

30 maja 2017 r. 13 stron

CitiMonthly

Kapitał płynie w najlepsze

- Dane z gospodarki potwierdzają bardzo wyraźne przyspieszenie gospodarcze w tym roku, co sprzyja poprawie sytuacji budżetowej i obniża ryzyko kredytowe obligacji, zarówno w ocenie agencji ratingowych jak i w postaci spadających spreadów kredytowych asset swap.
- W takich warunkach zainteresowanie zagranicznych inwestorów polskim rynkiem długu nie powinno zaskakiwać. Dane Ministerstwa Finansów pokazują, że w samym marcu na krajowy rynek obligacji napłynęło około 10 mld zł z zagranicy, a trend ten zapewne był kontynuowany w kwietniu i maju.
- Nasze wrażenia z rozmów z zagranicznymi inwestorami (głównie azjatyckimi) potwierdzają, że popyt na polskie aktywa może utrzymywać się również w kolejnych miesiącach.
- Mimo silnego wzrostu i rekordowo niskiej stopy bezrobocia, inflacja prawdopodobnie ustabilizuje się w pobliżu 2% w najbliższych miesiącach i naszym zdaniem przekroczy cel NBP dopiero w II połowie 2018 r.
- Mocne dane makroekonomiczne sprzyjają umocnieniu złotego i sądzimy, że taki trend będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach. Rosnąca presja płacowa i zbliżający się termin podwyżek stóp procentowych doprowadzą naszym zdaniem do stopniowego wzrostu stóp swap w dalszej części roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

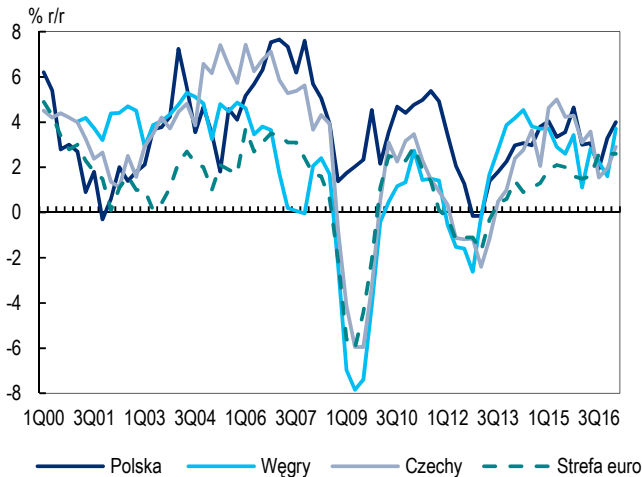
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

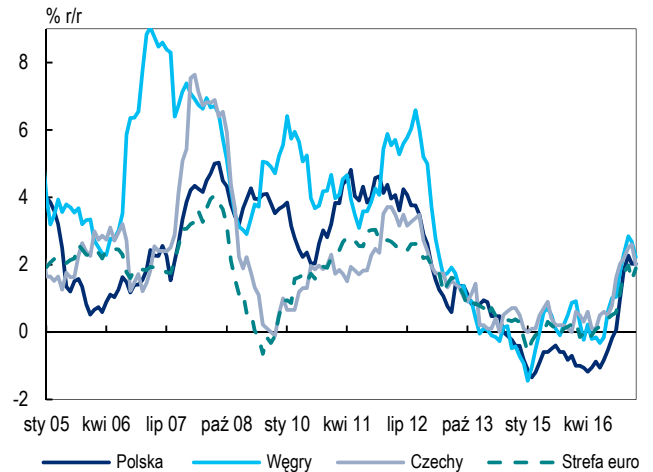
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



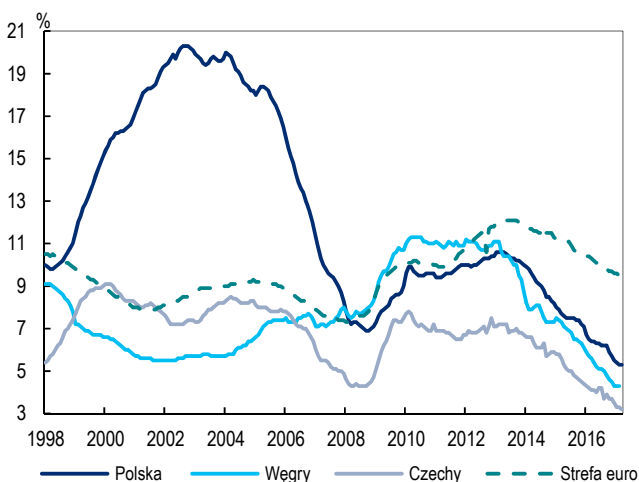
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



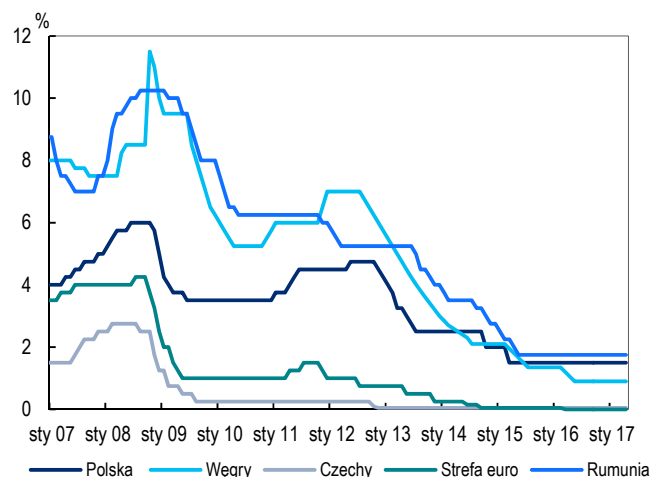
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



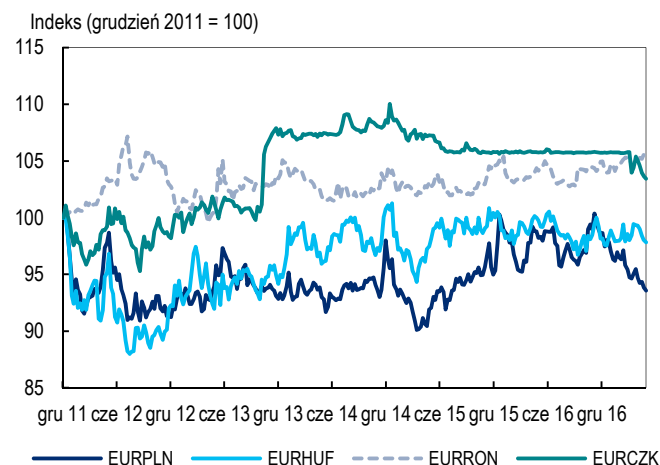
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



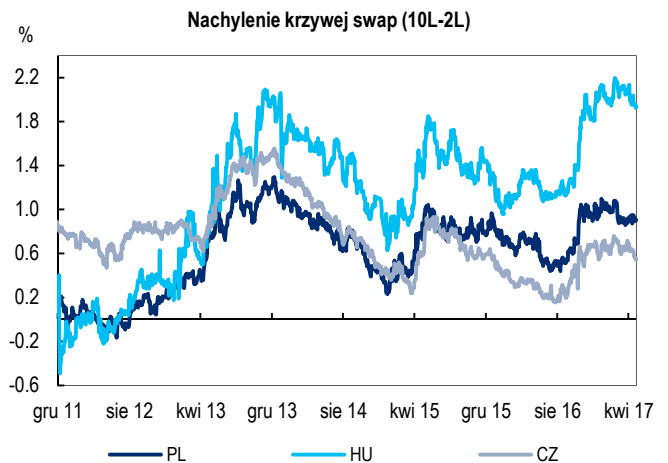
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

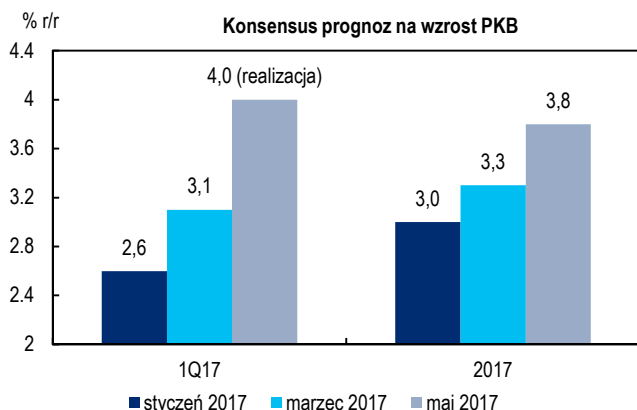
Kapitał płynie w najlepsze

- Dane z gospodarki potwierdzają bardzo wyraźne przyspieszenie gospodarcze w tym roku, co sprzyja poprawie sytuacji budżetowej i obniża ryzyko kredytowe obligacji.
- Mimo silnego wzrostu i rekordowo niskiej stopy bezrobocia, inflacja prawdopodobnie ustabilizuje się w pobliżu 2% w najbliższych miesiącach i naszym zdaniem przekroczy cel NBP dopiero w II połowie 2018 r.
- Mocne dane makroekonomiczne sprzyjają umocnieniu złotego i sądzimy, że taki trend będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach. Rosnąca presja płacowa i zbliżający się termin podwyżek stóp procentowych powinny doprowadzić do stopniowego wzrostu stóp swap w dalszej części roku.

Od kilku miesięcy głównym tematem rynkowym, na który staramy się zwracać uwagę w naszych raportach, jest ożywienie gospodarcze oraz poprawiająca się sytuacja budżetowa. Jak na razie rzeczywistość okazała się nawet nieco lepsza od optymistycznych prognoz. Według wstępnych danych GUS wzrost gospodarczy w I kwartale wyniósł 4% r/r i był znacznie wyższy niż 2,5% w IV kwartale 2016 r. Co prawda ten odczyt nie różnił się zbyt wiele od naszych oraz rynkowych prognoz (3,9%), jednak było to możliwe tylko dlatego, że przewidywania zostały w ostatnich miesiącach mocno zrewidowane w górę. Jeszcze na początku roku prognozy wzrostu PKB na I kwartał były o 1-1,5 punktu procentowego niższe.

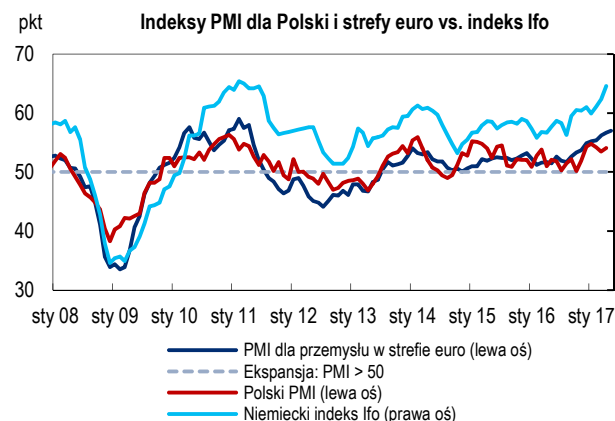
Nasze szacunki wskazują, że w II kwartale wzrost może lekko osłabnąć, ale w III kwartale powinien powrócić do przynajmniej 4%. Ponieważ potencjalne tempo wzrostu jest prawdopodobnie zbliżone do 3% r/r, a najprawdopodobniej nawet niższe, wysoki wzrost gospodarczy powinien przyczyniać się do stopniowego zwiększenia presji płacowej i cenowej. Żądania płacowe narastały jeszcze przed niedawnym przyspieszeniem PKB i spodziewamy się, że ten proces stanie się bardziej widoczny w najbliższych kwartałach. Napięcia na rynku pracy mogą nasilić się szczególnie pod koniec roku, kiedy obniżony wiek emerytalny przyczyni się do ograniczenia podaży na rynku pracy prawdopodobnie o ok. 200 tys. osób.

Wykres 7. Wzrost w I kwartale był znacznie mocniejszy niż oczekiwano jeszcze na początku roku.



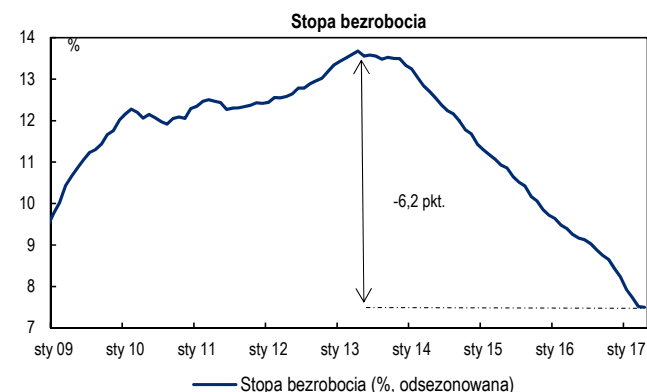
Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Indeksy aktywności dla strefy euro i Niemiec są na najwyższych poziomach od wielu lat



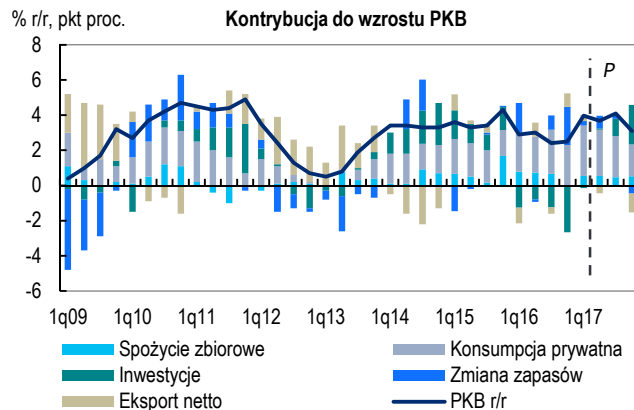
Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 11. Stopa bezrobocia osiąga kolejne rekordowo niskie poziomy



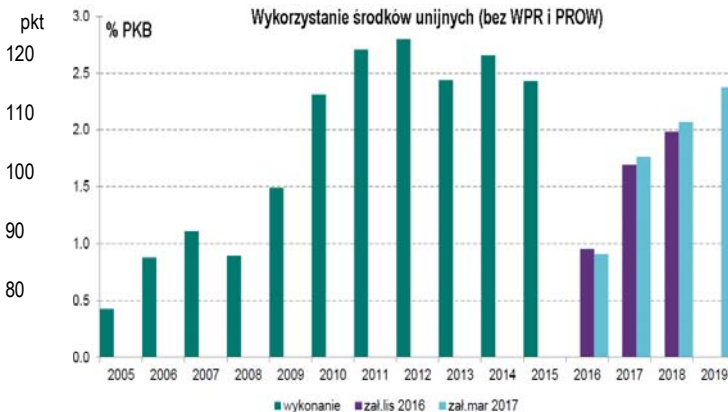
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Przyspieszenie wynikało najprawdopodobniej z wyraźnego odreagowania inwestycji, których kontrybucja do PKB będzie rosła



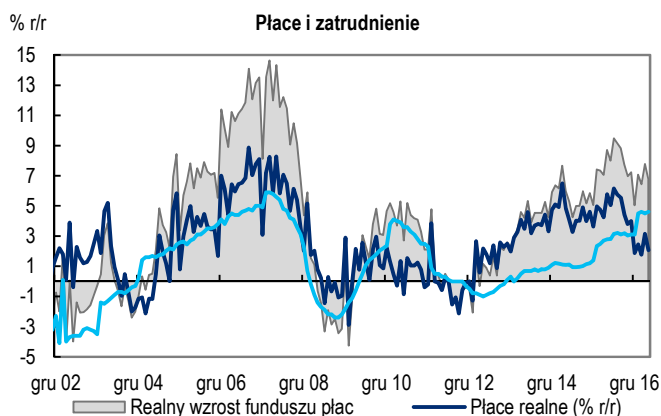
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Odreagowanie środków unijnych jest w tym roku powszechnie oczekiwane, zgodnie z prognozami NBP



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Realny wzrost funduszu płac utrzymuje się na wysokim poziomie

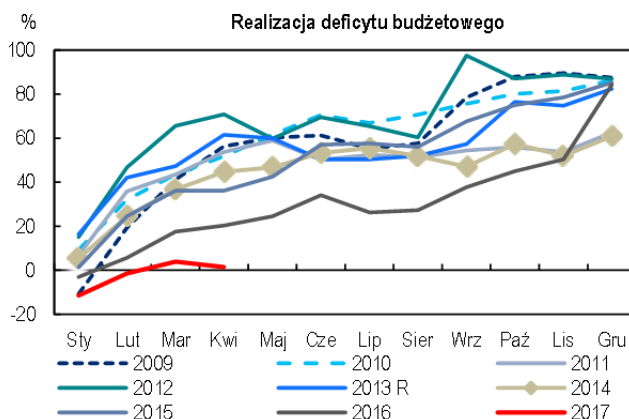


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu sytuacja budżetowa jest znacznie lepsza od prognoz. Według naszych szacunków deficyt budżetowy może być nawet o 20-30 mld mniejszy niż 60 mld zł zapisane w ustawie budżetowej. Za realizacją takiego scenariusza przemawia znaczny

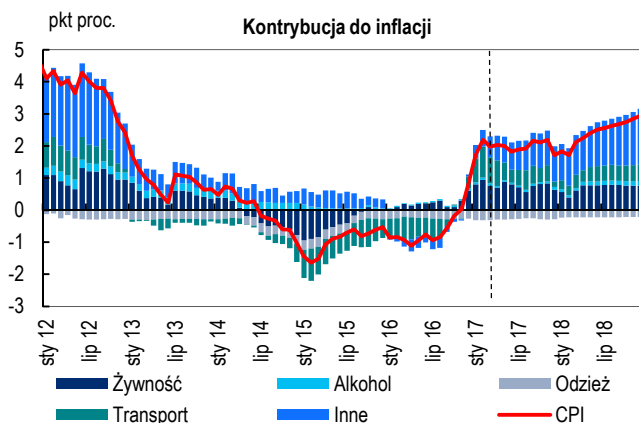
wzrost dochodów podatkowych (oprócz VAT, dynamicznie rosną również wpływy z CIT oraz PIT), a także wyższa od planowanej wpłata zysku z NBP. Niski deficyt budżetowy oznacza również, że potrzeby pożyczkowe będą wyraźnie mniejsze niż planowano i w rezultacie Ministerstwo Finansów prawdopodobnie zredukuje wielkość emisji w nadchodzących miesiącach. Perspektywa takiego scenariusza już obecnie wpływa pozytywnie na rynek obligacji napędzając wzrost cen.

Wykres 13. Deficyt budżetowy po kwietniu był ok. 10 mld niższy niż wstępnie planowało MF ...



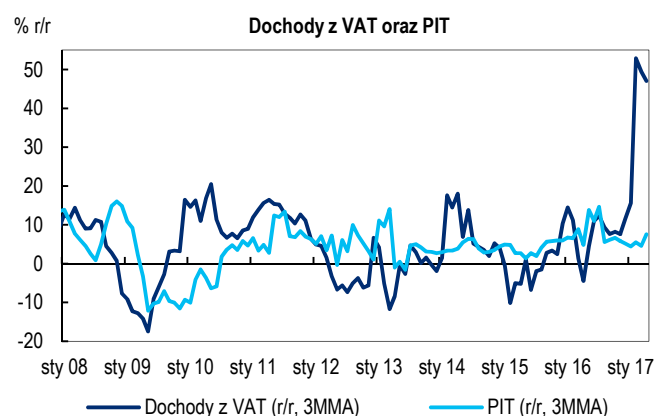
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 15. Oczekujemy stabilizacji inflacji w pobliżu 2% w najbliższych miesiącach



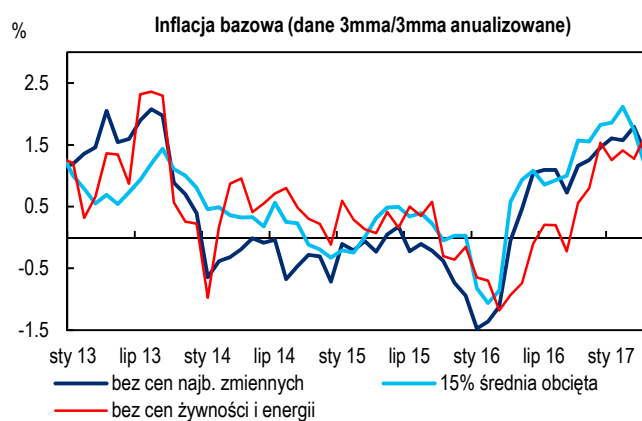
Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. ... za sprawą szybkiego wzrostu dochodów i niższego wykonania wydatków



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 16. Zannualizowana inflacja netto jest również na wysokim poziomie



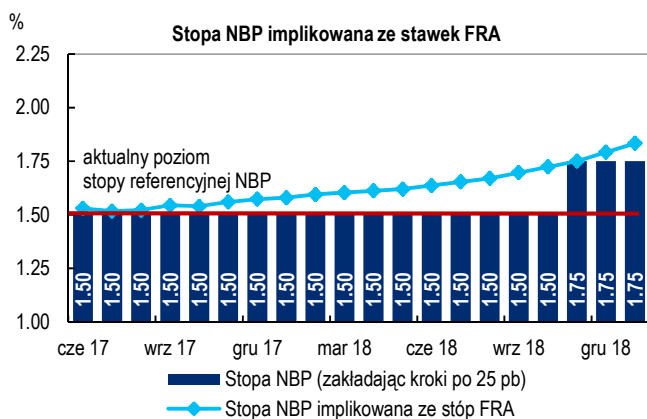
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Bank centralny pozostaje niewzruszony na skalę przyspieszenia wzrostu gospodarczego, co również jest wsparciem dla rynku obligacji. Choć dane za I kwartał zaskoczyły w górę Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stosunkowo gołębie nastawienie, podczas gdy prezes Głapiński powtórzył, że stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie co najmniej do końca roku. W takiej sytuacji trudno oczekiwać jakichkolwiek podwyżek stóp w 2017 roku. Niemniej w dłuższej perspektywie dostosowanie stóp procentowych będzie trudne do uniknięcia. Inflacja będzie w najbliższych miesiącach oscylować w okolicach 2%, ale prawdopodobnie wzrośnie do 2,5-3,0% w 2018 r. Zimna pogoda w kwietniu podwyższa ryzyko, że ścieżka cen żywności w tym roku

będzie nieco wyższa niż sugerowałyby wzorce sezonowe, co prawdopodobnie znieśie efekt niższych cen paliw.

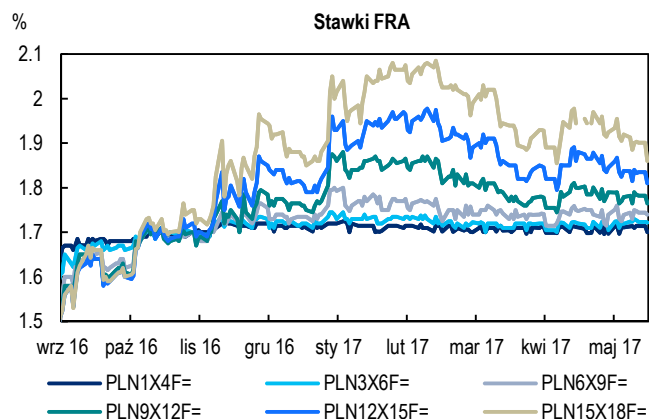
Presja na inflację netto będzie również narastać pod wpływem presji płacowej i silnego wzrostu konsumpcji prywatnej. Już obecnie „annualizowana” inflacja netto utrzymuje się w przedziale 1,5-2,0. Na wyraźne wzrosty wskazuje również inflacja usług, która może być traktowana jako przybliżona miara krajowej presji cenowej. Przy rekordowo niskiej stopie bezrobocia oraz wzroście gospodarczym powyżej tempa potencjalnego inflacja netto powinna pozostać w trendzie wzrostowym. Biorąc to pod uwagę wciąż oczekujemy, że RPP zacznie proces zaostrzania polityki pieniężnej w przyszłym roku, prawdopodobnie podwyższając stopę referencyjną NBP o 75-100 pb w 2018 r.

Wykres 19. Spodziewamy się większej liczby podwyżek stóp w 2018 r. niż wycenia rynek



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

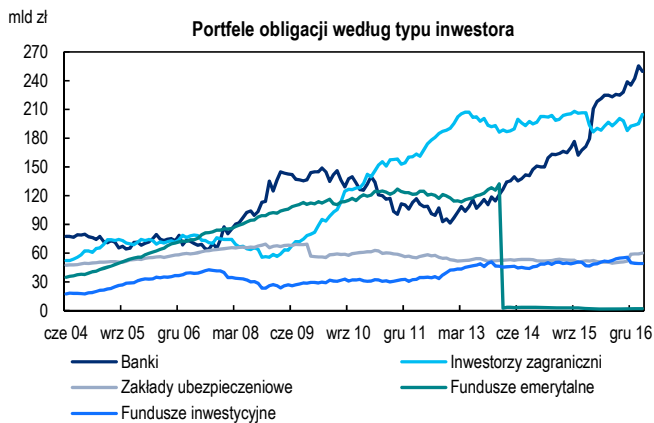
Wykres 110. Sądzymy, że jest spora przestrzeń do wzrostu stawek FRA i swapów w kolejnych miesiącach



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

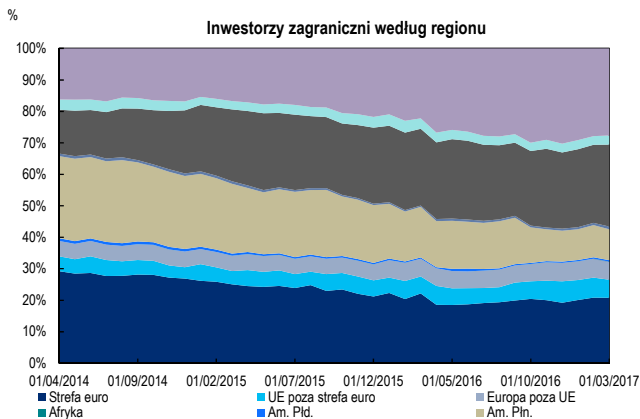
Zwiększony popyt inwestorów zagranicznych na polski dług może się utrzymać. Biorąc pod uwagę znaczną poprawę sytuacji budżetowej, ograniczenie podaży obligacji oraz wciąż odległą perspektywę podwyżek stóp procentowych, zainteresowanie zagranicznych inwestorów polskim rynkiem nie powinno dziwić. Dane Ministerstwa Finansów pokazują, że w samym marcu na krajowy rynek obligacji napłynęło 9,9 mld zł z zagranicy, a trend ten zapewne był kontynuowany w kwietniu i maju. Po trzech miesiącach spadków w marcu wzrosło zaangażowanie banków centralnych o niemal 4,5 mld zł (do 31,8 mld). Oznacza to wzrost udziału inwestorów uznawanych w swoich decyzjach za relatywnie stabilnych, a przez to ryzyko znacznego odpływu kapitału w krótkim okresie jest ograniczane. Na uwagę zasługuje również fakt, że ponownie tytuł największego inwestora na krajowym rynku długu przejęła Japonia, wyprzedzając tym samym w rankingu Stany Zjednoczone.

Wykres 19. Inwestorzy zagraniczni wracają na krajowy rynek długu



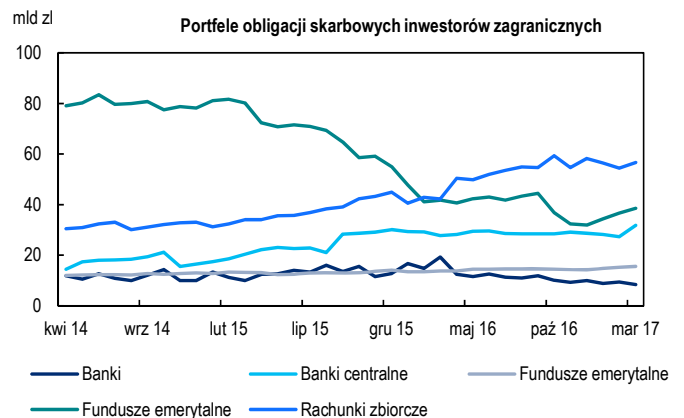
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 21. Zwiększa się udział inwestorów z Azji w tym banków centralnych



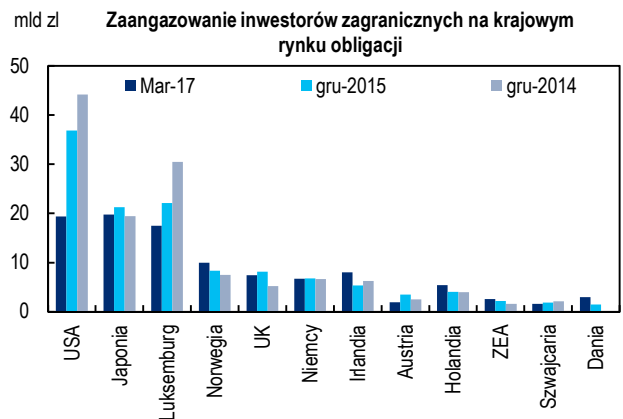
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 20. W tym fundusze inwestycyjne i banki centralne



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 22. Głównym inwestorem są obecnie fundusze z Japonii

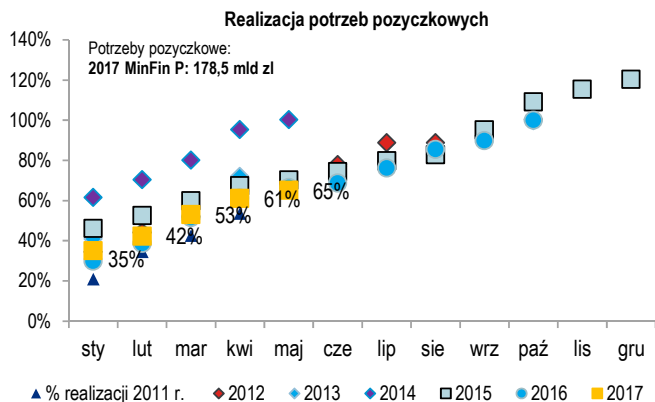


Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Dane z Ministerstwa Finansów są spójne z naszymi wrażeniami z rozmów z zagranicznymi inwestorami finansowymi (zaangażowanymi na rynku obligacji). W ostatnich miesiącach zmniejszyły się obawy uczestników rynku dotyczące perspektyw polskiej gospodarki. Bódcem do wzrostu oceny była poprawa sytuacji fiskalnej, która przekłada się również na zmianę tonu komunikatów agencji ratingowych, w tym na podniesienie przez Moody's perspektywy ratingu do neutralnej. Szczególnie pozytywnie nastawieni względem polskiego rynku długu są inwestorzy azjatyccy, dla których czynniki fundamentalne (wysoki wzrost PKB, zrównoważony rachunek bieżący i spadek deficytu fiskalnego) mają relatywnie większe znaczenie niż dla inwestorów europejskich oraz amerykańskich.

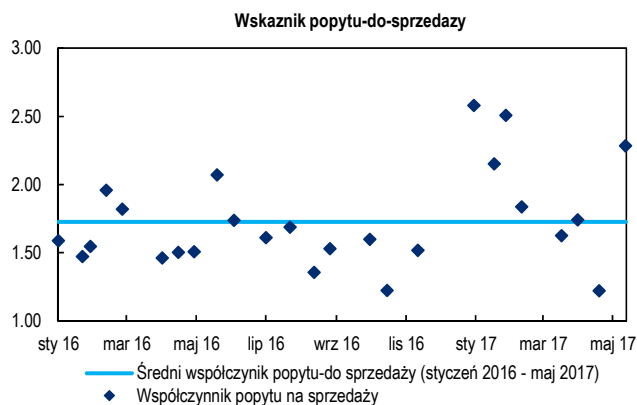
Większość czynników krajowych powinna sprzyjać dalszemu napływowi inwestycji portfelowych również w kolejnych miesiącach. Większa niepewność dotyczy czynników globalnych, tego czy utrzyma się wysoki apetyt na ryzyko. Skala napływu kapitału na rynki wschodzące w tym roku była wyjątkowo duża i nie można wykluczyć, że trend ten może wytracić rozpęd. Niemniej dopóki globalne czynniki pozostają sprzyjające, spodziewamy się dalszego rosnącego zainteresowania zagranicznych inwestorów polskim rynkiem długu.

Wykres 23. Realizacja potrzeb pożyczkowych wynosi już ok. 65-75%



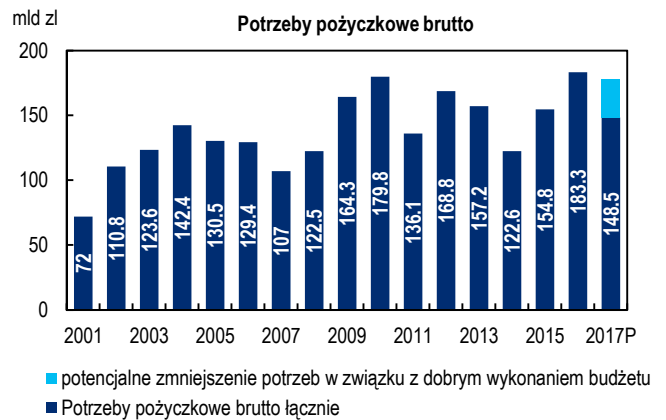
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 25. Dzięki wysokiej realizacji potrzeb MF może obniżyć podaż na kolejnych aukcjach lub limitować akceptowalne oferty kupna



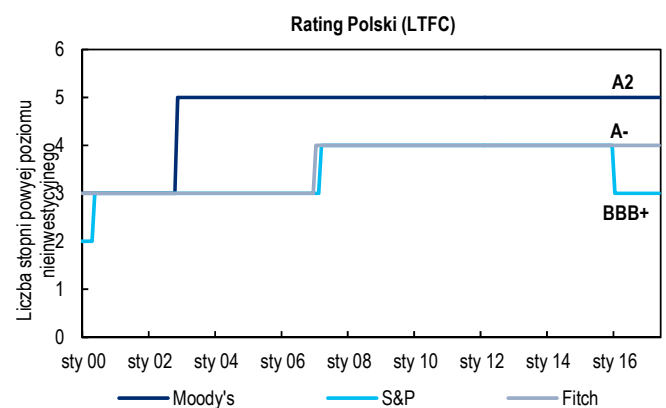
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 24. Potrzeby pożyczkowe brutto mogą być w tym roku znacznie niższe niż planowano



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 26. Ostatnie decyzje Moody's i S&P będą pozytywnie wpływać na złotego także w kolejnych miesiącach



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Obecnie nie dostrzegamy negatywnych czynników dla złotego i oczekujemy dalszego umocnienia w horyzoncie 12 miesięcy do 4,15 i 4,05 w perspektywie 2 lat. Mocny wzrost gospodarczy, zrównoważony bilans obrotów bieżących z oczekiwanym odebraniem napływu środków unijnych, ostatnie pozytywne decyzje ratingowe ze strony S&P i Moody's i prawdopodobna zmiana tonu RPP na bardziej jastrzębi w kolejnych kwartałach składają się na pozytywne perspektywy dla złotego.

Te czynniki będą również wspierać odebrany popyt na polskie aktywa ze strony inwestorów zagranicznych, co może owocować dalszym zawężeniem spreadów asset swap. Ceny obligacji może wspierać prawdopodobne zmniejszenie podaży obligacji względem pierwszej części roku. Jednak, w związku z tym, że w przyszłym roku oczekujemy podwyżek stóp procentowych w większej skali niż zakłada rynek, spodziewamy się też stopniowego wzrostu stóp swap w dalszej części roku.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016								2017				
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5.9	3.5	6.0	-3.4	7.5	3.2	-1.3	3.2	2.2	9.0	1.1	11.1	-0.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-3.2	-3.6	7.3	-10.0	3.4	10.4	-2.5	1.8	-4.5	-1.9	-1.0	17.6	-13.3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8.3	5.5	7.2	-2.9	9.5	4.1	-0.4	4.1	3.5	10.2	1.4	12.7	-0.8
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-14.9	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5	-15.3	-20.1	-12.8	-8.0	2.1	-5.3	17.2	4.4
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.2	2.2	4.6	2.0	5.6	4.8	3.7	6.6	6.4	11.4	7.3	9.7	12.1
Stopa bezrobocia (%)	9.5	9.1	8.8	8.6	8.5	8.3	8.2	8.2	8.3	8.6	8.5	8.1	7.7
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.8	2.8	3.1	3.2	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1	4.5	4.6	4.5	4.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.8	1.8	2.2	2.0	2.0
Inflacja (% m/m)	0.3	0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.1	0.7	0.4	0.3	-0.1	0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.2	-0.4	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.6	1.8	3.2	4.0	4.5	4.7	4.3
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.3	1.2	0.2	-0.1	-0.4	0.3	0.5	1.2	1.2	0.3	0.1	-0.1	-0.2
Płace - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	4.6	4.1	5.3	4.8	4.7	3.9	3.6	4.0	2.7	4.3	4.0	5.2	4.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	691	1,392	-723	-503	-729	-858	-179	-128	-56	2,576	-860	-738	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.9	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.1	-0.1	0.0	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	487	375	641	-272	-387	5	-80	307	-105	213	-537	-218	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15079	14195	15303	13499	13911	15564	15601	16121	14401	14983	15044	17798	-
Eksport (% r/r)	4.0	1.4	6.0	-5.3	9.3	3.1	-0.5	5.8	5.2	13.9	3.8	14.9	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14592	13820	14662	13771	14298	15559	15681	15814	14506	14770	15581	18016	-
Import (% r/r)	0.0	2.5	0.8	-7.3	10.7	3.5	3.6	6.3	7.1	16.1	9.1	18.9	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11.4	11.5	11.3	10.7	10.0	9.7	8.7	9.7	9.5	8.5	8.2	7.8	6.7
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.3	10.4	11.2	10.8	10.0	9.3	9.2	10.0	9.1	8.0	8.1	7.7	7.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	13.1	13.2	8.5	8.4	7.7	8.3	6.8	7.3	7.9	8.0	6.5	6.9	3.1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.9	4.4	4.5	4.8	4.5	4.8	4.6	5.3	5.1	4.2	4.3	4.4	3.3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	10.7	8.8	6.7	7.3	5.1	5.1	5.0	5.6	5.6	2.1	3.8	5.2	5.3
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)	1.67	1.67	1.70	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.67	1.68	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.43	1.52	1.66	1.56	1.49	1.57	1.58	1.55	1.46	1.71	1.68	1.59	1.56
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.52	1.61	1.66	1.64	1.64	1.77	1.81	1.96	2.04	2.19	2.22	2.00	1.99
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.28	2.32	2.24	2.29	2.15	2.35	2.51	2.87	2.89	3.17	3.13	2.92	2.90
EUR/PLN (koniec okresu)	4.37	4.38	4.38	4.35	4.36	4.29	4.31	4.45	4.40	4.32	4.31	4.23	4.23
USD/PLN (koniec okresu)	3.81	3.94	3.94	3.90	3.91	3.82	3.92	4.20	4.18	4.00	4.07	3.97	3.88
EUR/USD (koniec okresu)	1.15	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	1.10	1.06	1.05	1.08	1.06	1.06	1.09
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	11.1	13.5	18.7	14.4	14.9	20.6	24.6	27.6	46.2	-6.8	-0.9	2.3	0.9
Def. budżetowy kum. (% planu)	20.3%	24.6%	34.1%	26.3%	27.3%	37.7%	45.0%	50.4%	84.4%	-11.4%	-1.4%	3.9%	1.5%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	492	518
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,071
PKB per capita (USD)	13.738	12.994	13.622	14.199	12.417	12.226	12.857	13.545
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	8,3	7,6	7,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	3,7	3,2
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,4	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,7	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,0	3,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	5,8	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	6,7	6,3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,9	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,1	2,5
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	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	4,00	4,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,86	3,81
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,85	3,84
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,17	4,08
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,22	4,11
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-2,8	-5,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	0,3	-2,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	198,1	205,7
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	197,8	208,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-17,6
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	-2,4	-2,5	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,9	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,9	50,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	2,7	3,7	3,2	2,9	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	2,4	2,7	2,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,3	-0,5	-0,9	-1,0	-0,8
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	3,86	3,81	3,66	3,47
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,94	3,85	3,84	3,73	3,54
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,40	4,17	4,08	4,05	4,05
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,22	4,11	4,05	4,05

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. 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.
