

CitiMonthly

Budżet napędzany konsumpcją

- Ostatnie miesiące potwierdzają, że deficyt budżetowy jest pod kontrolą. Nawet pomimo przyspieszenia wydatków związanych z dopłatami dla rolników, deficyt budżetowy w tym roku powinien być wyraźnie niższy niż planowane 55 mld zł.
- Deficyt całego sektora finansów sektora rządowego i samorządowego wyniesie w tym roku około 2,5% PKB, choć możliwe są „pozytywne” niespodzianki jeżeli inwestycje publiczne nie ruszą pod koniec roku. Również w przyszłym roku deficyt pozostanie poniżej poziomu 3% PKB.
- Wzrost gospodarczy na razie nie może odbić się od 3%, a nie można wykluczyć, że już w III kwartale był on nawet nieco niższy od tego poziomu. Pełne dane poznamy dopiero pod koniec listopada, ale motorem wzrostu najprawdopodobniej pozostanie konsumpcja.
- Choć miesięczne dane o sprzedaży detalicznej pokazują tylko umiarkowane przyspieszenie konsumpcji, rzeczywistość może być bardziej optymistyczna. Dane GUS o sprzedaży nie uwzględniają bowiem małych sklepów, gdzie sprzedaż rośnie wyraźnie szybciej (według Eurostat). Ponadto, sprzedaż detaliczna nie uwzględnia wydatków na usługi, w tym rekreację oraz edukację.
- Pojawiają się sygnały świadczące o tym, że importowana deflacja słabnie. W połączeniu z rosnącymi żądaniami płacowymi pozwala to oczekiwać, że przyszły rok będzie w końcu rokiem rosnących cen.
- Wciąż oczekujemy, że przez przynajmniej rok Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe bez zmian.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

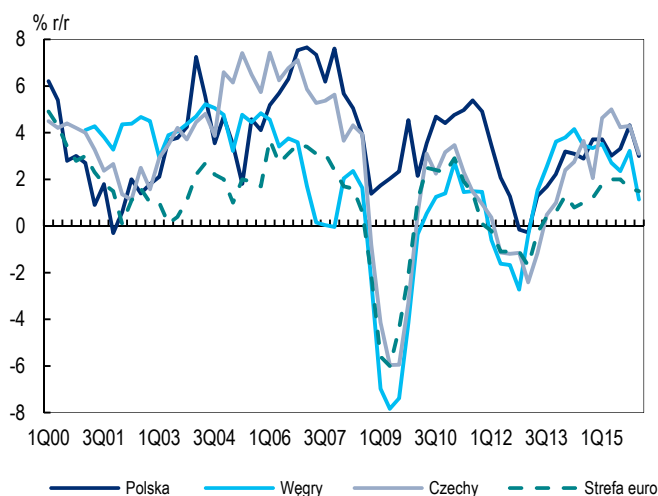
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

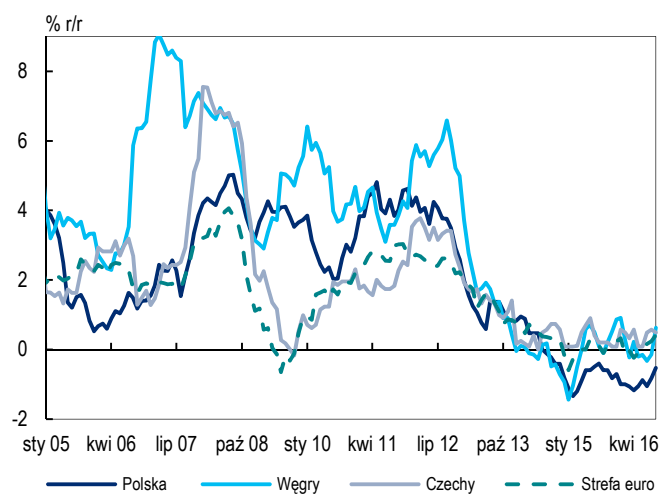
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



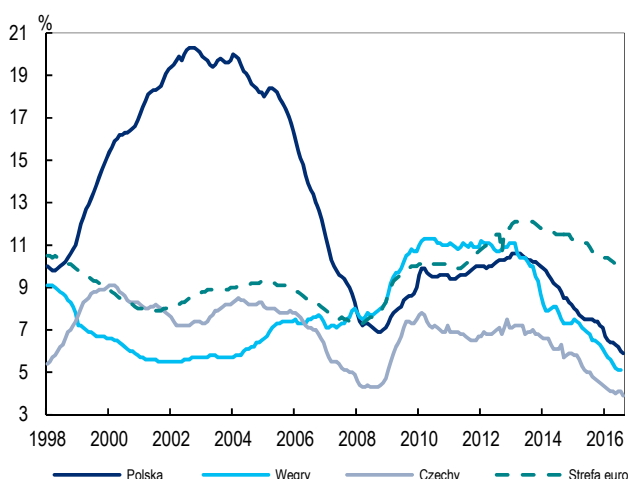
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



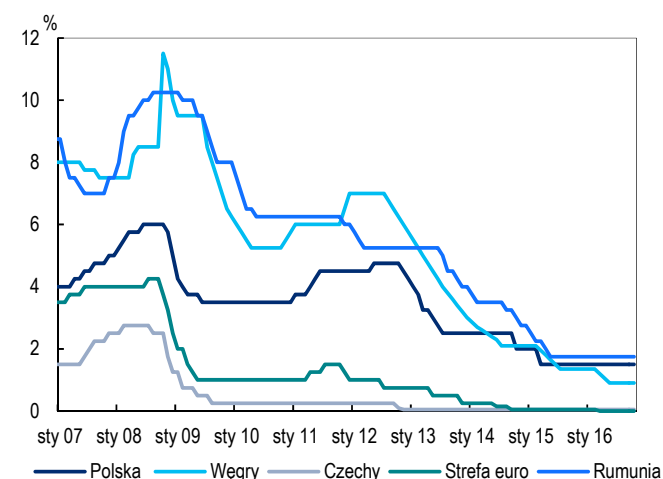
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



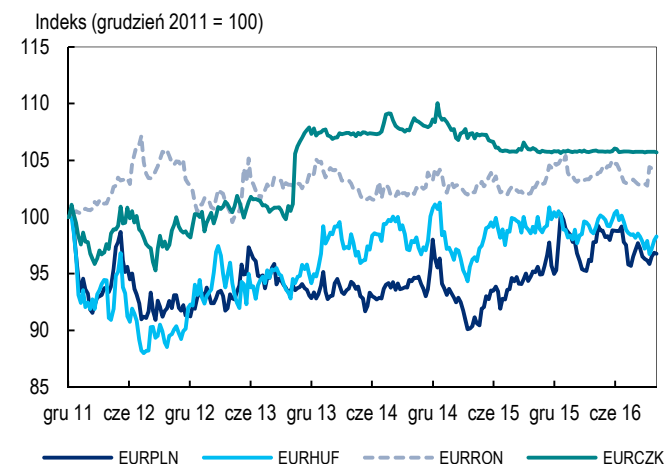
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



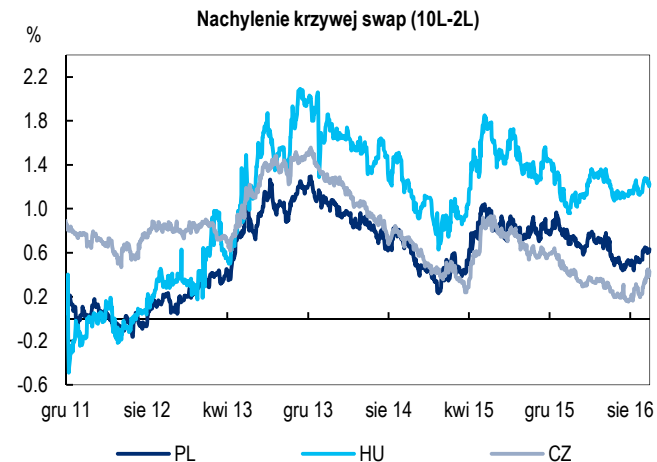
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

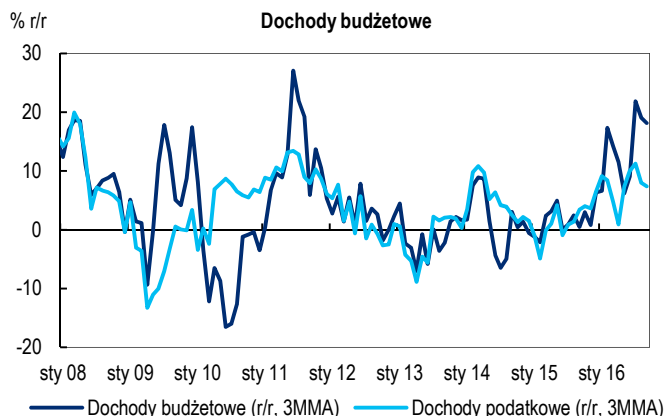
Budżet napędzany konsumpcją

- Ostatnie miesiące potwierdzają, że deficyt budżetowy jest pod kontrolą, nawet pomimo przyspieszenia wydatków związanych z dopłatami dla rolników.
- Wzrost gospodarczy na razie nie może odbić się od 3%, a nie można wykluczyć, że już w III kwartale był on nawet nieco niższy od tego poziomu. Motorem wzrostu najprawdopodobniej pozostanie konsumpcja, której naszym zdaniem niedoszacowują dane o sprzedaży detalicznej GUS.
- Pojawiają się sygnały świadczące o tym, że importowana deflacja słabnie. W połączeniu z rosnącymi żądaniami płacowymi pozwala to oczekiwać, że przyszły rok będzie w końcu rokiem rosnących cen. Wciąż oczekujemy, że przez przynajmniej rok RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian.

Dane o wykonaniu budżetu pokazują, że deficyt pozostaje pod kontrolą. W samym wrześniu dochody podatkowe wzrosły o 7,4% w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. W tym na uwagę zasługuje wyjątkowa poprawa wpływów z VAT (+10%) oraz PIT (+7%). Trudno ocenić na ile te wzrosty wynikają z uszczelnienia podatkowego, a na ile są one przejawem utrzymującego się od dłuższego czasu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, w tym przede wszystkim konsumpcji. Zazwyczaj okresom szybkiego wzrostu gospodarczego towarzyszy nieproporcjonalnie szybki wzrost dochodów, a okresom wyjątkowo słabego wzrostu towarzyszy spadek dochodów budżetowych. Można przypuszczać, że mechanizm ten działa również obecnie. Chociaż dane o aktywności w III kwartale były słabsze od wcześniejszych prognoz, były one na tyle dobre aby zapewnić przyzwoite wpływy podatkowe. Tym bardziej, że wzrost gospodarczy był napędzany przez konsumpcję, która zazwyczaj jest głównym motorem wzrostu dochodów z VAT.

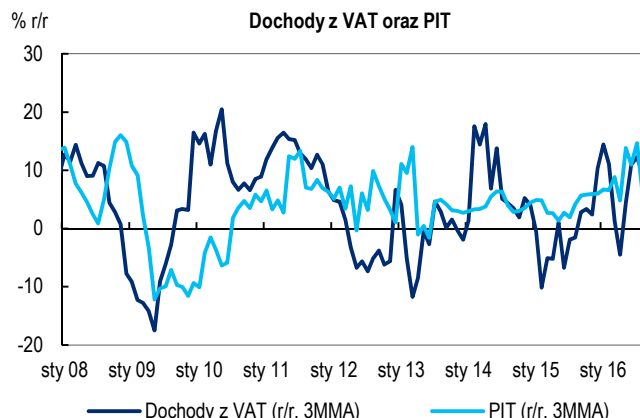
Według naszych szacunków wpływy z VAT, PIT, CIT oraz akcyzy mogą w tym roku okazać się łącznie o około 4,5 mld zł wyższe niż założono pierwotnie w ustawie budżetowej, a zysk NBP okazał się wyższy o 4,7 mld zł. Niektóre kategorie dochodów są źródłem rozczarowań, ale ubytki z tego tytułu są relatywnie niewielkie. Łącznie dochody z tytułu podatku od sklepów wielkopowierzchniowych oraz od niektórych instytucji finansowych będą mniejsze o około 4 mld zł od pierwotnych planów. Bilans z wszystkich rodzajów dochodów budżetowych więc jest wyraźnie dodatni.

Wykres 7. Dochody budżetowe rosną w szybkim tempie ...



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 8. ... głównie za sprawą dochodów VAT i PIT



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

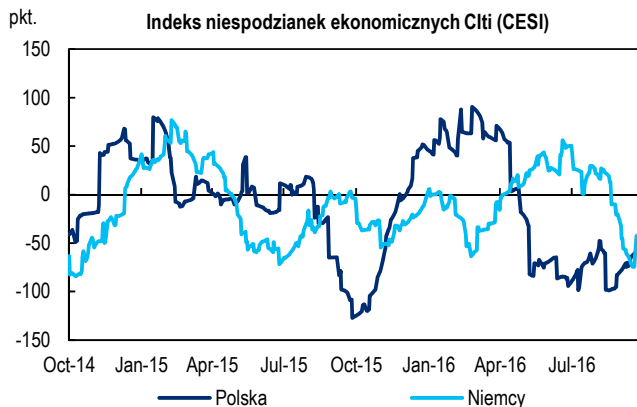
Deficyt pod kontrolą

W październiku rząd postanowił wykorzystać wyjątkowo dobrą sytuację w bieżącym roku aby poprawić wyniki przyszłorocznego budżetu. Przeprowadzona nowelizacja budżetu zakłada przeniesienie z 2017 roku wypłat 70% zaliczek na poczet płatności bezpośrednich dla rolników w 2016 roku. Oznacza to zwiększenie tzw. deficytu środków europejskich o około 9 mld zł i zwiększenie potrzeb pożyczkowych o analogiczną kwotę. Dzięki temu zabiegowi tegoroczny deficyt budżetowy będzie wyższy niż pierwotnie oczekiwaliśmy, ale i tak najprawdopodobniej wyniesie około 47 mld zł, wobec pierwotnie zapisanych 55 mld zł. W rezultacie przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe mogą okazać się mniejsze od planu, co powinno złagodzić napięcia na rynku długu. Dla deficytu sektora rządowego i samorządowego (tzw. general government) zabieg ten powinien być jednak bez znaczenia. Wciąż oczekujemy, że tegoroczny deficyt może wynieść około 2,5% PKB, choć przy opóźnieniu wydatków inwestycyjnych samorządów nie można wykluczyć wyniku bliższego -2% PKB. Z kolei w 2017 roku deficyt może sięgnąć około 2,7% PKB, utrzymując się w ten sposób poniżej istotnego poziomu 3%. Gdyby zaistniało ryzyko przekroczenia tego limitu, rząd najprawdopodobniej zdecydowałby się na wprowadzenie nowych podatków o charakterze sektorowym lub zmiany w już istniejących podatkach.

Wzrost nie chce się odbić od 3%

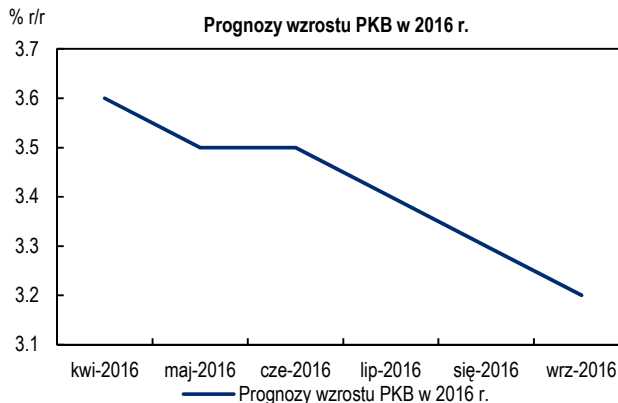
Jak wspominaliśmy powyżej, dobra kondycja budżetu to w dużym stopniu efekt silnego wzrostu konsumpcji, choć trudno o takie wnioski spoglądając wyłącznie na miesięczne dane z GUS. Najnowsze dane sygnalizują bowiem, że aktywność gospodarcza w Polsce nieco wyhamowała w ostatnich miesiącach. Nasze najnowsze szacunki wskazują co prawda na niewielkie, ale jednak spowolnienie wzrostu PKB do 2,9-3,0% r/r z 3,1% w II kwartale. Jednocześnie zakładamy, że w całym roku wzrost gospodarczy wyniesie około 3,0%, tj. nieznacznie poniżej naszych wcześniejszych szacunków, ale też prognoz innych ekonomistów z początku roku. Prognozy wzrostu w tym roku był stopniowo obniżane zgodnie ze zmianami prognoz dla głównych partnerów handlowych Polski.

Wykres 9. Od kilku miesięcy dane makro zaskakują w dół



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

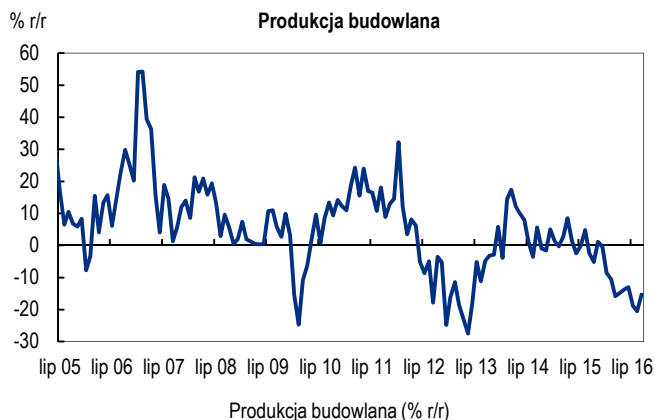
Wykres 10. Prognozy wzrostu dla Polski były stopniowo obniżane od początku roku



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

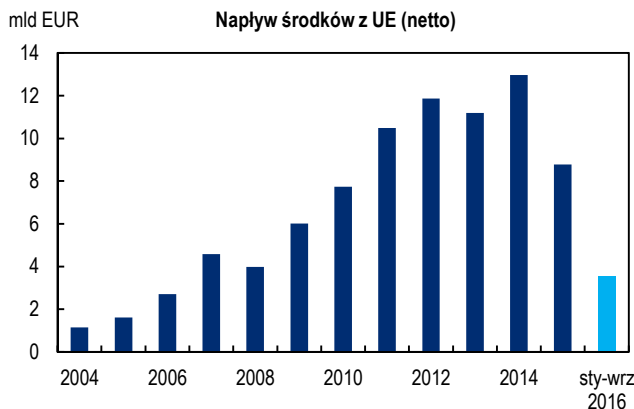
Główną przyczyną słabszego zachowania gospodarki jest utrzymujący się spadek inwestycji. Według naszych szacunków, w III kwartale tempo spadku inwestycji było zbliżone do zaskakująco głębokiego spadku odnotowanego już w II kwartale, tj. -4,9%. Wskazują na to między innymi dane o produkcji budowlanej, której spadek w okresie lipiec-wrzesień pogłębił się do -18,2% r/r wobec -13,9% w II kwartale. Głównym powodem spadku inwestycji jest mniejszy napływ środków unijnych w tym roku w stosunku do 2015 r., ale także w porównaniu do szacunków banku centralnego z początku roku. Nie bez znaczenia była również niepewność co do przyszłych warunków prowadzenia działalności w związku z rozważanymi zmianami podatkowymi.

Wykres 11. Produkcja budowlana notuje głębokie spadki



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. W dużej mierze przyczyną słabych inwestycji jest spadek napływu środków unijnych

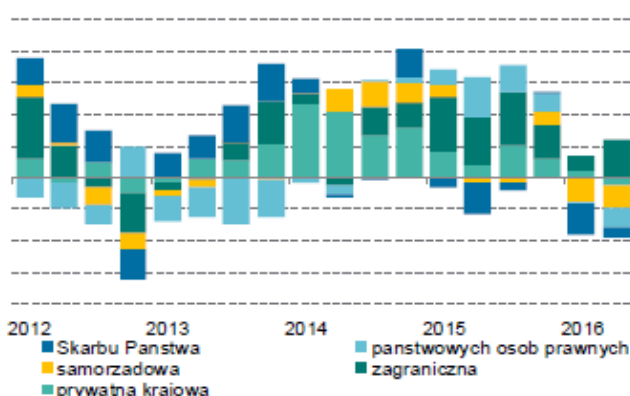


Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wyniki ostatniego raportu o koniunkturze NBP bynajmniej nie wskazują na wyraźne przyspieszenie inwestycji w IV kwartale. Na ich podstawie można wręcz oczekiwać dalszego zmniejszenia inwestycji w firmach publicznych, w tym szczególnie w sektorze samorządowym w IV kwartale. Trudno także, spodziewać się zwiększenia inwestycji w nowe moce wytwórcze w tym sektorze biorąc pod uwagę znaczny spadek ich wykorzystania w ostatnich latach. Nieco bardziej pozytywne perspektywy rysują się za to w przypadku

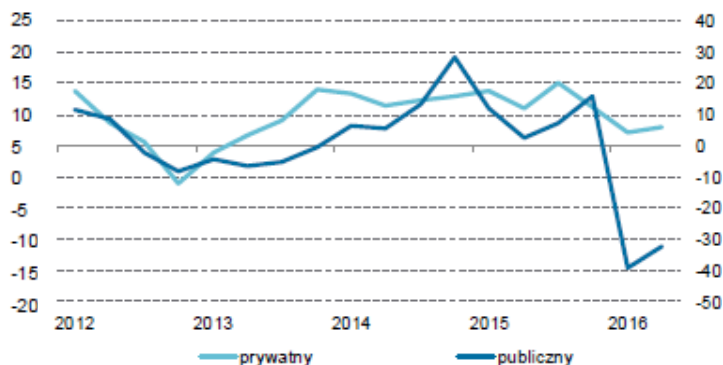
inwestycji sektora prywatnego. Świadczą o tym zarówno wyniki ankiety NBP jak i wysoki wzrost kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, który w III kwartale wyniósł średnio 11,3% (12% r/r średnio w pierwszych trzech kwartałach wobec 9,2% w 2015 r.) i który przekraczał tempo wzrostu innych typów kredytów dla firm.

Wykres 13. Kontrybucja do wzrostu inwestycji wskazuje, że pozytywny wkład we wzrost inwestycji i PKB miały w tym roku głównie prywatne podmioty zagraniczne



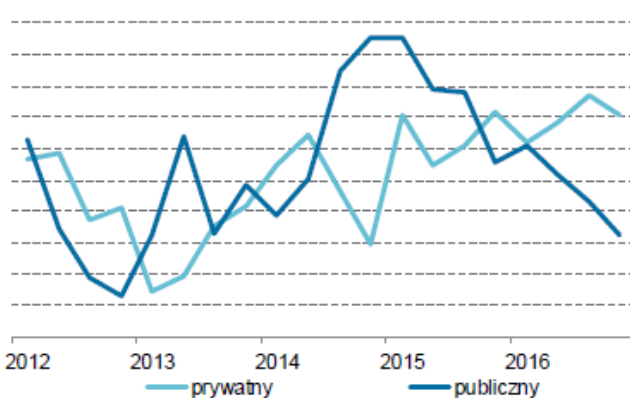
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 14. Za spadek inwestycji odpowiadają głównie inwestycje publiczne



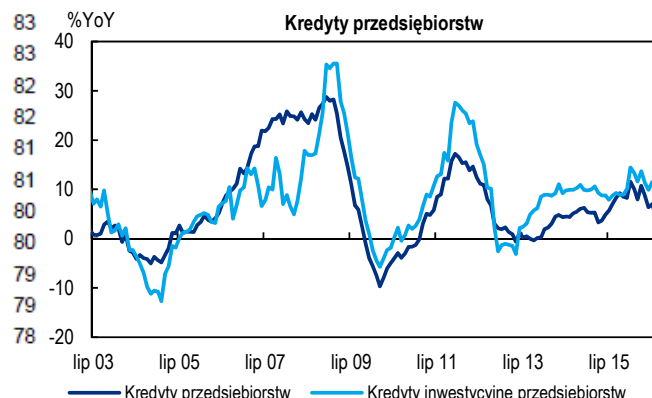
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 15. Choć oczekiwany wzrost napływu środków unijnych podwyższył inwestycje sektora publicznego to wykorzystanie mocy wytwórczych pozostaje na najniższych poziomach od 2012 r.



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 16. Przyspieszenie wzrostu kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw i utrzymanie prognoz wzrostu inwestycji w planach firm sugeruje podtrzymanie dobrych perspektyw inwestycji prywatnych.



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Konsumpcja wciąż motorem wzrostu

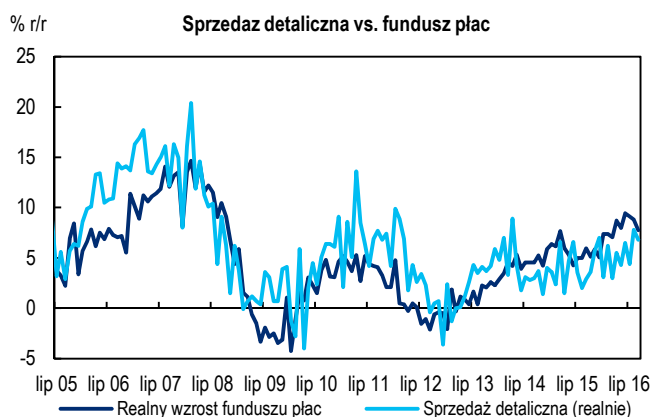
Konsumpcja prywatna pozostanie głównym motorem wzrostu, stanowiąc przeciwwagę dla rozczarowujących inwestycji. Fundament konsumpcji, którym jest rynek pracy, jest w bardzo dobrej kondycji. W sierpniu fundusz płac wzrósł o niemal 8%, podobnie jak w II kwartale. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła we wrześniu do 8,3% i była niższa od naszych prognoz oraz wstępnych szacunków Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej.

Wsparciem dla konsumpcji jest łagodzenie fiskalne w postaci programu 500+. Jak już sygnalizowaliśmy w naszych poprzednich raportach, program zakłada transfer ok. 1% PKB z budżetu do gospodarstw domowych, który nie został dotychczas w pełni odzwierciedlony w danych o sprzedaży detalicznej, gdyż prawdopodobnie część transferów jest przeznaczana

przez gospodarstwa domowe na konsumpcję usług. Będzie on jednak uwzględniony w kwartalnych danych o konsumpcji prywatnej. Ponadto dane GUS o sprzedaży detalicznej nie uwzględniają sprzedaży w małych sklepach, której wzrost jest mocniejszy o czym świadczą dane Eurostat.

Sądzymy, że konsumpcja prywatna będzie rosta w szybkim tempie przynajmniej do połowy przyszłego roku, gdy pozytywny efekt programu dodatków na dzieci zacznie wygasać. Z drugiej strony będzie to rekompensowane przez odreagowanie inwestycji i dzięki temu wzrost utrzyma się w 2017 r. na podobnym poziomie jak w tym roku, tj. 3,1%. W przypadku przyszłorocznego wzrostu ryzyko widzimy po stronie wyniku lepszego od naszych obecnych szacunków. Niemniej w kolejnych latach wzrost prawdopodobnie będzie niższy niż oczekiwano i nie przekroczy 3%, odzwierciedlając stopniowy spadek tempa wzrostu potencjalnego polskiej gospodarki.

Wykres 17. Sprzedaż detaliczna realnie i realny fundusz płac rosną szybko



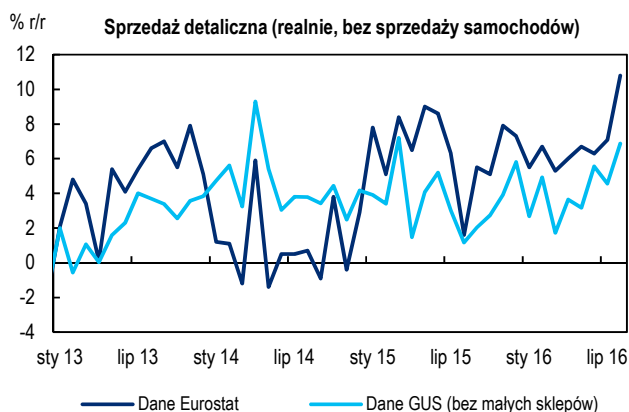
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 18. Stopa bezrobocia (BAEL) jest historycznie niska



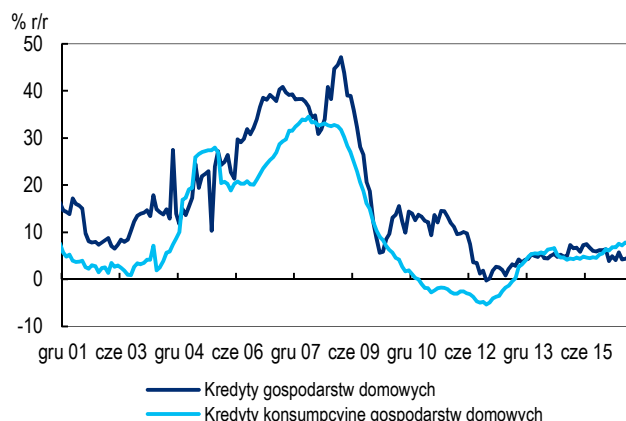
Źródło: GUS, Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 19. Sprzedaż detaliczna w mniejszych sklepach rośnie szybciej niż wynika z danych GUS



Źródło: GUS, Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 20. Wzrost kredytów konsumpcyjnych przewyższa tempo wzrostu kredytów ogółem dla gospodarstw domowych



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

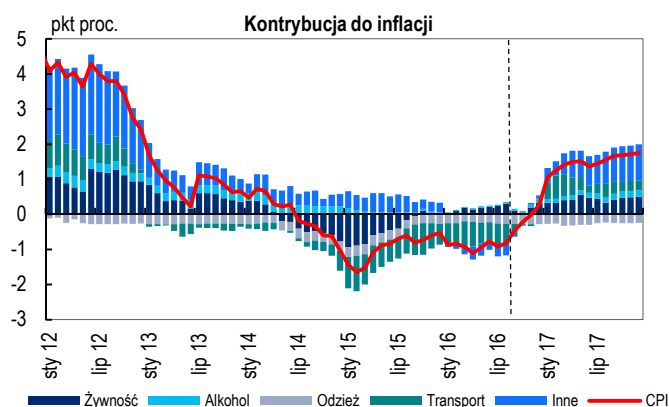
Kluczowy moment dla inflacji

Od wielu miesięcy większość prognoz inflacyjnych dla Polski zakłada, że pod koniec roku wskaźnik CPI przekroczy zero. Dotychczasowe wzrosty były nieco wolniejsze od prognoz, ale co do zasady kształt ścieżki

inflacyjnej był zbliżony do oczekiwań. Najbliższe miesiące rozstrzygną czy inflacja rzeczywiście szybko powróci do dodatnich wartości. Nasze prognozy pokazują, że na koniec roku wyniesie ona nieco poniżej +0,5% r/r, ale na początku 2017 roku wzrośnie przynajmniej do 1%.

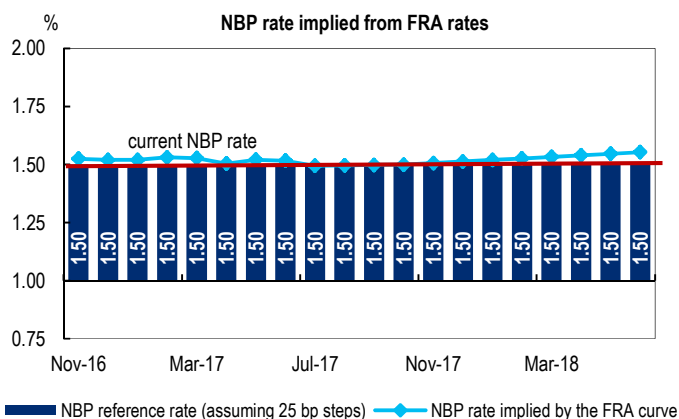
Kilka czynników sugeruje, że powoli przechodzimy od okresu deflacji do okresu umiarkowanej inflacji. Ceny ropy naftowej wyrażone w złotych w końcu osiągnęły poziom wyższy niż rok wcześniej (po wcześniejszych dwucyfrowych spadkach), a ceny surowców (indeks CRB w złotych) są na poziomach zbliżonych do ubiegłorocznych. Tym samym jeden z czynników o charakterze deflacyjnym nie tylko ustępuje, ale nawet zaczyna oddziaływać lekko proinflacyjnie. Do tego po raz pierwszy od ponad trzech i pół roku indeks niespodzianek inflacyjnych w strefie euro wrócił powyżej zera. Wraz z sygnałami świadczącymi o wzroście cen producentów w Chinach pokazuje to, że wpływ importowanej deflacji na polski indeks CPI powoli słabnie. Jeżeli te tendencje utrzymają się w kolejnych miesiącach, będzie to rzeczywisty przełom w dotychczasowych trendach deflacyjnych.

Wykres 21. Efekty bazy podwyższa inflację o ok. 2 pkt proc. w najbliższych kilku miesiącach



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 22. Rynek nie wycenia obniżek stóp procentowych w najbliższych kilkunastu miesiącach



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Stopy procentowe bez zmian

W ciągu ostatniego miesiąca w naszym scenariuszu stóp procentowych nie nastąpiły żadne istotne zmiany. Wciąż uważamy, że z punktu widzenia RPP najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest pozostawienie stóp procentowych bez zmian przez przynajmniej rok. Jeżeli mamy rację co do powoli rosnącej inflacji, kolejna zmiana stóp procentowych będzie polegała na ich podwyżce, a nie obniżce. RPP może być co prawda rozczarowana słabszymi od oczekiwań danymi o PKB w II połowie bieżącego roku, jednak naszym zdaniem droga od rozczarowań do cięcia stóp jest daleka. Biorąc pod uwagę prawdopodobne przyspieszenie gospodarcze w 2017 roku, nadzieje na obniżki stóp w Polsce powinny okazać się krótkotrwałe.

Dalszy wzrost rentowności

Spodziewamy się utrzymania tendencji wzrostowej rentowności polskich obligacji skarbowych w kolejnych miesiącach. Jednym z czynników, które będą oddziaływać w kierunku spadku cen obligacji będzie wzrost inflacji, który w perspektywie pół roku może wynieść ok 2 pkt proc. Wzrost inflacji będzie wynikiem głównie efektów bazy i będzie obserwowany także w

wielu innych krajach rozwijających się i rozwiniętych. To będzie wywierało presję zarówno na krótki jak długi koniec krzywej rentowności, a długi koniec może początkowo zareagować w większym stopniu ze względu na wciąż stosunkowo odległy termin podwyżek stóp. Ponadto, do osłabienia obligacji może przyczynić się oczekiwany wzrost rentowności niemieckich Bundów, spodziewany po grudniowym posiedzeniu EBC. Oczekujemy, że Europejski Bank Centralny wydłuży okres obowiązywania programu skupu aktywów, ale jednocześnie zmniejszy miesięczną kwotę skupowanych obligacji z 80 mld EUR do 60 mld EUR. To najprawdopodobniej spotka się z negatywną reakcją rynku i osłabieniem Bundów.

Złoty pozostanie słaby w kolejnych miesiącach

Perspektywy dla złotego na najbliższe miesiące nieznacznie się pogorszyły w ciągu ostatniego miesiąca. Oczekujemy obecnie utrzymania kursu złotego wobec euro na poziomie 4,30-4,35 w perspektywie kolejnych 12 miesięcy. Na nasze prognozy miał wpływ kolejny miesiąc słabszych danych z polskiej gospodarki i obniżenie prognozy wzrostu na obecny rok. Ponadto negatywnie na prognozy złotego i innych walut gospodarek wschodzących miała wpływ rewizja w dół prognoz dolara. Dodatkowo w okresie wyborów prezydenckich w USA może wzrosnąć zmienność na globalnych rynkach, co może mieć też negatywny wpływ także na złotego. Spodziewane pogorszenie w rachunku obrotów bieżących w horyzoncie kolejnych kwartałów będzie naszym zdaniem równoważone przez zwiększony napływ środków unijnych na rachunek kapitałowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2015								2016				
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4.0	2.4	7.8	6.7	1.4	6.8	0.5	5.9	3.5	6.0	-3.4	7.4	3.2
Produkcja przemysłowa (% m/m)	15.0	2.0	-2.6	-3.6	-8.0	6.9	6.8	-3.0	-3.6	7.3	-10.0	3.3	10.4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	4.5	2.8	9.3	8.9	1.8	8.2	1.9	8.3	5.5	7.2	-2.9	9.4	4.1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-2.5	-5.2	1.2	-0.4	-8.6	-10.6	-15.8	-14.9	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5	-15.3
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	0.1	0.8	3.3	4.9	0.9	3.9	0.8	3.2	2.2	4.6	2.0	5.6	9.2
Stopa bezrobocia (%)	9.7	9.6	9.6	9.8	10.3	10.3	10.0	9.5	9.1	8.8	8.6	8.5	8.3
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.0	1.1	1.2	1.4	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	3.1	3.2	3.1	3.2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5
Inflacja (% m/m)	-0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.8	-2.3	-1.8	-0.8	-1.2	-1.4	-1.7	-1.2	-0.7	-0.8	-0.4	-0.1	0.2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1	0.3	0.9	0.2	-0.1	-0.3	0.3
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.1	3.3	4.0	3.1	4.0	3.9	3.3	4.6	4.1	5.3	4.8	4.7	3.9
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-550	-165	28	-846	679	-652	-217	492	389	113	-635	-1,047	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.8	-0.9	-1.1	-0.6	-0.5	-0.6	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	59	549	357	143	439	200	337	455	318	662	-322	-509	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15090	15681	15239	13693	13157	14487	15487	15091	14003	15256	13520	13750	-
Eksport (% r/r)	4.3	5.2	10.7	10.8	-1.3	5.4	0.0	4.1	0.0	5.7	-5.1	8.0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	15031	15132	14882	13550	12718	14287	15150	14636	13685	14594	13842	14259	-
Import (% r/r)	6.2	-1.0	6.3	4.4	0.3	7.4	0.9	0.3	1.5	0.4	-6.8	10.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.9	8.9	9.3	9.1	10.2	10.1	8.9	11.4	11.5	11.3	10.7	10.0	9.7
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.7	9.4	9.5	9.2	9.4	9.1	9.5	10.3	10.4	11.2	10.8	10.0	9.3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.6	10.9	11.4	10.4	12.0	12.2	6.6	13.1	13.2	8.5	8.4	7.7	8.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6.1	6.4	6.4	6.6	4.1	5.1	4.2	5.9	4.4	4.5	4.8	4.5	4.8
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.1	8.0	7.5	7.1	11.4	10.1	7.9	10.7	8.8	6.7	7.3	5.1	5.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	2.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	1.72	1.73	1.73	1.72	1.71	1.69	1.68	1.67	1.67	1.70	1.71	1.71	1.71
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.71	1.73	1.72	1.72	1.70	1.68	1.67	1.67	1.68	1.71	1.71	1.71	1.71
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.70	1.56	1.57	1.47	1.42	1.38	1.37	1.43	0.00	1.66	1.56	1.49	1.57
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.79	1.65	1.61	1.58	1.54	1.46	1.45	1.52	0.00	1.66	1.64	1.64	1.77
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.39	2.09	2.08	2.23	2.39	2.22	2.20	2.28	2.30	2.24	2.29	2.15	2.35
EUR/PLN (koniec okresu)	4.24	4.26	4.27	4.29	4.42	4.34	4.24	4.38	4.44	4.45	4.35	4.36	4.29
USD/PLN (koniec okresu)	3.80	3.85	4.04	3.95	4.08	4.00	3.72	3.82	3.98	4.01	3.90	3.91	3.82
EUR/USD (koniec okresu)	1.12	1.10	1.06	1.09	1.08	1.09	1.13	1.12	1.12	1.11	1.12	1.12	1.12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	25.9	31.1	34.5	36.1	42.6	-1.7	3.1	9.6	11.1	13.5	18.7	14.9	20.6
Def. budżetowy kum. (% planu)	56.1%	67.6%	75.0%	78.5%	85.2%	-3.1%	5.7%	17.5%	20.3%	24.6%	34.1%	27.3%	37.7%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	475	476	511	566
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,656	1,719	1,790	1,841	1,929	2,034
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,618	14,195	12,351	12,404	13,334	14,812
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7	8,2	7,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,6	3,0	3,1	2,8
Inwestycje (% r/r)	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	-0,6	3,2	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,6	3,7	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,6	3,8	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	8,7	5,1	5,0
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	8,4	6,3	5,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,3	1,8	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,4	2,4
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	1,75	3,00
WIBOR3M, (%) koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,65	2,14	3,19
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,15	3,50	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,94	3,70	3,53
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,87	3,78	3,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,30	4,30	4,19
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,31	4,32	4,23
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,1	-1,2	-3,8	-7,3	-9,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,3	-0,8	-1,4	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,4	0,3	-3,5	-6,5
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	190,8	196,4	209,9	230,2
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,4	196,2	213,4	236,7
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	11,4	10,9	12,3	13,7	15,3
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-17,7	-13,5	-15,1	-16,0	-16,9
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4	89,4	89,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,5	-2,7	-2,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,3	-0,8	-0,8	-1,0	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	47,9	49,1	49,5	49,4	48,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,6	3,0	3,1	2,8	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	1,4	2,4	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-0,3	-0,8	-1,4	-1,7	-1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,75	3,00	3,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,92	3,94	3,70	3,53	3,39
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,87	3,78	3,59	3,44
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,26	4,30	4,30	4,19	4,16
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,31	4,32	4,23	4,17

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo

zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.
