziału wahań wokół celu inflacyjnego. Nawet jeżeli ostateczny wzrost inflacji będzie wolniejszy niż oczekujemy (i CPI wyniesie np. około 1%), i tak będzie to oznaczało bardzo wyraźny spadek realnej stopy banku centralnego. Biorąc pod uwagę znaczenie dodatnich realnych stóp procentowych dla RPP, w takich warunkach nie oczekujemy dalszych obniżek stóp procentowych. Co więcej, nie wykluczamy, że pod koniec 2017 roku RPP może zacząć dyskusję o (powolnych) podwyżkach stóp.

Wykres 15. Struktura wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych z dwójką i trójką dzieci w zależności od sposobu gospodarowania pieniędzmi w gospodarstwie

ocena sytuacji finansowej:	starczy nam na wiele bez specjalnego oszczędzania	starczy nam na co dzień, ale musimy oszczędzać na poważniejsze zakupy	musimy na co dzień bardzo oszczędnie gospodarować
żywność i napoje	20,0%	25,6%	30,9%
odzież i obuwie	8,3%	7,1%	5,3%
użytkowanie mieszkania i nośniki energii	14,6%	18,0%	20,8%
wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa	6,4%	5,2%	4,5%
zdrowie	3,9%	3,8%	3,3%
transport	12,2%	10,4%	9,2%
łącznie	4,3%	5,1%	5,9%
edukacja	3,6%	2,2%	1,8%
rekreacja i kultura, turystyka, restauracje i hotele	17,3%	14,4%	11,6%
pozostałe	9,4%	7,2%	6,7%
	troje dzieci		
żywność i napoje	22,2%	28,6%	34,3%
odzież i obuwie	8,7%	7,0%	5,2%
użytkowanie mieszkania i nośniki energii	15,4%	17,8%	21,6%
wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa	3,6%	5,6%	4,5%
zdrowie	3,5%	3,6%	2,8%
transport	10,7%	10,0%	7,4%
łącznie	4,0%	4,8%	5,8%
edukacja	4,1%	1,9%	1,2%
rekreacja i kultura, turystyka, restauracje i hotele	19,2%	12,8%	10,9%
pozostałe	8,6%	7,8%	6,3%

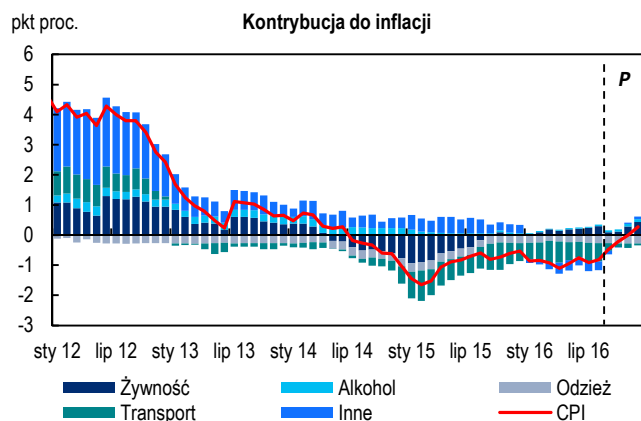
Źródło: NBP.

Wykres 16. Wzrost dochodu może zmienić strukturę spożycia na korzyść usług



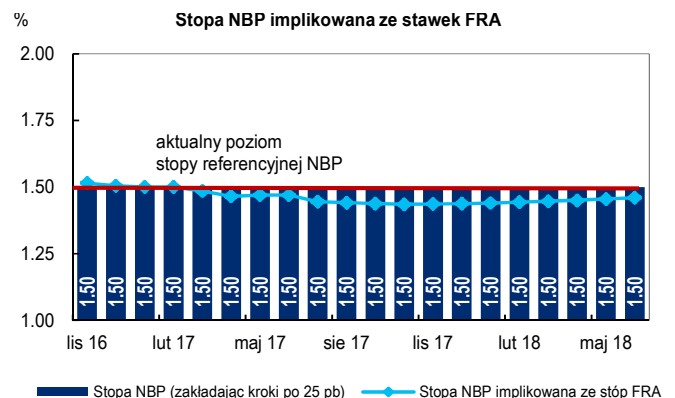
Źródło: szacunki Citi Handlowy.

Wykres 17. Oczekujemy dalszego stopniowego wzrostu inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 18. Rynek nie wycenia obecnie podwyżek



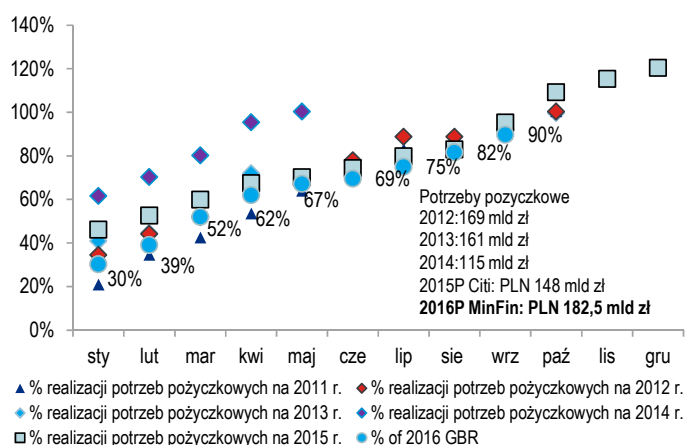
Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Możliwa przejściowa zmienność przez wyborami w USA

Jednym z kluczowych wydarzeń dla rynków finansowych będzie wynik listopadowych wyborów w Stanach Zjednoczonych. W ostatnich tygodniach sondaże ponownie pokazują rosnącą przewagę Hillary Clinton nad Donaldem Trumpem, jednak zmienność na rynkach może wzrosnąć tuż przed wyborami. Zwycięstwo D. Trumpa, które wciąż jest mniej prawdopodobne (według analityków Citi prawdopodobieństwo można szacować na około 40%), mogłoby być pozytywne dla dolara, biorąc pod uwagę prawdopodobne poluzowanie polityki fiskalnej w USA. Jednocześnie jednak taki scenariusz mógłby być destabilizujący dla walut gospodarek wschodzących, szczególnie biorąc pod uwagę poglądy kandydata na temat relacji gospodarczych z Chinami oraz Meksykiem. W sensie gospodarczym waluty regionu CEE powinny być mniej wrażliwe na sytuację w USA niż Meksyk, ale podwyższona zmienność na rynkach globalnych również może na nie wpłynąć negatywnie.

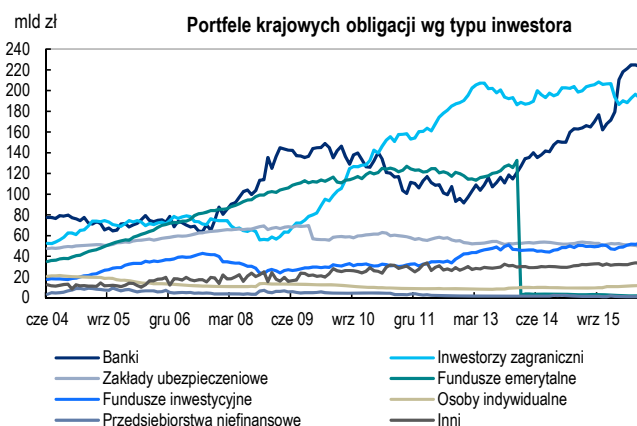
Czynniki krajowe powinny wspierać złotego w perspektywie kolejnych kwartałów. Spodziewamy się, że wzrost utrzyma się na poziomie zbliżonym do 3% również w przyszłym roku, a RPP nie będzie miała argumentów żeby obniżyć stopy procentowe, co zapewni utrzymanie stosunkowo wysokich stóp realnych przynajmniej w perspektywę kilku miesięcy. Ponadto deficyt obrotów bieżących jest wciąż bliski rekordowo niskiego poziomu, a napływ kapitału na rachunek kapitałowy jest wciąż pozytywny. Powinno to zmniejszać wrażliwość złotego na wahania apetytu na ryzyko w porównaniu do lat ubiegłych. Ponadto naszym zdaniem zagrożenie obniżeniem ratingu zmniejszyło się w ostatnim czasie, m.in. za sprawą zmniejszonego ryzyka destabilizacji systemu finansowego (efekt rezygnacji z wymuszonego przewalutowania portfela kredytów frankowych). Główne ryzyko dla złotego to znacznie głębsze spowolnienia gospodarcze, które mogłoby doprowadzić do znacznie wyższego deficytu fiskalnego niż obecnie przewiduje rząd na 2017 r.

Wykres 19. Ministerstwo Finansów zrealizowało dotychczas już 90-94% potrzeb pożyczkowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 20. Inwestorzy zagraniczni po zmniejszeniu portfeli obligacji krajowych na początku roku zwiększali pozycje w ostatnich miesiącach, a ich udział utrzymywał się na poziomie ok. 34%



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wzrost rentowności wraz ze wzrostem inflacji

W związku z oczekiwanym wzrostem inflacji oczekujemy wzrostu rentowności na całej krzywej rentowności. Biorąc jednak pod uwagę, że nie oczekujemy podwyżek stóp procentowych przynajmniej w perspektywie roku, wzrost inflacji i spadek realnych stóp procentowych może w większym stopniu przełożyć się na wzrost długoterminowych rentowności. Za scenariuszem wzrostu rentowności przemawia kolejny wzrost potrzeb pożyczkowych do rekordowo wysokiego poziomu w 2017 r. Z drugiej strony wzrost rentowności będzie ograniczany przez stabilizację rentowności na bazowych rynkach długu.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2015					2016							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5.3	4.0	2.4	7.8	6.7	1.4	6.8	0.5	6.0	3.5	6.0	-3.4	7.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-7.1	15.0	2.0	-2.6	-3.6	-8.0	6.9	6.8	-2.9	-3.6	7.3	-10.0	3.3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	6.1	4.5	2.8	9.3	8.9	1.8	8.2	1.9	8.3	5.5	7.2	-2.9	9.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	4.8	-2.5	-5.2	1.2	-0.4	-8.6	-10.6	-15.8	-14.9	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	-0.3	0.1	0.8	3.3	4.9	0.9	3.9	0.8	3.2	2.2	4.6	2.0	5.6
Stopa bezrobocia (%)	10.0	9.7	9.6	9.6	9.8	10.3	10.3	10.0	9.5	9.1	8.8	8.6	8.5
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	3.1	3.2	3.1
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.6	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8
Inflacja (% m/m)	-0.4	-0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	-0.3	-0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.7	-2.8	-2.3	-1.8	-0.8	-1.2	-1.4	-1.7	-1.2	-0.7	-0.8	-0.4	-0.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.7	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1	0.3	0.9	0.2	-0.1	-0.3
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.4	4.1	3.3	4.0	3.1	4.0	3.9	3.3	4.6	4.1	5.3	4.8	4.7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-574	-608	-305	405	-573	771	-529	54	563	624	-203	-802	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	-0.4	-0.2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-150	19	252	574	294	441	316	444	531	345	404	-313	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12706	14906	15574	15501	13773	13202	14604	15561	15148	13840	15218	13519	-
Eksport (% r/r)	8.1	3.0	4.5	12.6	11.5	-0.9	5.9	0.8	4.8	-0.7	6.4	-4.8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12856	14887	15322	14927	13479	12761	14288	15117	14617	13495	14814	13832	-
Import (% r/r)	6.7	5.2	0.2	6.7	3.8	0.6	7.7	1.1	0.3	0.4	2.4	-7.3	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.3	7.9	8.9	9.3	9.1	10.2	10.1	8.9	11.4	11.5	11.3	10.7	10.0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.1	9.7	9.4	9.5	9.2	9.4	9.1	9.5	10.3	10.4	11.2	10.8	10.0
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.3	8.6	10.9	11.4	10.4	12.0	12.2	6.6	13.1	13.2	8.5	8.4	7.7
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6.6	6.1	6.4	6.4	6.6	4.1	5.1	4.2	5.9	4.4	4.5	4.8	4.5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.6	7.1	8.0	7.5	7.1	11.4	10.1	7.9	10.7	8.8	6.7	7.3	5.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	1.72	1.72	1.73	1.73	1.72	1.71	1.69	1.68	1.67	1.67	1.70	1.71	1.71
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.72	1.71	1.73	1.72	1.72	1.70	1.68	1.67	1.67	1.68	1.71	1.71	1.71
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.67	1.70	1.56	1.57	1.47	1.42	1.38	1.37	1.43	1.52	1.66	1.56	1.49
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.87	1.79	1.65	1.61	1.58	1.54	1.46	1.45	1.52	1.61	1.66	1.64	1.64
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.51	2.39	2.09	2.08	2.23	2.39	2.22	2.20	2.28	2.32	2.24	2.29	2.15
EUR/PLN (koniec okresu)	4.23	4.24	4.26	4.27	4.29	4.42	4.34	4.24	4.38	4.44	4.38	4.35	4.36
USD/PLN (koniec okresu)	3.77	3.80	3.85	4.04	3.95	4.08	4.00	3.72	3.82	3.98	3.94	3.90	3.91
EUR/USD (koniec okresu)	1.12	1.12	1.10	1.06	1.09	1.08	1.09	1.13	1.12	1.11	1.11	1.12	1.12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	26.6	25.9	31.1	34.5	36.1	42.6	-1.7	3.1	9.6	11.1	13.5	18.7	14.9
Def. budżetowy kum. (% planu)	57.7%	56.1%	67.6%	75.0%	78.5%	85.2%	-3.1%	5.7%	17.5%	20.3%	24.6%	34.1%	27.3%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	475	483	533	572
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,656	1,719	1,790	1,843	1,931	2,036
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,618	14,195	12,351	12,579	13,907	14,972
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7	8,2	7,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,1	3,1	2,8
Inwestycje (% r/r)	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	-0,6	3,2	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,6	3,7	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,6	3,8	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	8,9	5,1	5,0
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	8,4	6,3	5,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,4	1,8	2,3
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,5	2,7
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,75	3,00
WIBOR3M, (%) koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,65	2,14	3,19
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,20	3,60	4,15
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,75	3,59	3,52
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,82	3,63	3,56
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,26	4,20	4,19
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,30	4,21	4,20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,1	-1,2	-3,9	-7,4	-9,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,3	-0,8	-1,4	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,4	0,3	-3,6	-6,6
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	190,8	198,5	218,1	231,9
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,4	198,2	221,8	238,5
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	11,4	10,9	12,4	13,9	15,3
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-17,7	-13,5	-15,3	-16,2	-17,0
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4	89,4	89,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,3	-3,0	-2,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,3	-0,8	-0,6	-1,3	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	47,9	49,1	49,3	49,4	49,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.3	3.6	3.1	3.1	2.8	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	0.0	-0.9	-0.6	1.5	2.7	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.0	-0.3	-0.8	-1.4	-1.7	-1.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2.00	1.50	1.50	1.75	3.00	3.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.52	3.92	3.75	3.59	3.52	3.38
USD/PLN (Średnia)	3.15	3.77	3.82	3.63	3.56	3.43
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.26	4.26	4.20	4.19	4.16
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.18	4.30	4.21	4.20	4.17

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

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. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy 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. 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 tożsamyh 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 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.
