

CitiWeekly

Nie taki zły deficyt jak go malują?

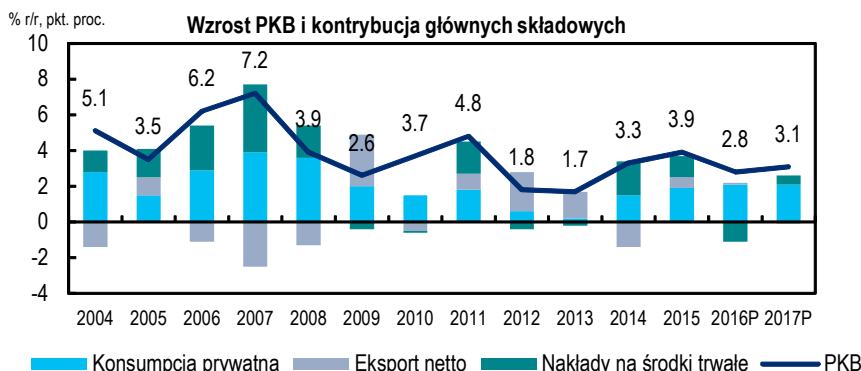
- Od dobrych kilku tygodni przypuszczaliśmy, że końcówka ubiegłego roku była lepsza niż wcześniej oczekiwano. Mimo to ubiegłotygodniowe dane o wzroście gospodarczym okazały się nieco lepsze od - i tak już podniesionych - prognoz. Wzrost wyniósł 2,8% w całym 2016 roku, co sugeruje, że w samym IV kwartale wyniósł on około 2,6%. Pomimo pozytywnej niespodzianki na poziomie całego agregatu PKB, analiza jego składowych nie napawa nadmiernym optymizmem. Inwestycje okazały się zgodne z naszymi prognozami, a konsumpcja i eksport netto były nawet nieco słabsze. Jedynym źródłem pozytywnej niespodzianki były zmiany zapasów firm – kategoria bardzo zmienna i często poddawana rewizjom.
- Po serii ostatnich publikacji danych, w tym po wyższych od prognoz danych o PMI w styczniu (54,8 vs. nasze oczekiwania na poziomie 54), można oczekiwać, że w 2017 roku gospodarka wzrośnie nieco szybciej niż 3% r/r. Spodziewamy się jednak, że przyspieszenie gospodarcze będzie wynikało głównie z odbicia w publicznych inwestycjach, podczas gdy nakłady prywatnych firm pozostaną w stagnacji.
- Pomimo zaskakująco wysokiego wzrostu pod koniec 2016 roku, dane o wykonaniu deficytu budżetowego w grudniu mocno rozczarowały. Deficyt wzrósł w ciągu miesiąca o niemal 19 mld zł (ok. 1% PKB) do poziomu 46,3 mld. Dane z Ministerstwa Finansów są na tym etapie szacunkowe, ale wiadomo, że rozczarowało wykonanie wpływów z VAT. Niemniej naszą uwagę zwraca coś innego - pomimo znacznego wzrostu deficytu w grudniu, Ministerstwo deklaruje pokrycie potrzeb pożyczkowych na 2017 rok w 35% (przed ubiegłotygodniową aukcją). Kluczowe pytanie to: jak można pogodzić wysoki deficyt w minionym roku z bardzo wysokim wykonaniem tegorocznych potrzeb pożyczkowych? Naszym zdaniem może to świadczyć o tym, że wzrost deficytu w grudniu był częściowo związany z przesunięciem niektórych kosztów obsługi zadłużenia z 2017 roku na 2016 r. Taki zabieg oznaczałby, że pomimo niepokojąco wysokiego deficytu w minionym roku, deficyt w 2017 r. pozostanie pod kontrolą.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 17	4,41	4,24	5,01	1,04	1,50	0,0	1,73	0,40	2,45
I KW 18	4,38	4,38	4,81	1,00	1,75	0,0	2,28	0,35	2,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy dn. 25.1.2017.

Wykres 2. PKB za 2016 r. zaskoczył w górę głównie za sprawą lepszych zapasów w IV kw.



Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

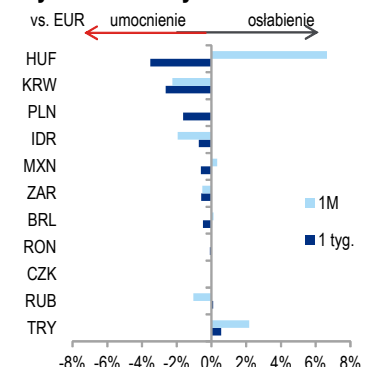
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

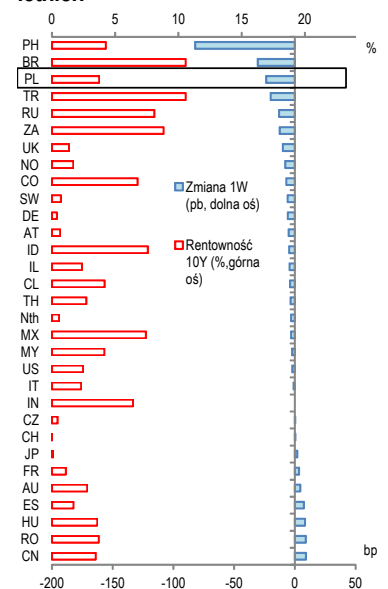
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 3.2.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich

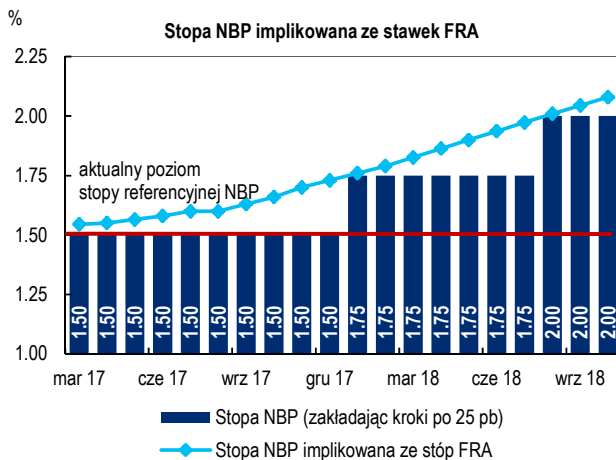


Według stanu na dzień 3.2.2017 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

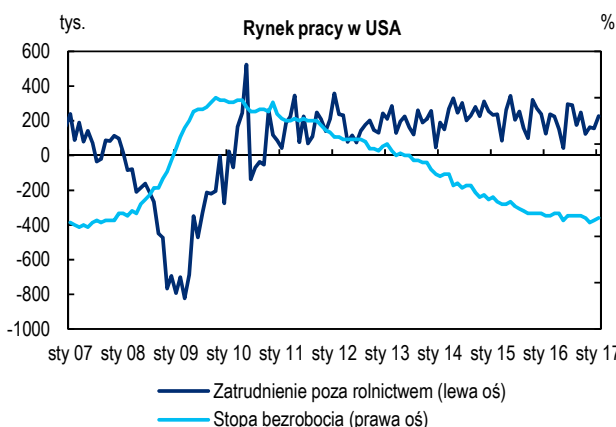
Wykres 3. RPP prawdopodobnie nie zmieni tonu komunikatu i nie zmieni stóp do końca roku



- Naszym zdaniem RPP nie zmieni stóp procentowych na lutym posiedzeniu, a także dalszej części tego roku. Warto śledzić uważnie komentarze RPP w kontekście rosnącej inflacji. Choć GUS nie podał szacunku inflacji za styczeń to konsensus rynkowy wskazuje na dalszy znaczny wzrost inflacji w styczniu (naszym zdaniem do 1,5% a wg Ministerstwa Rozwoju do 1,8%).
- Biorąc pod uwagę oczekiwany przez nas wzrost inflacji i utrzymanie się przez cały rok ujemnych realnych stóp procentowych i ożywienie wzrostu gospodarczego sądzimy, że komentarze członków Rady mogą stawiać się coraz bardziej jastrzębie, a rynkowe stopy procentowe mogą stopniowo rosnąć. Jednak nie spodziewamy się zmian stóp procentowych przed końcem tego roku.

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

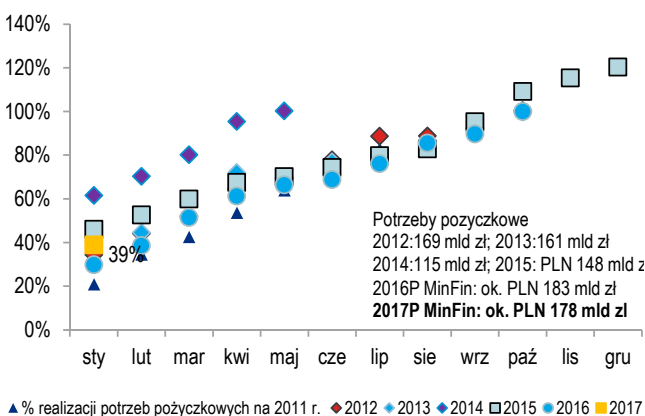
Wykres 4. Fed najprawdopodobniej podwyższy stopy dopiero w czerwcu i grudniu



- Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem okazały się lepsze od oczekiwań, ale dane o płacach rozczarowały, a stopa bezrobocia nieoczekiwanie wzrosła. W rezultacie dane z rynku pracy wciąż nie pokazują nasilonej presji płacowej, co może mieć istotne znaczenie dla decyzji o podwyżkach stóp.
- Dane z ubiegłego tygodnia sygnalizują napędzany konsumpcją wzrost PKB bliski 2% oraz dalszy stopniowy wzrost inflacji, choć oczekiwania na wcześniejszą podwyżkę stóp już w marcu obniżyły się.
- Fed nie zmienił parametrów polityki pieniężnej na lutym posiedzeniu, a w bazowym scenariuszu zakładamy dwie podwyżki stóp w tym roku w czerwcu i grudniu.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 5. Popyt ze strony inwestorów utrzymuje się na wysokim poziomie - szybka realizacja potrzeb pożyczkowych



- Resort finansów sprzedał na ubiegłotygodniowej aukcji obligacje za ok. 7 mld zł, tj. ok. 2 mld zł powyżej górnej granicy wstępnego przedziału oferty 3-5 mld zł. Popyt ponownie podobnie jak w dwóch pierwszych aukcjach tego roku przekroczył 2-krotnie sprzedaż pokazując bardzo duże zainteresowanie inwestorów. W rezultacie resort finansów zrealizował ok. 39% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.
- Według najnowszych danych resortu finansów w grudniu głównymi kupującymi obligacje skarbowe byli inwestorzy zagraniczni (4,4 mld zł) i krajowe zakłady ubezpieczeniowe (7,3 mld zł), a sprzedawały krajowe banki (-3,3 mld zł) i fundusze inwestycyjne (-5,5 mld zł). Wśród inwestorów zagranicznych kupowali głównie inwestorzy z Wielkiej Brytanii i Niemiec.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 lut WTOREK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	0,1	0,4	0,4
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	5,8	5,7	7,0
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	wda % r/r	XII	0,2	--	6,0
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	XII	--	-45,2	-45,2
8 lut ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	II	1,5	1,5	1,5
9 lut CZWARTEK							
08:00	DE	Eksport	% m/m	tyg.	-3,4	-1,2	3,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	240,0	249	246
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	XII	--	0,9	1,0
10 lut PIĄTEK							
09:00	CZ	Inflacja	% r/r	I	2,0	2,1	2,0
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	II	--	97,8	98,5

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

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	468	438	494
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,798	1,847	1,927	2,023
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,410	12,177	11,441	12,920
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	8,4	7,7	7,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,9	2,7	3,1	2,8
Nakłady na środki trwałe (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	9,8	6,1	-4,9	2,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8	3,7	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,8	3,8	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	8,6	6,2	5,0
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	8,4	6,5	5,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,6	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	1,73	1,86	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,90	4,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	4,18	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	-11,1	-1,2	-4,7	-7,3	-9,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,3	-1,0	-1,7	-2,0
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,4	0,0	-3,4	-6,1
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	190,8	193,6	183,1	205,0
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,4	193,6	186,5	211,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	11,4	10,9	11,8	11,7	13,1
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-17,7	-13,5	-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	-2,7	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,5	-0,8	-0,5	-1,0	-1,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	51,3	51,3	50,5

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.