

CitiMonthly

Słowo na „R”

- W nowym roku przewodnim tematem na rynkach finansowych stało się ożywienie wzrostu gospodarczego oraz wzrost inflacji. Temat tak rozumianej reflacji zdominował dyskusję, między innymi dzięki serii wyższych od oczekiwań danych o CPI w Polsce, strefie euro oraz na rynkach wschodzących.
- Widoczny jeszcze dwa miesiące temu pesymizm dotyczący wzrostu gospodarczego w kraju wyraźnie osłabł. Zamiast 1,5% wzrostu w IV kwartale gospodarka najprawdopodobniej odnotowała wzrost o ponad 2,5% r/r. Dane z rynku pracy potwierdzają, że firmy mają coraz większe problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników, co powinno wspierać presję płacową w kolejnych kwartałach.
- Oczekujemy wzrostu inflacji do około 2% w II kwartale 2017 roku. Odbicie inflacyjne to przede wszystkim efekt rosnących cen paliw, choć spodziewamy się również dalszego wzrostu inflacji bazowej. Do celu inflacyjnego na poziomie 2,5% będzie na tyle blisko, że nie można wykluczyć, że mógłby on zostać przekroczony (np. jeżeli ceny żywności wzrosną bardziej niż obecnie oczekujemy).
- Rada Polityki Pieniężnej na razie nie musi spieszyć się ze zmianami stóp procentowych. Oczekujemy, że pozostaną one bez zmian w 2017 roku, ale podwyżki w przyszłym roku mogą być szybsze niż wynikałoby to z kwotowań rynku FRA.
- Deficyt sektora rządowego i samorządowego był w 2016 roku najprawdopodobniej wyraźnie niższy od prognoz. Nawet uwzględniając zmiany metodologiczne dotyczące traktowania aukcji LTE, deficyt w minionym roku prawdopodobnie wyniósł zaledwie ok. 2,2% PKB. Naszym zdaniem lepsza od oczekiwań sytuacja fiskalna ogranicza ryzyko dalszych obniżek ratingu w najbliższych miesiącach.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

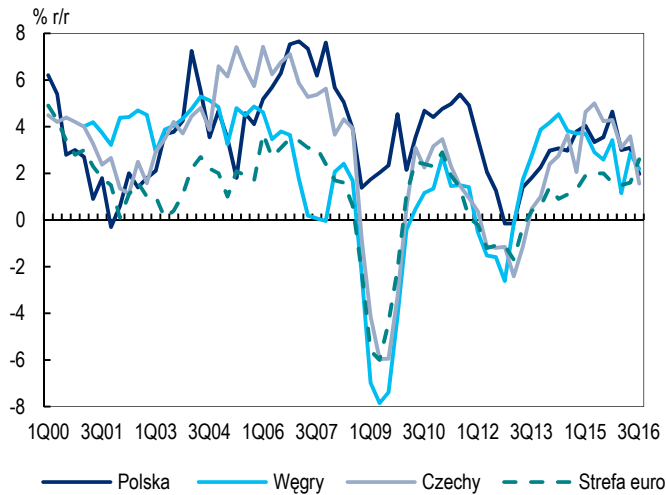
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

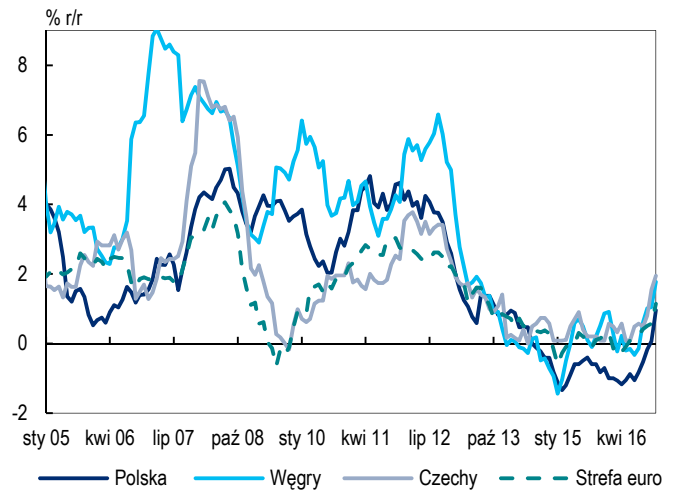
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



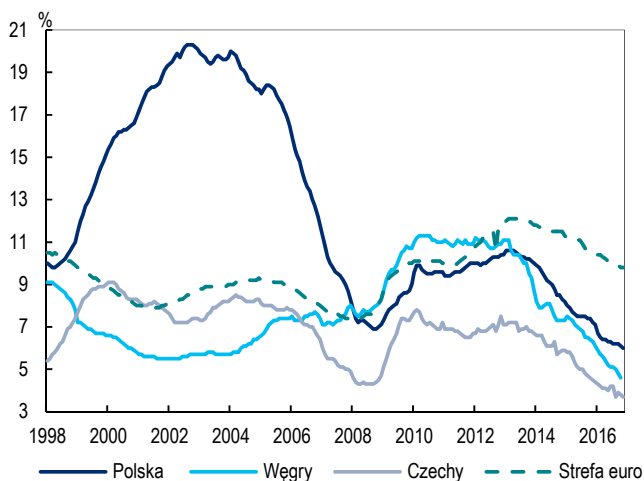
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



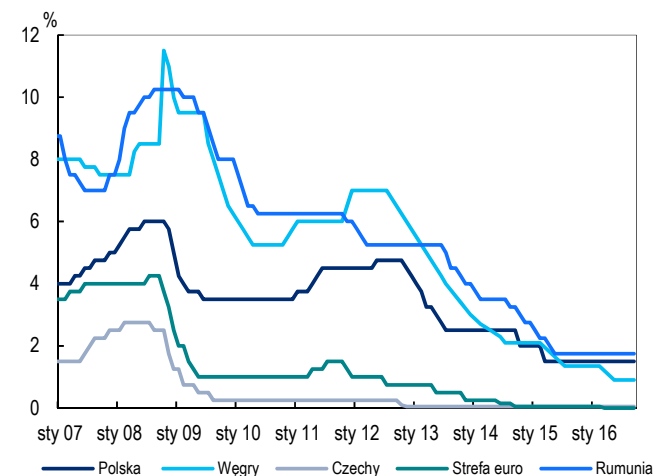
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



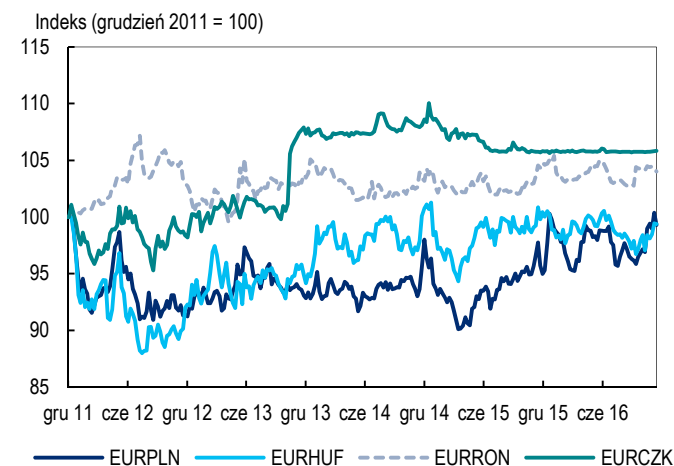
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



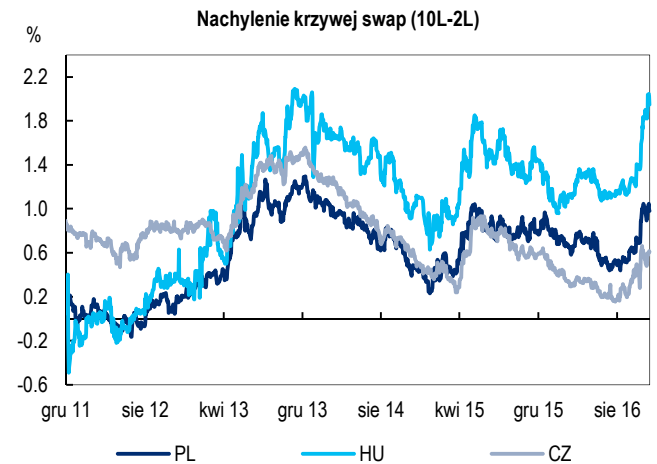
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

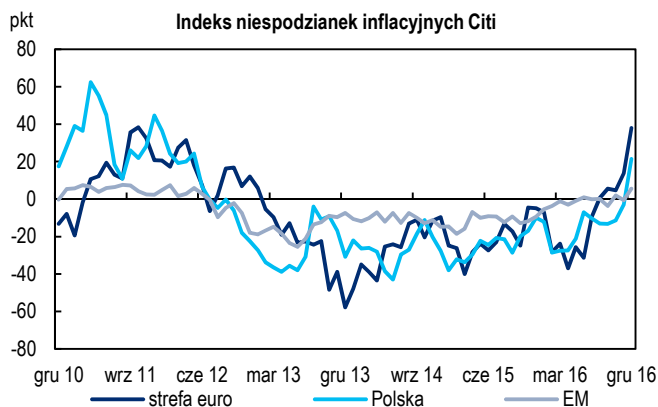
Słowo na „R”

- Dane z polskiej gospodarki pokazują, że wzrost zaczął przyspieszać w ostatnim kwartale 2016 roku.
- Jednocześnie inflacja okazała się wyraźnie wyższa od prognoz, chociaż pozostaje ona zdecydowanie poniżej celu banku centralnego.
- Perspektywa reflacji nie wystarczy aby skłonić RPP do podwyżek stóp procentowych w 2017 r. Pierwszej podwyżki spodziewamy się dopiero na początku 2018 r.

W ostatnim raporcie 2016 roku sygnalizowaliśmy, że odbicie inflacji może stać się wiodącym rynkowym tematem nadchodzących miesięcy. Tempo z jakim ten scenariusz zaczął się realizować przerósł jednak nasze najśmielsze oczekiwania.

Na przełomie roku inwestorzy nagle poważnie zaczęli traktować scenariusz reflacyjny, a główną przyczyną była publikacja wyższych od oczekiwań danych o inflacji za grudzień. Wskaźnik CPI, który jeszcze w listopadzie ledwo osiągnął 0% r/r, w grudniu wzrósł już do 0,8% r/r. Po ponad dwóch latach deflacji była to wiadomość, która skutecznie przykuła uwagę uczestników rynku, tym bardziej, że niespodzianki inflacyjne pojawiły się również w strefie euro (Wykres 2 i 7).

Wykres 7. Ostatnie miesiące ubiegłego roku przyniosły dużo wyższe odczyty inflacji od oczekiwań



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 8. Dane o aktywności gospodarczej również zaskakiwały pozytywnie



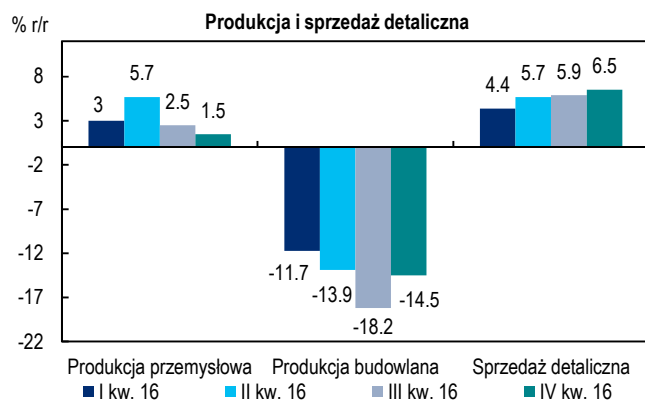
Źródło: Eurostat, szacunki Citi Research.

Gospodarka wychodzi z dołka

Wiara w inflację nie bierze się znikąd. „Twarde” dane z gospodarki za listopad i grudzień, a także „miękkie” dane za styczeń sugerują, że wzrost ma już za sobą dołek i w kolejnych kwartałach gospodarka będzie przyspieszać. Dynamika produkcji budowlanej, a także sprzedaży detalicznej poprawiły się w IV kwartale w porównaniu do III kwartału. Wstępne dane o PKB w całym roku wskazują na wzrost na poziomie 2,8%,

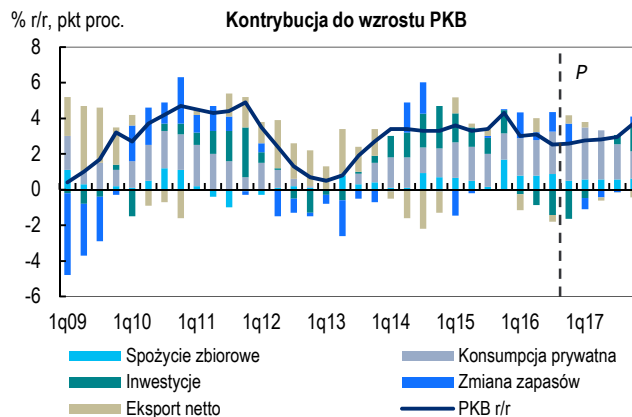
co sugerowałoby, że w ostatnim kwartale gospodarka wzrosła o około 2,6%. Dla przypomnienia – jeszcze w listopadzie/grudniu nie brakowało głosów mówiących o możliwości spowolnienia do zaledwie 1,5%.

Wykres 9. Dane aktywności wskazują na poprawę w produkcji budowlanej i sprzedaży detalicznej



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

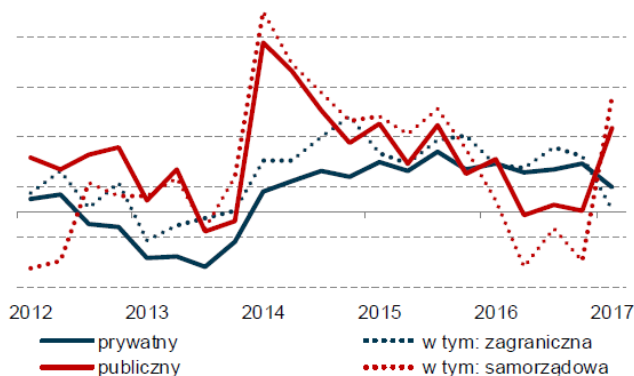
Wykres 10. W IV kw. wzrost PKB najprawdopodobniej pozostał zbliżony do 2,5% dzięki poprawie kontrybucji zapasów



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

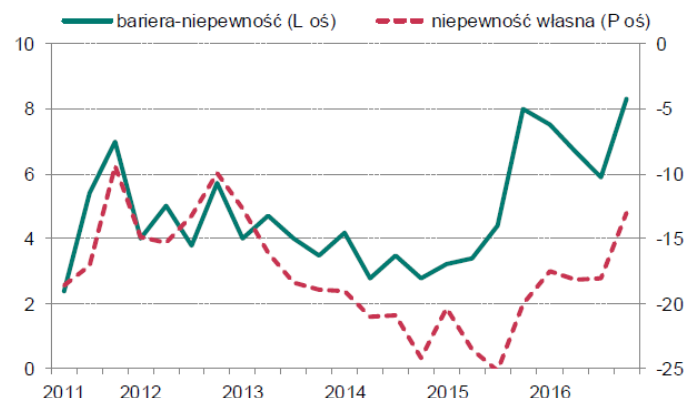
Wśród głównych motorów wzrostu jest wciąż konsumpcja, która w I połowie 2017 roku ma szansę rosnać w tempie wyraźnie przekraczającym 4%. W inwestycjach nie spodziewamy się silnego odbicia, jednak po bardzo słabym 2016 roku, w najbliższych kwartałach łatwo będzie o wyhamowanie dotychczasowych spadków a następnie niewielkie wzrosty w ujęciu rok-do-roku. Bardzo prawdopodobne jest odbicie w inwestycjach przedsiębiorstw sektora publicznego, o czym świadczą wyniki ostatnich badań koniunktury opublikowane przez NBP (Wykres 11). Zdecydowanie większe wątpliwości mamy odnośnie inwestycji sektora prywatnego, gdzie – jak pokazują ankiety NBP – niepewność może być istotnym czynnikiem prowadzącym do opóźniania projektów. Wciąż silna konsumpcja i wciąż słabe (ale już nie spadające) inwestycje powinny pozwolić PKB na przyspieszenie w 2017 roku. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w całym bieżącym roku wzrost wyniesie około 3,1%, co byłoby wynikiem nieco lepszym od tempa wzrostu potencjalnego, a tym samym przyczyniałoby się do stopniowego wzmocnienia presji cenowej.

Wykres 11. Planowana zmiana wielkości nakładów ogółem w perspektywie roku r/r w sektorach własności (saldo zmian)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Oceny niepewności sytuacji (w świetle pytania zamkniętego – linia przerywana oraz pytania otwartego o bariery rozwoju – linia ciągła)



Źródło: NBP, Citi Research.

Styczniowe wypowiedzi wicepremiera Morawieckiego sugerują, że dane o PKB za lata 2014-2015 mogą zostać zrewidowane. Wicepremier zasignalizował bowiem, że w związku z próbami wyłudzenia VAT rzeczywisty eksport mógł być niższy od dotychczas raportowanego. Naszym zdaniem na tym etapie trudno ocenić jak duża miałyby być korekta danych o PKB i czy w ogóle by do niej doszło. Bardziej prawdopodobne wydaje się, że korekta nie oznaczałaby dużego obniżenia dynamiki PKB, lecz raczej zmianę jego struktury. Na przykład po ewentualnej rewizji tempo wzrostu handlu zagranicznego w 2014-2015 mogłoby być niższe, ale wzrost konsumpcji okazałby się wyższy od dotychczas raportowanego. Z punktu widzenia wzrostu samego PKB zmiany byłyby zapewne niewielkie.

Presja płacowa systematycznie rośnie

Do wzrostu obaw inflacyjnych przyczyniają się również sygnały świadczące o rosnących napięciach na rynku pracy. Stopa bezrobocia po wyeliminowaniu sezonowości pozostaje w trendzie spadkowym, przekraczając kolejne historyczne minima (Wykres 3). Ankiety przeprowadzane wśród przedsiębiorstw pokazują również, że problemy ze znalezieniem pracowników stają się coraz istotniejszą barierą dla dalszego rozwoju firm (Wykres 13). Naszym zdaniem sytuacja ta będzie się jeszcze bardziej pogarszać, do czego przyczyni się obniżka wieku emerytalnego pod koniec 2017 roku oraz prawdopodobnie stopniowo wyhamowujący napływ imigrantów z Ukrainy. Już teraz firmy sygnalizują rosnącą presję płacową (Wykres 14) i chociaż na razie problem ten jest mniejszy niż w okresie szczytu boomu gospodarczego w 2007 roku, presja jest silniejsza niż kiedykolwiek indziej od tego czasu. Biorąc pod uwagę wzrost cen surowców, a przez to również wzrost oczekiwań inflacyjnych, presja na wzrost wynagrodzeń powinna wciąż narastać.

Wykres 13. Trudności ze znalezieniem pracowników (jako bariera w rozwoju firmy)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 14. Naciski płacowe



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Mieszanka wyższych cen surowców, silnej konsumpcji oraz rosnących żądań płacowych uzasadnia oczekiwania wyraźnego wzrostu inflacji w 2017 roku. Już w styczniu inflacja mogła sięgnąć około 1,5% r/r, a w II kwartale około 2% (Wykres 15). Wzrost inflacji bazowej w ujęciu rok-do-roku wydaje się na razie umiarkowany, jednak dane miesięczne odsezonowane i anualizowane sugerują, że już wkrótce inflacja bazowa

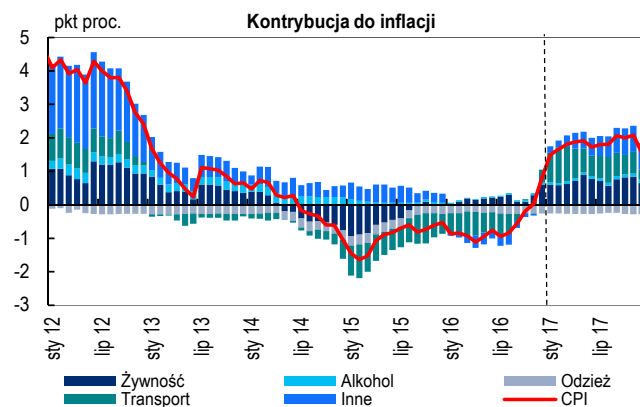
ma szansę przekroczyć 1-1,5% r/r. Powyższe poziomy inflacji są wciąż zbyt niskie aby uznać je za niepokojące, jednak z punktu widzenia banku centralnego samo tempo, w jakim wskaźnik CPI przechodzi od deflacji do inflacji w pobliżu celu, może skłaniać do refleksji.

Cierpliwość przede wszystkim

Rada Polityki Pieniężnej nie będzie się spieszyć z podwyżkami stóp procentowych. Styczniowe wypowiedzi prezesa Głapińskiego sugerują, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w 2017 roku, choć mogą zostać podniesione w 2018 roku. Naszym zdaniem wzrost inflacji (szczególnie jeżeli zaskoczy ona pozytywnie) może nasilać oczekiwania rynkowe na wcześniejsze podwyżki, jednak najprawdopodobniej nie zmieni to zbyt wiele w postawie RPP.

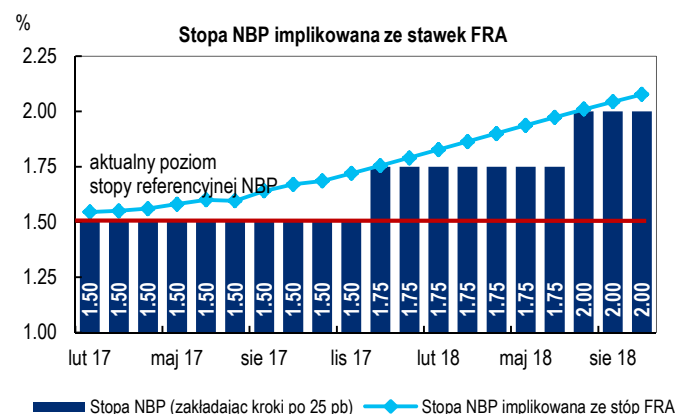
Przez większość minionego roku RPP wielokrotnie odrzucała liczne sugestie ekonomistów, inwestorów oraz dziennikarzy dotyczące możliwości cięcia stóp procentowych. W obecnych warunkach RPP może jeszcze mniej chętnie poddawać się jakimkolwiek sugestiom dotyczącym podwyżek, mając świadomość, że wcześniejsza strategia okazała się uzasadniona. Naszym zdaniem RPP musiałaby mieć dobry pretekst aby zmienić zdanie i rozpocząć cykl podwyżek stóp już w 2017 roku. Byłoby to możliwe gdyby inflacja wyraźnie i trwale przekroczyła 2,5% i jednocześnie wzrost gospodarczy okazał się wyraźnie wyższy od projekcji Narodowego Banku Polskiego (w praktyce musiałoby to oznaczać zbliżenie się wzrostu PKB do 4% w 2017 r.).

Wykres 15. Oczekujemy, że inflacja będzie powyżej stopy referencyjnej NBP przez cały rok



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. Rynek przestał wyceniać obniżki stóp i wycenia podwyżki



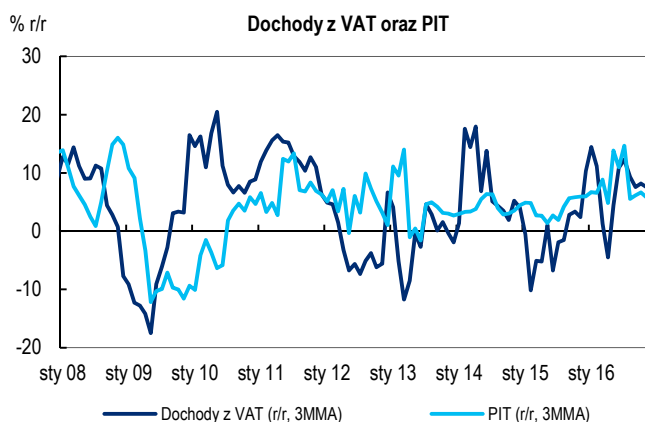
Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Deficyt znacznie poniżej prognoz

Po stronie fiskalnej nie brakuje dobrych wiadomości. Deficyt sektora rządowego i samorządowego w 2017 roku był najprawdopodobniej znacznie niższy od wcześniejszych prognoz. Po pierwsze, przyczyniło się do tego bardzo dobre wykonanie budżetu za 2016 rok, dzięki szybszemu wzrostowi wpływów podatkowych i w związku z opóźnieniem części wydatków. Oprócz sektora centralnego, źródłem niższego deficytu była także poprawa salda sektora samorządowego. Po jedenastu miesiącach minionego roku samorządy zamiast deficytu odnotowały ponad 19 mld zł nadwyżki (efekt opóźniania wydatków inwestycyjnych). Dzięki

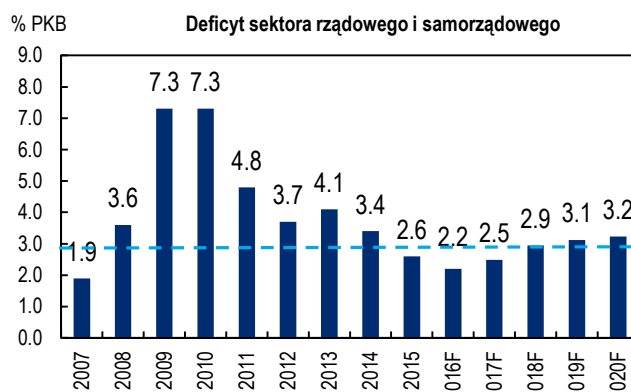
powyższemu, cały deficyt sektora rządowego i samorządowego mógłby w 2016 roku wynieść zaledwie około 1,5-2% PKB, a więc byłby o niemal jeden punkt procentowy niższy niż wskazywał konsensus. Niemniej ze względu na zmiany w metodologii statystycznej (dotyczące sposobu klasyfikacji środków związanych z aukcją LTE) ostatecznie do naszego szacunku deficytu niezbędne będzie dodanie około 0,5 pkt. proc. Co prawda zmiany te nie zostały jeszcze oficjalnie zakomunikowane przez Eurostat, ale wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów sugerują, że są one tylko kwestią czasu. Biorąc to wszystko pod uwagę spodziewamy się, że deficyt za 2016 rok osiągnął około 2,2% PKB. Szacunki na 2017 pozostają bez zmian i wciąż uważamy, że deficyt w bieżącym roku nie przekroczy 3% PKB.

Wykres 17. Wpływ budżetowy z tytułu podatku VAT oraz PIT



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 18. Ścieżka deficytu sektora rządowego i samorządowego



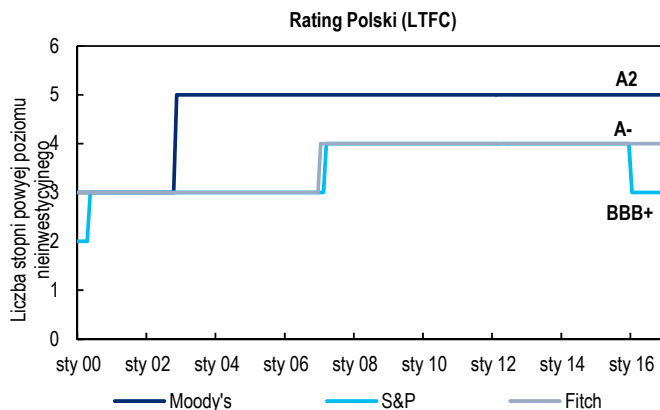
Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy.

Lepsza od prognoz sytuacja fiskalna sprawia, że agencje ratingowe nie spieszą się ze zmianami oceny kredytowej polskiego długu. Już w grudniu agencja S&P podtrzymała rating na dotychczasowym poziomie BBB+ i jednocześnie podniosła perspektywę ratingu do „stabilnej” (z „negatywnej”). Z kolei w styczniu agencja Fitch podtrzymała rating i perspektywę (A-, perspektywa stabilna), a Moody's zrezygnował z publikacji raportu na temat Polski.

Naszym zdaniem ryzyko zmiany ratingu jest w tym roku niewielkie. S&P obniżyła rating rok temu, a sam fakt, że agencja od tego czasu podniosła perspektywę pokazuje, że dostrzega ona mniejszą potrzebę dalszych obniżek. Z kolei analityk Fitch w swoich wypowiedziach wyraźnie zasygnalizował, że nie dostrzega sygnałów wpływu sytuacji w kraju na klimat inwestycyjny. W przypadku Moody's ryzyko obniżki jest większe, ale nie na tyle duże, aby je traktować jako część podstawowego scenariusza. Agencja zapewne poczeka na kolejne działania w dziedzinie polityki fiskalnej i w zależności od ich wpływu na ścieżkę długu w kolejnych latach może podjąć decyzję albo o podniesieniu perspektywy do stabilnej, albo o obniżce ratingu o jeden stopień.

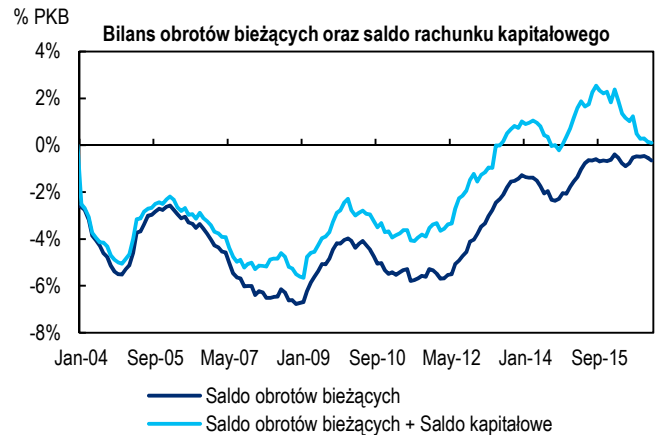
Kolejne daty przeglądów ratingu są zaplanowane na: 21 kwietnia (S&P), 12 maja (Moody's), 7 lipca (Fitch), 8 września (Moody's), 20 października (S&P) oraz 8 grudnia (Fitch).

Wykres 19. Nie oczekujemy pogorszenia ratingów Polski w tym roku



Źródło: S&P, Moody's, Fitch, Retuers, Citi Handlowy.

Wykres 20. Historycznie niski deficyt obrotów bieżących pozytywny dla złotego



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Słaby złoty i rosnące rentowności obligacji

Złoty może pozostawać stosunkowo słaby w tym roku i będzie wrażliwy na zwiększone ryzyka geopolityczne. Sądzymy, że obecnie złoty jest stosunkowo mocny po umocnieniu, które trwało od początku grudnia i w kolejnych tygodniach możliwa jest korekta i osłabienie złotego. W bazowym scenariuszu zakładamy umocnienie dolara biorąc pod uwagę oczekiwania na łagodzenie polityki fiskalnej w USA i zmiany w polityce handlowej zapowiadane przez nowego prezydenta D. Trumpa. Dalsza aprecjacja dolara i wzrost rentowności obligacji skarbowych w USA może prowadzić do odpływu kapitału z rynków wschodzących do USA i wpływać negatywnie na PLN. Dodatkowo w trakcie roku w okolicach wyborów prezydenckich we Francji oraz parlamentarnych w Niemczech, może dojść do wzrostu niepewności i zmienności na rynkach finansowych. To również może mieć negatywny wpływ na krajową walutę. Jednak z drugiej strony spodziewamy się przyspieszenia wzrostu PKB przy odreagowaniu inwestycji i napływu środków unijnych. Większy popyt krajowy oraz zasób walut, które resort finansów może wymienić na rynku będą oddziaływać pozytywnie na złotego w dłuższym horyzoncie. Oczekujemy także, że wybory we Francji i Niemczech ostatecznie nie przyniosą wyników negatywnych dla rynków. W rezultacie w perspektywie 12 miesięcy oczekujemy umocnienia złotego. Taki scenariusz będzie także wspierany przez bardziej jastrzębie komentarze ze strony RPP i prawdopodobną podwyżkę stóp na początku przyszłego roku oraz brak negatywnych zmian w ratingu.

Spodziewamy się także dalszego stopniowego wzrostu rentowności obligacji. Szybki wzrost inflacji może doprowadzić do wzrostu presji na RPP i bardziej jastrzębich komentarzy co może prowadzić do zwiększenia oczekiwań rynku na szybsze podwyżki. Naszym zdaniem Rada podwyższy stopy dopiero w przyszłym roku dlatego sądzymy, że bardziej wrażliwe na wymienione wyżej czynniki będzie długi koniec krzywej rentowności i możemy zobaczyć dalsze wzrosty rentowności obligacji o dłuższych terminach zapadalności.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2015							2016					
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6.7	1.4	6.8	0.7	5.9	3.5	6.0	-3.4	7.5	3.2	-1.3	3.3	2.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-3.6	-8.0	6.9	7.0	-3.2	-3.6	7.3	-10.0	3.4	10.4	-2.5	2.0	-4.5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8.9	1.8	8.2	2.1	8.3	5.5	7.2	-2.9	9.5	4.1	-0.4	4.4	3.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-0.4	-8.6	-10.6	-15.8	-14.9	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5	-15.3	-20.1	-12.8	-8.4
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	4.9	0.9	3.9	0.8	3.2	2.2	4.6	2.0	5.6	4.8	3.7	6.6	6.4
Stopa bezrobocia (%)	9.8	10.3	10.3	10.0	9.5	9.1	8.8	8.6	8.5	8.3	8.2	8.2	8.3
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.4	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	3.1	3.2	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.5	-0.9	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.8
Inflacja (% m/m)	-0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.1	0.7
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0.8	-1.2	-1.4	-1.7	-1.2	-0.7	-0.8	-0.4	-0.1	0.2	0.6	1.7	3.0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1	0.3	0.9	0.2	-0.1	-0.3	0.3	0.5	1.1	1.0
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.1	4.0	3.9	3.3	4.6	4.1	5.3	4.8	4.7	3.9	3.6	4.0	2.7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-846	679	-652	-217	492	389	113	-635	-1,007	-999	-531	-427	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.6	-0.4	-0.5	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.7	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	143	439	200	337	455	318	662	-322	-478	-200	-128	102	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13693	13157	14487	15487	15091	14003	15256	13520	13816	15312	15327	15943	-
Eksport (% r/r)	10.8	-1.3	5.4	0.0	4.1	0.0	5.7	-5.1	8.5	1.5	-2.3	4.6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	13550	12718	14287	15150	14636	13685	14594	13842	14294	15512	15455	15841	-
Import (% r/r)	4.4	0.3	7.4	0.9	0.3	1.5	0.4	-6.8	10.7	3.2	2.1	6.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.1	10.2	10.1	8.9	11.4	11.5	11.3	10.7	10.0	9.7	8.7	9.7	9.5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.2	9.4	9.1	9.5	10.3	10.4	11.2	10.8	10.0	9.3	9.2	10.0	9.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	10.4	12.0	12.2	6.6	13.1	13.2	8.5	8.4	7.7	8.3	6.8	7.3	7.9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6.6	4.1	5.1	4.2	5.9	4.4	4.5	4.8	4.5	4.8	4.6	5.3	5.1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.1	11.4	10.1	7.9	10.7	8.8	6.7	7.3	5.1	5.1	5.0	5.6	5.6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	2.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	1.72	1.71	1.69	1.68	1.67	1.68	1.69	1.69	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.72	1.70	1.68	1.67	1.67	1.68	1.69	1.69	1.69	1.71	1.72	1.73	1.73
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.47	1.42	1.38	1.37	1.43	0.00	0.00	0.00	0.00	1.57	1.58	1.55	1.46
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.58	1.54	1.46	1.45	1.52	0.00	0.00	0.00	0.00	1.77	1.81	1.96	2.04
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.23	2.39	2.22	2.20	2.28	2.30	2.25	2.25	2.30	2.35	2.51	2.87	2.89
EUR/PLN (koniec okresu)	4.29	4.42	4.34	4.24	4.38	4.44	4.45	4.44	4.44	4.43	4.31	4.45	4.40
USD/PLN (koniec okresu)	3.95	4.08	4.00	3.72	3.82	3.98	4.01	3.98	3.95	3.92	3.92	4.20	4.18
EUR/USD (koniec okresu)	1.09	1.08	1.09	1.13	1.12	1.12	1.11	1.12	1.12	1.12	1.10	1.06	1.05
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	42.6	-1.7	3.1	9.6	11.1	13.5	18.7	14.4	14.9	20.6	24.6	27.6	
Def. budżetowy kum. (% planu)	85.2%	-3.1%	5.7%	17.5%	20.3%	24.6%	34.1%	26.3%	27.3%	37.7%	45.0%	50.4%	

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	477	469	439	495
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,798	1,848	1,932	2,028
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,410	12,204	11,468	12,951
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	8.6	8.2	7.6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.0	1.6	1.4	3.3	3.9	2.8	3.1	2.8
Inwestycje (% r/r)	8.8	-1.8	-1.1	10.0	6.1	-5.5	2.4	4.0
Spożycie ogółem (% r/r)	2.0	0.5	0.8	2.8	3.0	3.6	3.7	2.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.3	0.8	0.3	2.6	3.2	3.6	3.8	2.8
Eksport (% r/r)	7.9	4.6	6.1	6.4	6.5	7.2	6.2	5.0
Import (% r/r)	5.8	-0.3	1.7	10.0	6.0	8.0	6.5	5.5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4.6	2.4	0.7	-1.0	-0.5	0.8	1.6	2.6
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.9	-0.6	1.9	2.3
Płace nominalne (% r/r)	4.9	3.5	2.6	3.8	3.5	4.6	6.3	6.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	2.50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4.77	4.21	2.61	2.71	1.65	1.72	1.86	2.90
Rentowność obligacji 10-letnich	5.91	3.73	4.34	2.52	2.95	3.63	4.10	4.55
USD/PLN (Koniec okresu)	3.40	3.10	3.01	3.52	3.92	4.21	4.34	3.96
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.25	3.16	3.15	3.77	3.94	4.40	4.10
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.42	4.09	4.15	4.26	4.26	4.42	4.34	4.20
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.20	4.18	4.18	4.36	4.40	4.25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27.4	-18.5	-6.7	-11.4	-2.9	-4.7	-6.9	-9.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.2	-3.7	-1.3	-2.1	-0.6	-1.0	-1.6	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	-18.6	-10.5	-0.4	-4.3	2.5	0.0	-3.0	-5.7
Eksport	184.4	181.4	198.1	210.7	191.1	193.6	183.4	205.4
Import	203.0	191.9	198.5	215.0	188.6	193.6	186.5	211.1
Saldo usług	7.2	7.7	10.1	12.1	12.1	11.8	11.7	13.1
Saldo dochodów	-17.2	-15.5	-15.8	-18.6	-16.6	-14.8	-13.8	-14.8
Rezerwy międzynarodowe	89.7	100.3	99.3	94.1	89.4	107.0	115.0	123.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.8	-3.7	-4.1	-3.4	-2.6	-2.2	-2.5	-2.9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2.3	-1.0	-1.6	-1.5	-0.8	-0.4	-0.8	-1.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	52.0	51.6	53.3	48.1	49.0	51.1	50.9	50.0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3.9	2.8	3.1	2.8	2.7	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	-0.9	-0.6	1.9	2.3	2.4	2.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.6	-1.0	-1.6	-1.9	-1.9	-2.1
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	2.50	2.50	2.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.95	4.19	4.46	3.96	3.64	3.50
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.94	4.40	4.10	3.76	3.59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.29	4.40	4.42	4.20	4.16	4.13
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.36	4.40	4.25	4.18	4.14

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.
