

CitiMonthly

Zimowa rozgrzewka

- Kolejna seria danych utwierdza nas w przekonaniu, że po kilku słabych kwartałach, przełom roku przyniósł wyraźne ocieplenie w gospodarce. Wzrost PKB przyspieszył bardziej niż spodziewaliśmy się, a na rynku pracy nie widać sygnałów świadczących o odwróceniu korzystnych tendencji.
- W całym 2017 roku wzrost zapewne będzie wyższy od potencjału, a inwestorzy powoli zaczną sobie zadawać pytanie, czy gospodarka zaczęła się przegrzewać. Spodziewamy się stopniowego wzrostu presji na wzrost wynagrodzeń, a następnie silniejszej presji cenowej.
- W styczniu inflacja po raz pierwszy od czterech lat powróciła w granicę dopuszczalnych wahań wokół celu inflacyjnego, dzięki czemu realna stopa procentowa spadła poniżej zera. Przedstawiciele RPP wydają się oczekiwać, że po chwilowym wybiciu inflacja spadnie pod koniec roku poniżej 1,5%, co automatycznie wypchnęłoby stopę realną powyżej zera. Nie podzielamy tego poglądu, jednak spodziewamy się, że RPP dotrzyma swoich zapowiedzi i nie zmieni stóp procentowych w 2017 roku.
- Inflacja może rzeczywiście pod koniec roku lekko się obniżyć na skutek czynników statystycznych, jednak będzie to tylko chwilowe odchylenie od trendu wzrostowego. Jeżeli RPP nie zdecyduje się na zmiany stóp procentowych, stopy realne mogłyby oscylować wokół -1% w 2018 roku. W naszym podstawowym scenariuszu spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp na początku 2018 roku i oczekujemy, że w całym roku stopy nominalne mogą wzrosnąć o około 100 pb. Scenariusz ten może się wydawać wyjątkowo agresywny w świetle zapowiedzi samej RPP, niemniej taka skala podwyżek nawet nie wystarczy aby podnieść stopy realne wyraźnie powyżej zera.
- W perspektywie najbliższych tygodni możliwe jest osłabienie złotego oraz konsolidacja na rynku długu, jednak w kolejnych miesiącach większość czynników przemawia za kontynuacją umocnienia złotego oraz dalszym wzrostem rentowności. Taki scenariusz wspierają oczekiwane ożywienie gospodarcze, rosnąca inflacja i wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Naszym zdaniem pozytywnie na złotego wpłynie też wzrost napływu środków UE.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

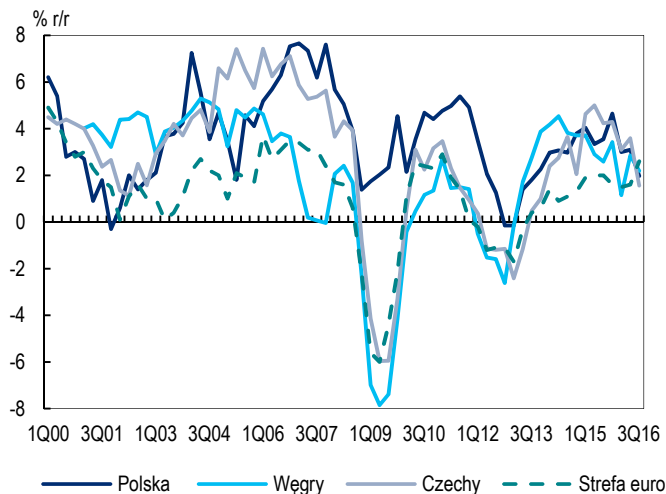
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

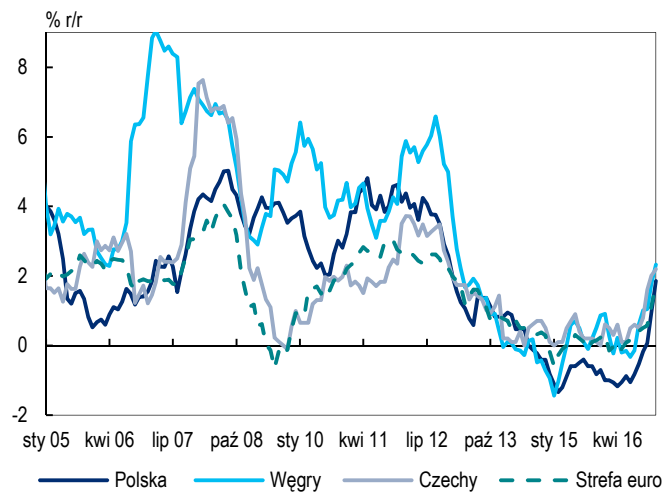
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



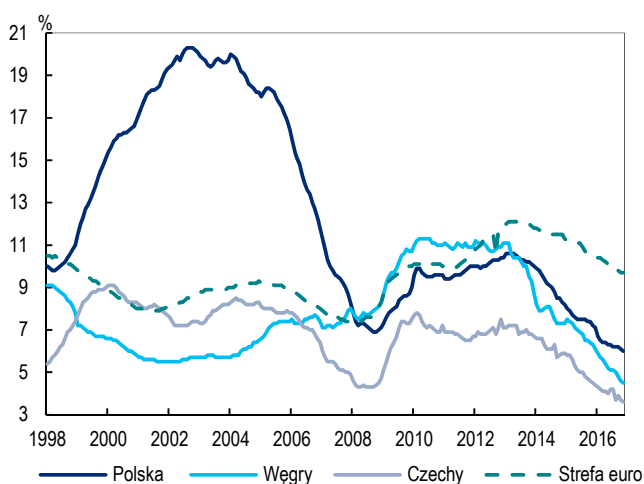
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



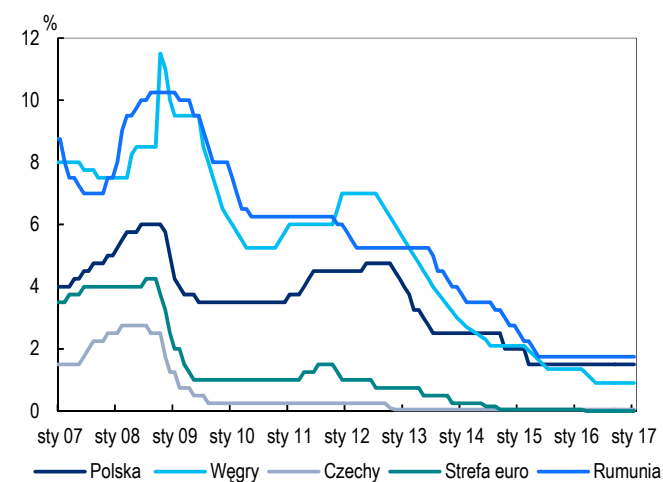
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



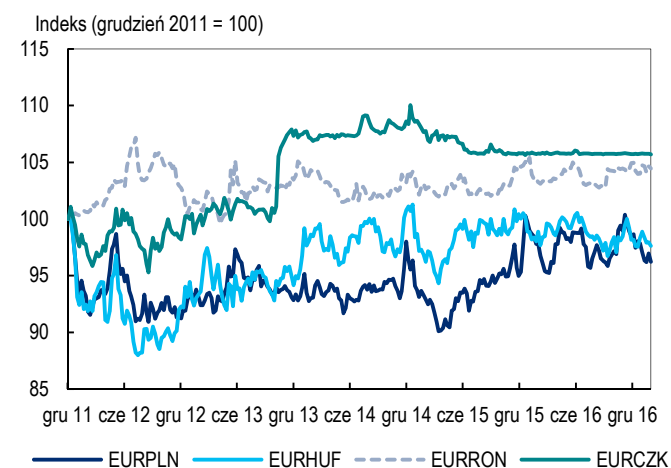
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



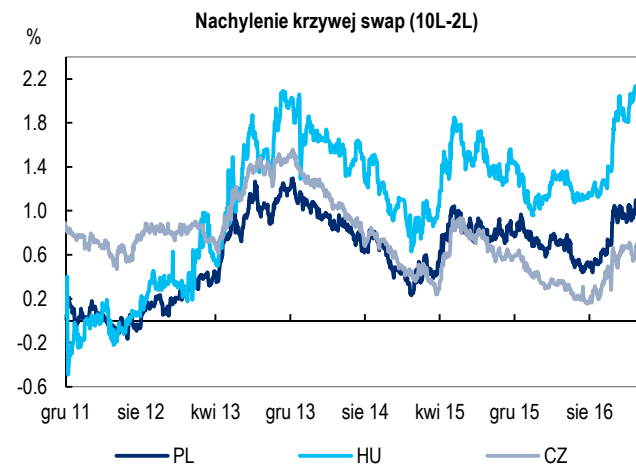
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

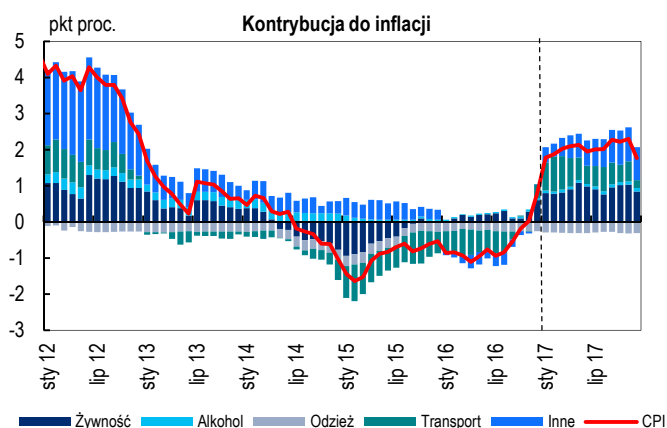
Zimowa rozgrzewka

- Inflacja wyraźnie wzrosła i już wkrótce może przekroczyć 2%. Ujemne realne stopy procentowe najprawdopodobniej utrzymają się przez najbliższe kilkanaście miesięcy.
- Wzrost gospodarczy może okazać się wyższy od naszych oraz rynkowych oczekiwań, ale trudno będzie utrzymać podobne tempo w dłuższym okresie.
- Deficyt fiskalny pozostaje pod kontrolą, a Ministerstwo Finansów będzie miało większą elastyczność w kształtowaniu podaży obligacji na kolejnych przetargach.

Inflacja bliżej celu, realne stopy procentowe ujemne

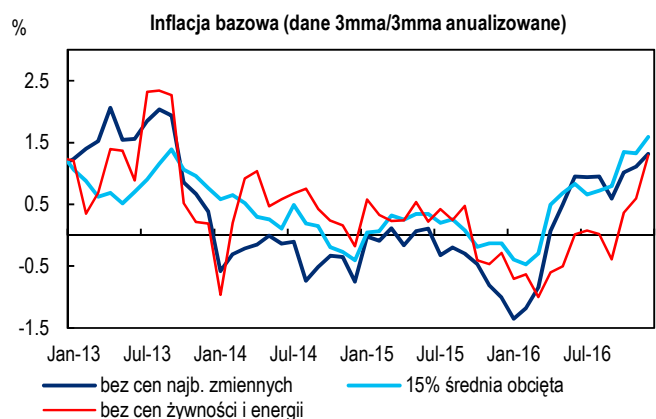
Po raz pierwszy od 4 lat inflacja powróciła do przedziału odchyleń wokół celu inflacyjnego (1,5-3,5%). W styczniu wzrost cen konsumentów wyniósł 1,8% r/r, wobec 0,8% w grudniu, a tym samym okazał się wyższy od rynkowych oraz naszych prognoz. Wzrost inflacji wynikał w dużej mierze z czynników niebazowych, a w szczególności wyższych cen paliw. Mimo to dostrzegamy wiele innych czynników, które sugerują, że presja inflacyjna rośnie. Między innymi ostatnie dane o inflacji bazowej pokazują wyraźne przyspieszenie (w ujęciu miesiąc do miesiąca), podczas gdy na przykład ankieta NBP przeprowadzona w I kwartale wśród polskich przedsiębiorstw wskazuje na rosnącą presję płacową.

Wykres 7. Inflacja wkrótce może przekroczyć 2%, głównie (ale nie tylko) dzięki drożącym paliwom



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Miesięczne dane o inflacji bazowej nabrały rozpędu, zapowiadając wzrost wskaźnika w ujęciu rok-do-roku



Źródło: NBP, szacunki Citi Research.

Nasze prognozy sugerują, że inflacja prawdopodobnie wzrośnie do 2% do marca i pozostanie w przedziale 2-2,5% w II kwartale, tym samym znacznie zbliżając się do celu inflacyjnego NBP. Choć efekty statystyczne mogą ponownie sprowadzić inflację nieco niżej pod koniec 2017 r. sądzimy, że będzie to jedynie przejściowe zjawisko, a w przyszłym

roku ceny będą ponownie rosnać szybciej. Wydaje się, że obecna faza cyklu koniunkturalnego sprzyja narastaniu presji inflacyjnej i taki stan rzeczy może się utrzymać przez dłuższy czas.

Biorąc pod uwagę dynamiczne wybiecie inflacji w ostatnich miesiącach, naszym zdaniem nie można wykluczyć kolejnych niespodzianek w górę. Oznaki presji płacowej nie powinny być zaskakujące biorąc pod uwagę obecną sytuację na rynku pracy i mocniejsze od oczekiwań odbicie aktywności gospodarczej. Warto również pamiętać, że większość modeli progностycznych pozostaje pod wpływem ostatnich lat, kiedy presja cenowa była wyjątkowo słaba, a CPI prawie nie reagowało na wzrost PKB oraz spadek bezrobocia. Jeżeli jednak prawdą jest, że gospodarka światowa przechodzi stopniowo z okresu deflacyjnego do inflacyjnego, wskazania modeli szacowanych na minionym okresie mogą systematycznie niedoszacowywać presję cenową. Biorąc to pod uwagę naszym zdaniem w najbliższych miesiącach bardziej prawdopodobne wydają się niespodzianki po stronie wyższej, a nie niższej inflacji.

Gospodarka rośnie szybciej

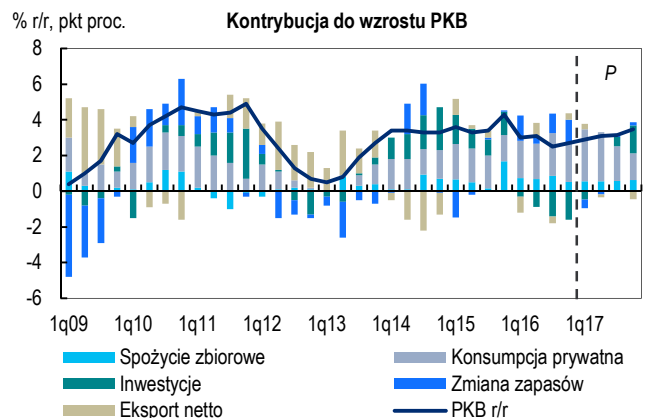
Seria danych za styczeń potwierdza nasze przypuszczenia, że gospodarka ma najgorsze już za sobą. Po okresie rozczarowujących danych przez większość 2016 roku, obecnie wzrost zaczyna przyspieszać. Już w IV kwartale PKB wzrósł o 1,7% kw/kw, co sugeruje, że gospodarka nabrała rozpędu po słabym III kw. (+0,4%). Początek 2017 roku zapowiada się relatywnie dobrze. W styczniu dane o sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej i budowlanej były znacznie powyżej prognoz. Również badania ankietowe wśród większych oraz mniejszych firm sugerują, że po rozczarującym 2016 roku, nakłady inwestycyjne w końcu mają szansę zacząć rosnąć. Na podstawie dobrego stycznia trudno wyrokować na temat wzrostu w całym roku, jednak jeśli dane za kolejne dwa miesiące nie rozczarują, wzrost PKB w I kwartale może nawet przekroczyć 3%. To z kolei oznaczałoby, że wzrost gospodarczy w całym roku mógłby wyraźnie przekroczyć obecnie oczekiwane przez nas 3,2%.

Wykres 9. Dane z ostatnich tygodni pozytywnie zaskakiwały



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 10. Wzrost gospodarczy napędzany jest przede wszystkim przez konsumpcję



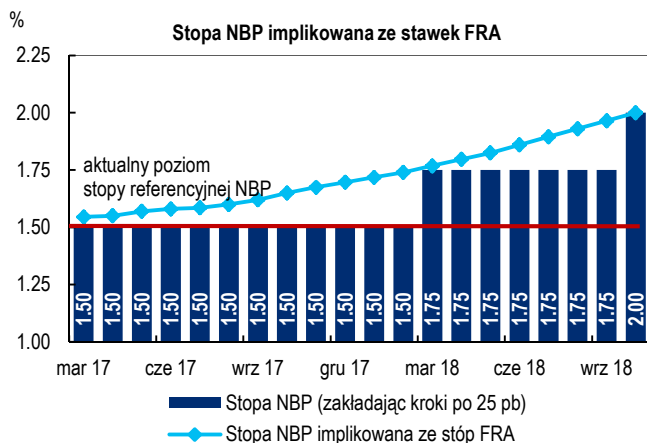
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Jeżeli chodzi o strukturę wzrostu w 2017 roku, to wciąż oczekujemy silnego wzrostu konsumpcji (w pobliżu 4%) oraz lekkiego wzrostu inwestycji. Po stronie inwestycji głównym motorem wzrostu powinien być sektor publiczny w związku z powoli ruszającymi wydatkami infrastrukturalnymi, w tym wydatkami na kolej. Sektor prywatny zapewne będzie ostrożniejszy, jednak również w tym przypadku spodziewamy się wyższych inwestycji, choćby wśród eksporterów, którzy będą odpowiadać na rosnący popyt zagraniczny. Luźna polityka monetarna (przejawiająca się ujemnymi stopami realnymi) oraz luźna polityka fiskalna (rosnący deficyt strukturalny) sugerują, że gospodarka może w najbliższym czasie rosnąć w tempie szybszym od potencjalnego, co będzie tylko zwiększać presję na wzrost cen. W średnim okresie spodziewamy się jednak wyraźnego wyhamowania wzrostu w kierunku albo nawet poniżej potencjału. Średnio w horyzoncie najbliższych pięciu lat polska gospodarka zapewne będzie rosnąć w tempie wolniejszym niż 3%.

Podwyżki stóp procentowych nie przybliżają się

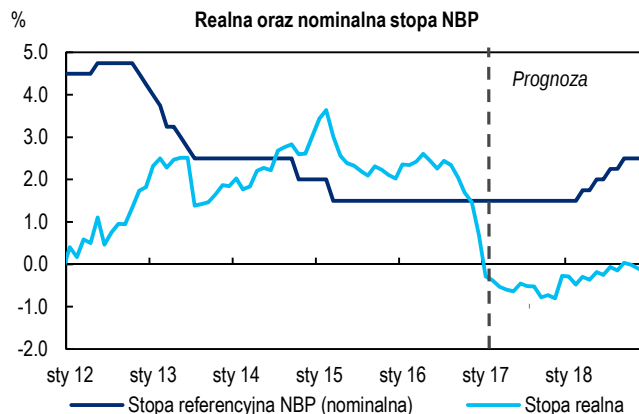
Pomimo sygnałów rosnącej inflacji Rada Polityki Pieniężnej wysłała na lutowym posiedzeniu wyraźny sygnał, że stopy powinny pozostać na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca roku. W szczególności prezes NBP zasygnalizował, że wzrost inflacji jest jedynie przejściowy, a inflacja może obniżyć się nawet poniżej 1,5% w dalszej części roku, sprowadzając realne stopy procentowe ponownie powyżej zera. Nie podzielamy tej opinii, ale ton prezesa Glapińskiego jasno wskazuje, że scenariusz podwyżek stóp procentowych nie jest na poważnie rozważany przez Radę w tym roku i zapewne upłynie trochę czasu zanim członkowie RPP zmienią swoją ocenę. W naszej bazowej prognozie zakładamy utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie do końca roku i spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp na początku 2018 r. Gdy już RPP zdecyduje się podnosić stopy, najprawdopodobniej będzie to robić szybciej niż sugerują to obecnie oczekiwania rynkowe. Spodziewamy się, że po rozpoczęciu cyklu RPP może podnieść stopy procentowe w ciągu czterech kwartałów o około 100 pb.

Wykres 11. Rynek wycenia obecnie dwie podwyżki stóp procentowych w 2018 r.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 12. Nawet podwyżki stóp o 100pb w 2018 roku nie wystarczą aby podnieść stopy realne powyżej zera



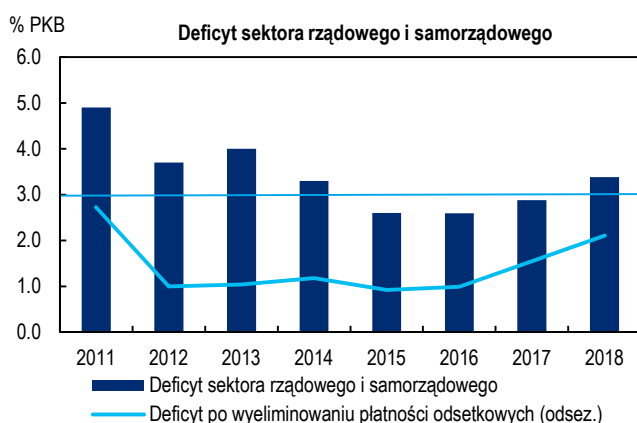
Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Dokładny moment pierwszej podwyżki będzie zależał od ewolucji inflacji i PKB w kolejnych kwartałach. Aby uzasadnić szybszą podwyżkę niż na początku 2018 roku konieczna byłaby znaczna niespodzianka inflacyjna (CPI przez dłuższy czas znacznie powyżej 2,5%) i jednocześnie wyższy od prognoz wzrost PKB (wyższy niż 3,6% prognozowane obecnie przez NBP). Z drugiej strony gdyby przewidywania prezesa NBP dotyczące wyraźnego spadku inflacji pod koniec roku były słuszne, należałoby spodziewać się opóźnienia pierwszej podwyżki stóp.

Mieszane dane o wykonaniu budżetu

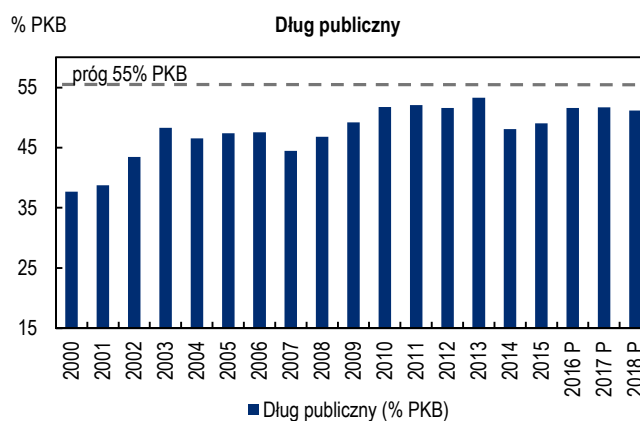
Dane o wykonaniu budżetu wzbudzają wiele pytań. Z jednej strony parametry fiskalne na koniec roku okazały się słabsze niż pierwotnie sądziliśmy. W ostatnim miesiącu roku deficyt budżetowy wzrósł znacząco za sprawą rozczarowujących dochodów z tytułu VAT, co sugerowałoby, że pobór podatku VAT był pod koniec ubiegłego roku słabszy niż zakładało Ministerstwo Finansów. Ponadto także samorządy zdołały przyspieszyć wydatki inwestycyjne pod koniec roku. Te dwa czynniki oznaczają, że deficyt sektora rządowego i samorządowego był wyższy niż oczekiwaliśmy. Dodając do tego istotne zmiany metodologiczne (przychody z aukcji LTE nie poprawią salda w 2016 r.) deficyt wyniósł w 2016 r. ok 2,6-2,7% PKB. Z drugiej strony dane za styczeń wskazują na znaczne przyspieszenie w podatkach pośrednich, w tym również VAT. Ponieważ na razie nie są jeszcze dostępne szczegółowe dane o rozliczeniu całego 2016 roku, trudno jednoznacznie wyjaśnić podwyższoną zmienność wpływów na przełomie roku. Przypuszczamy jednak, że słabość danych grudniowych miała charakter jednorazowy, a wpływy podatkowe w najbliższych miesiącach będą rosły relatywnie szybko dzięki wzrostowi polskiej gospodarki.

Wykres 13. Ścieżka deficytu sektora rządowego i samorządowego



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 14. Dług publiczny w przedziale 50-55% PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy.

Biorąc pod uwagę siłę popytu krajowego spodziewamy się, że deficyt *general government* pozostanie poniżej 3% PKB także w 2017 r. Wsparciem dla takiego scenariusza jest dobre wykonanie budżetu centralnego na początku tego roku. Ponadto z punktu widzenia potrzeb pożyczkowych budżetu, Ministerstwo Finansów znajduje się w komfortowej sytuacji. Oprócz oczekiwanego wzrostu wpływów podatkowych, można spodziewać się również około 8 mld wpłaty zysku z NBP. Dzięki temu Ministerstwo będzie w stanie ograniczyć podaż obligacji na krajowym rynku, zmniejszając w ten sposób presję na wzrost rentowności.

Sytuacja fiskalna pozostaje pod kontrolą i naszym zdaniem nie powinna ona być źródłem zmienności na rynku w bieżącym roku. Niemniej duże wątpliwości może budzić fakt, że polityka fiskalna jest wyjątkowo luźna pomimo wyraźnego przyspieszenia gospodarczego oraz silnego wzrostu popytu krajowego. Według naszych szacunków *stimulus* fiskalny w 2017 roku może wynieść 0,6% PKB (mierzony zmianą odsezonowanego deficytu pierwotnego) i to w sytuacji gdy polityka pieniężna jest silnym wsparciem dla powoli przegrzewającej się gospodarki. Sam deficyt sektora rządowego i samorządowego ma wynieść w 2017 roku poniżej 3%, ale biorąc pod uwagę, że gospodarka jest w fazie boomu gospodarczego, deficyt wydaje się relatywnie wysoki. W przypadku realizacji negatywnego scenariusza i spowolnienia wzrostu, deficyt może wzrosnąć na skutek automatycznych stabilizatorów do przynajmniej 4-5% PKB. Dodatkowo, ryzyko wzrostu długu powyżej limitu 55% PKB mogłoby w takiej sytuacji wymusić na władzach zacieśnienie polityki fiskalnej, pogłębiając skalę spowolnienia.

Rynki finansowe

Dług i złoty w przeciwnych kierunkach

- W perspektywie najbliższych tygodni możliwe jest osłabienie złotego oraz konsolidacja na rynku długu, co m.in. wspierać będzie oczekiwane umocnienie dolara oraz wciąż stosunkowo gołębi ton RPP.
- Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach większość czynników przemawia za kontynuacją umocnienia złotego oraz dalszym wzrostem rentowności.
- Taki scenariusz wspierają oczekiwane ożywienie gospodarcze, rosnąca inflacja i wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Naszym zdaniem pozytywnie na złotego wpłynie też wzrost napływu środków UE, a korzystnie na dług wpłyną prawdopodobnie zmiany w OFE w 2018 r.

Naszym zdaniem w najbliższych tygodniach złoty może nieco tracić na wartości, ale perspektywy na kolejne miesiące są bardziej optymistyczne. Ekonomisci Citi sądzą, że ostatnio obserwowane odreagowanie euro do dolara dobiega końca i w kolejnych miesiącach oczekiwane jest dalsze umocnienie dolara poniżej parytetu. Za takim scenariuszem przemawiać będą prawdopodobnie reforma podatkowa i repatriacja zysków zapowiadane przez prezydenta Trumpa oraz dalszy wzrost rentowności amerykańskich obligacji w związku z kontynuacją zacieśniania polityki pieniężnej. Obecnie złoty jest na stosunkowo mocnych poziomach i w najbliższych tygodniach niewykluczona jest korekta.

Choć często umocnienie dolara idzie w parze ze słabszym złotym to sądzimy, że większość czynników przemawia za umocnieniem złotego w dłuższym terminie. Pozytywnie na krajową walutę będzie wpływać oczekiwane ożywienie wzrostu gospodarczego, a z czasem także wzrost oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej. Ponadto w tym roku znacznie wzrośnie napływ środków unijnych, co będzie długoterminowym

źródłem finansowania rosnącego deficytu obrotów bieżących, a jednocześnie zapewni resortowi finansów więcej euro do sprzedaży na rynku.

Z kolei na rynku długu po wcześniejszym znacznym wzroście rentowności obligacji, w najbliższym czasie możliwy jest ich przejściowy spadek lub stabilizacja. Mogą temu sprzyjać spadki rentowności na głównych bazowych rynkach długu, tj. umocnienie amerykańskich Treasuries oraz niemieckich Bundów. Jednocześnie wsparciem takiego scenariusza mogą być nieco lepsze wyniki E. Macrona w sondażach przed zbliżającymi się wyborami prezydenckimi we Francji (kwiecień-maj), które prowadzą także do zacieśniania spreadów między obligacjami pozostałych krajów strefy euro wobec Niemiec. Ponadto kolejnym czynnikiem mogą być uspokajające komentarze ze strony członków RPP, którzy umniejszają znaczenie ujemnych realnych stóp procentowych i nie spieszą się z podwyżkami stóp procentowych.

W kolejnych miesiącach oczekujemy jednak dalszego wzrostu rentowności. Sprzyjać temu będzie przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz dalszy wzrost inflacji, a także wynikający z tego wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Dodatkowym czynnikiem będzie prawdopodobnie włączenie Czech do jednego z indeksów obligacyjnych JP Morgan w najbliższych miesiącach, co obniży wagę Polski. Jednak zakładana przez nas skala wzrostu rentowności jest stosunkowo niewielka, tj. ok 40 pkt bazowych w przypadku obligacji 10-letnich do końca tego roku oraz kolejne 40 pb w 2018 r. Ograniczeniem dla wzrostu rentowności będzie naszym zdaniem stosunkowo niewielki oczekiwany dalszy wzrost inflacji (o ok. 0,6 pkt proc.), relatywnie niewielka liczba podwyżek stóp procentowych w całym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce, ok 125 pb (100 pb w 2018 r. i 25 pb w 2019), ograniczony potencjał do wzrostu rentowności w USA i niewielka oczekiwana zmiana rentowności Bundów. Ponadto, inwestorzy zagraniczni, w tym szczególnie z USA, zdążyli już istotnie ograniczyć zaangażowanie w polskim rynku krajowych papierów skarbowych i przy niewielkim potencjale do dalszego umocnienia dolara, obecne poziomy rentowności polskich obligacji będą stawały się coraz bardziej atrakcyjne. Poza tym pozytywnie na dług w przyszłym roku mogą wpłynąć zmiany w OFE i prawdopodobne umożliwienie nowo powstałym funduszom inwestycje w obligacje skarbowe.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016												2017
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1.4	6.8	0.7	5.9	3.5	6.0	-3.4	7.5	3.2	-1.3	3.3	2.4	9.0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-8.0	6.9	7.0	-3.2	-3.6	7.3	-10.0	3.4	10.4	-2.5	2.0	-4.5	-1.9
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	1.8	8.2	2.1	8.3	5.5	7.2	-2.9	9.5	4.1	-0.4	4.4	3.7	10.2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-8.6	-10.6	-15.8	-14.9	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5	-15.3	-20.1	-12.8	-8.0	2.1
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	0.9	3.9	0.8	3.2	2.2	4.6	2.0	5.6	4.8	3.7	6.6	6.4	11.4
Stopa bezrobocia (%)	10.3	10.3	10.0	9.5	9.1	8.8	8.6	8.5	8.3	8.2	8.2	8.3	8.6
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	3.1	3.2	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1	4.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.9	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.8	1.8
Inflacja (% m/m)	-0.5	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.1	0.7	0.4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.2	-1.5	-1.9	-1.2	-0.4	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.6	1.8	3.2	4.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.5	-0.4	-0.3	0.3	1.2	0.2	-0.1	-0.4	0.3	0.5	1.2	1.2	0.3
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.0	3.9	3.3	4.6	4.1	5.3	4.8	4.7	3.9	3.6	4.0	2.7	4.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	679	-652	-217	691	1,392	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.4	-0.5	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	439	200	337	487	375	641	-327	-409	2	-128	151	-151	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13157	14487	15487	15079	14195	15303	13506	13902	15495	15327	15953	14615	-
Eksport (% r/r)	-1.3	5.4	0.0	4.0	1.4	6.0	-5.2	9.2	2.7	-2.3	4.7	6.7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12718	14287	15150	14592	13820	14662	13833	14311	15493	15455	15802	14766	-
Import (% r/r)	0.3	7.4	0.9	0.0	2.5	0.8	-6.9	10.8	3.1	2.1	6.2	9.0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10.2	10.1	8.9	11.4	11.5	11.3	10.7	10.0	9.7	8.7	9.7	9.5	8.5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.4	9.1	9.5	10.3	10.4	11.2	10.8	10.0	9.3	9.2	10.0	9.1	8.0
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.0	12.2	6.6	13.1	13.2	8.5	8.4	7.7	8.3	6.8	7.3	7.9	8.0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4.1	5.1	4.2	5.9	4.4	4.5	4.8	4.5	4.8	4.6	5.3	5.1	4.2
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	11.4	10.1	7.9	10.7	8.8	6.7	7.3	5.1	5.1	5.0	5.6	5.6	2.1
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)	1.71	1.69	1.67	1.67	1.67	1.70	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.70	1.68	1.67	1.67	1.68	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.42	1.38	1.37	1.43	1.52	1.66	1.56	1.49	1.57	1.58	1.55	1.46	1.71
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.54	1.46	1.45	1.52	1.61	1.66	1.64	1.64	1.77	1.81	1.96	2.04	2.19
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.39	2.22	2.20	2.28	2.32	2.24	2.29	2.15	2.35	2.51	2.87	2.89	3.17
EUR/PLN (koniec okresu)	4.42	4.35	4.24	4.37	4.38	4.38	4.35	4.36	4.29	4.31	4.45	4.40	4.32
USD/PLN (koniec okresu)	4.08	4.00	3.73	3.81	3.94	3.94	3.90	3.91	3.82	3.92	4.20	4.18	4.00
EUR/USD (koniec okresu)	1.08	1.09	1.14	1.15	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	1.10	1.06	1.05	1.08
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	-1.7	3.1	9.6	11.1	13.5	18.7	14.4	14.9	20.6	24.6	27.6	--	-6.8
Def. budżetowy kum. (% planu)	-3.1%	5.7%	17.5%	20.3%	24.6%	34.1%	26.3%	27.3%	37.7%	45.0%	50.4%	--	-11.4%

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	440	496
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,798	1,850	1,934	2,030
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,410	12,216	11,480	12,964
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	1,6	3,3	3,9	2,8	3,2	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, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,8	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	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	1,63	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	4,20	4,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	4,21	4,25	3,99
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	4,22	4,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,20	4,16
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,27	4,17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-2,5	-4,3	-6,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,2	-0,5	-1,0	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	1,8	-0,9	-3,3
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,3	184,6	206,7
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,5	185,4	210,0
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	14,7	14,4	16,2
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,7	-16,5	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,6	-2,9	-3,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,9	-1,2	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	51,6	51,7	51,2

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	3.2	2.8	2.7	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	-0.9	-0.6	2.0	2.3	2.4	2.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,2	-0,5	-1,0	-1,3	-1.3	-1.4
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	2.50	2.50	2.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.92	4.21	4.25	3.99	3.73	3.49
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.94	4.22	4.08	3.83	3.57
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.42	4.20	4.16	4.14	4.12
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.36	4.27	4.17	4.14	4.13

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.
