

29 marca 2017 r. 15 stron

CitiMonthly

Powrót do przeszłości

- W tym roku deficyt budżetowy najprawdopodobniej będzie wyraźnie niższy od prognoz, głównie za sprawą silnego wzrostu gospodarczego oraz przyspieszenia inflacji.
- Polska gospodarka znajdowała się już w podobnej sytuacji dziesięć lat wcześniej. Doświadczenia z tego okresu pokazują, że sytuacja fiskalna będzie tak długo dobra, jak długo trwa boom gospodarczy. Szybki wzrost przykrywa bowiem skutecznie wszelkie słabości fiskalne i strukturalne.
- Żaden boom nie trwa wiecznie. Gdy w końcu dojdzie do spowolnienia deficyt może wzrosnąć w znacznie większym stopniu niż zakładają prognozy rynkowe. Polska stanie przed dylematem, przed którym już stała kilka lat wcześniej: a) zaciskać politykę fiskalną w czasie spowolnienia, b) zmienić ustawę o finansach publicznych i zapisane tam limity zadłużenia lub c) przejąć pozostałe środki z OFE.
- Jeżeli chodzi o perspektywy krótkoterminowe, gospodarka prawdopodobnie wzrośnie w I kwartale roku w tempie około 3,5%, a wysokie tempo utrzyma się do trzeciego kwartału. Następnie spodziewamy się wyhamowania.
- Presja płacowa i cenowa będą narastać, choć przyrosty inflacji z miesiąca na miesiąc powinny być wolniejsze niż dotychczas.
- Złoty zyskuje na wartości, jednak zbliżające się wybory we Francji mogą przejściowo zachwiać tym trendem.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

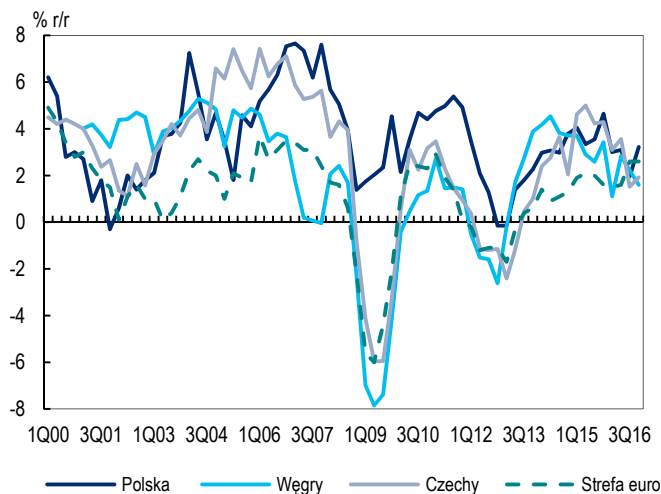
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

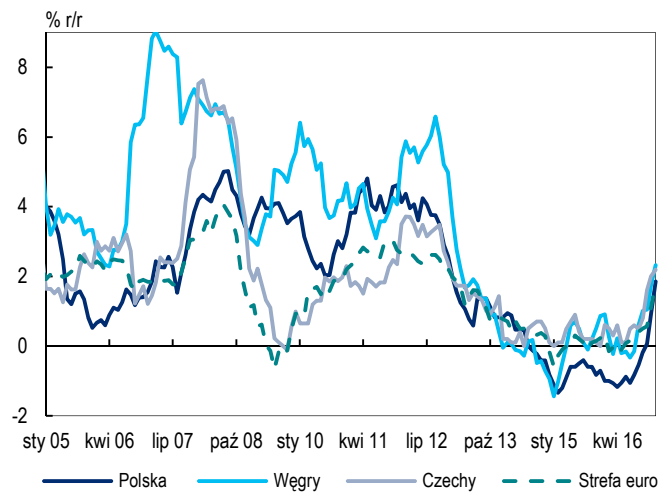
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



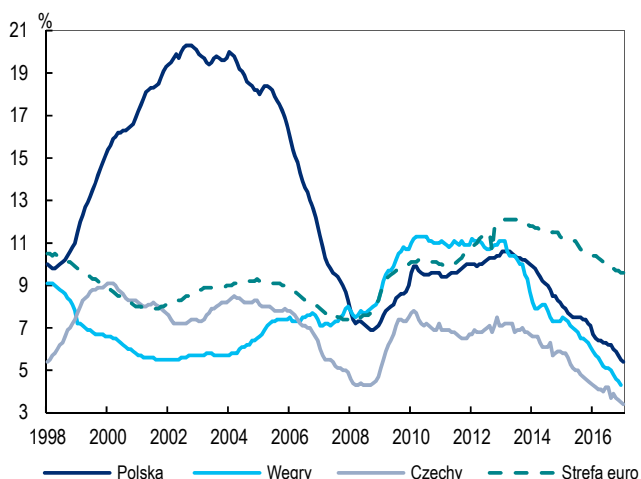
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



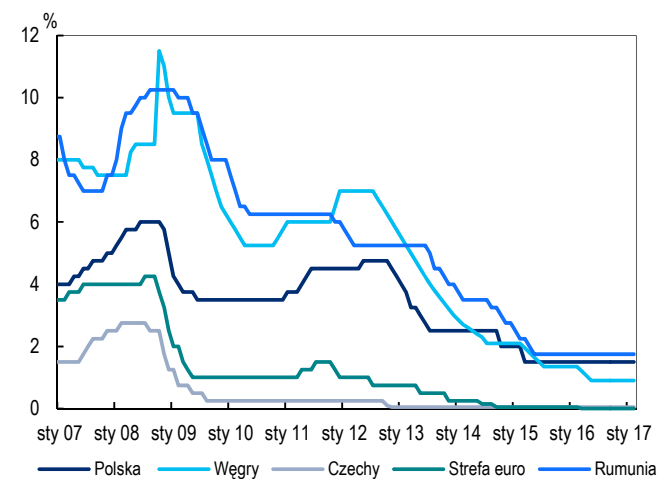
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



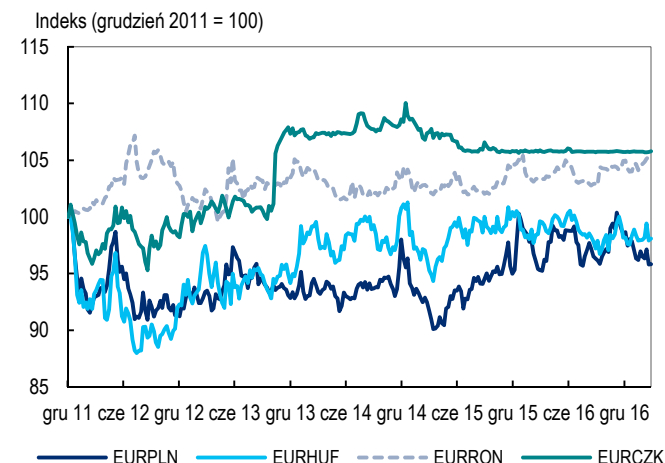
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



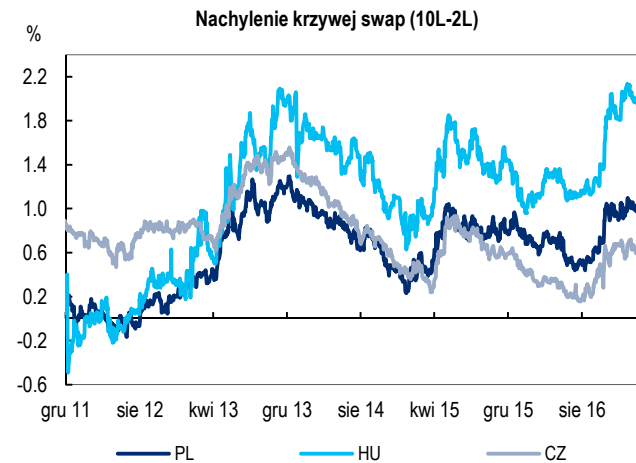
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Nachylenie krzywej swap (10 lat - 2 lata)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Temat Miesiąca

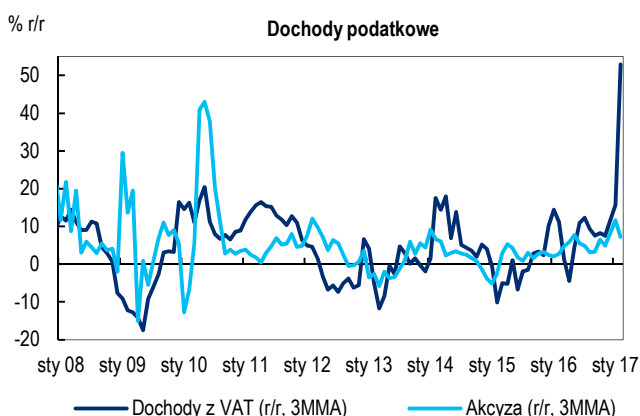
Powrót do przeszłości

- W tym roku deficyt budżetowy najprawdopodobniej będzie wyraźnie niższy od prognoz, głównie za sprawą silnego wzrostu gospodarczego oraz przyspieszenia inflacji.
- Polska gospodarka znajdowała się już w podobnej sytuacji dziesięć lat wcześniej. Doświadczenia z tego okresu pokazują, że sytuacja fiskalna będzie tak długo dobra, jak długo trwa boom gospodarczy.
- Po tym okresie deficyt może wzrosnąć w znacznie większym stopniu niż zakładają prognozy.

Sytuacja budżetowa wywołuje w ostatnich miesiącach wiele skrajnych komentarzy. Z jednej strony większy od oczekiwań deficyt w grudniu poddał w wątpliwość skuteczność działań mających na celu wzmocnienie ściągальności podatkowej. Z drugiej strony pierwsza w historii nadwyżka budżetowa za styczeń i luty wskazuje, że wskaźniki fiskalne jednak się poprawiają. Naszym zdaniem powyższych danych nie można interpretować w oderwaniu od innych elementów układanki gospodarczej, a przede wszystkim od fazy cyklu koniunkturalnego.

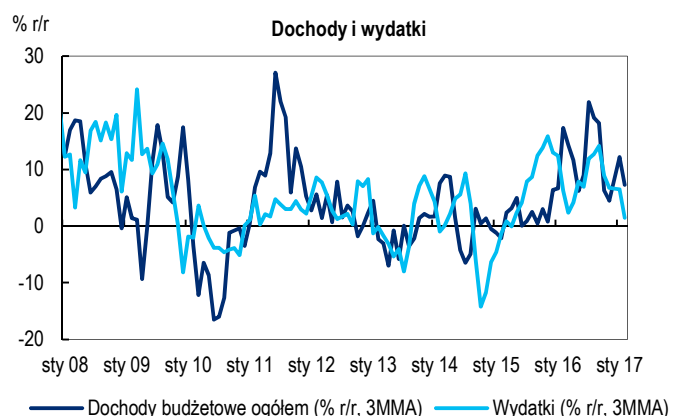
Wysoki deficyt w grudniu i nadwyżka na początku roku to dwie strony tego samego medalu. Deficyt pod koniec 2016 roku został powiększony między innymi przez przyspieszenie zwrotów VAT, co jednak oznaczało, że zwroty w styczniu i lutym były mniejsze niż można byłoby w przeciwnym wypadku oczekiwać. Według Pulsu Biznesu kwoty te wyniosły około 3,5 mld zł w styczniu i 2,5 mld w lutym. Do tego należy dołożyć likwidację kwartalnych rozliczeń VAT dla części podatników. Gdyby uwzględnić te czynniki, wzrost wpływów z VAT w pierwszych dwóch miesiącach wyniósł nie 40% r/r, lecz około 12%.

Wykres 7. Dochody z VAT wzrosły na początku roku w tempie dwucyfrowym, głównie pod wpływem czynników jednorazowych



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych MF.

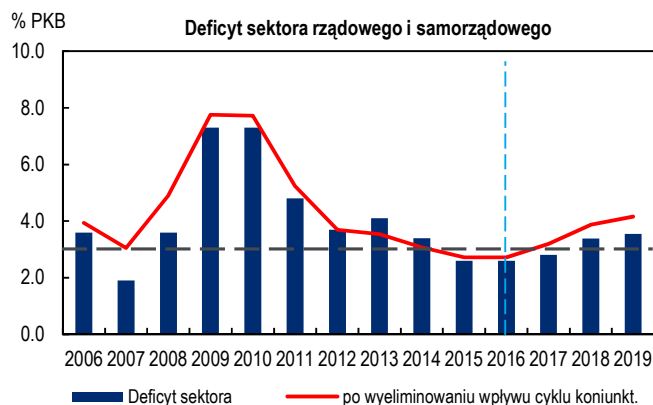
Wykres 8. Dzięki wolniejszemu wzrostowi wydatków oraz zyskowi z NBP, deficyt w tym roku będzie znacznie niższy od prognoz



Źródło: MF, Citi Handlowy.

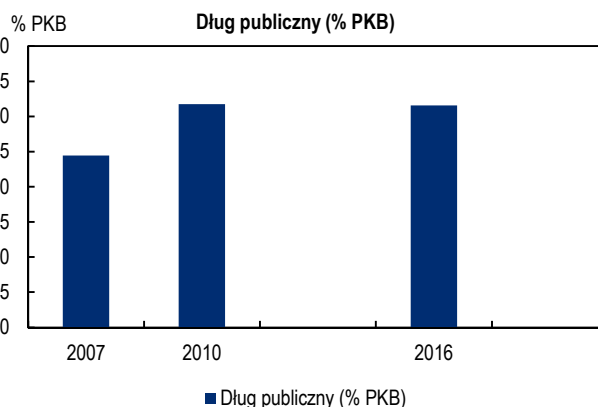
Co to oznacza dla budżetu? Naszym zdaniem 12% wzrost dochodów z VAT to wciąż niezły wynik, który powinien zabezpieczyć realizację budżetu w tym roku. Według naszych szacunków, które z oczywistych względów po trzech miesiącach roku mogą być obarczone dużym ryzykiem, tegoroczny deficyt powinien okazać się o przynajmniej 20 mld zł niższy od planu. Obliczenia te zakładają wzrost dochodów z VAT w kolejnych miesiącach w tempie 12% r/r, wpłatę około 8 mld zysku z NBP oraz tradycyjną niepełną realizację zaplanowanych wydatków (oszczędności około 11 mld zł). Nie będzie trudno o deficyt na jeszcze niższym poziomie, jeżeli nasze optymistyczne prognozy dotyczące wzrostu funduszu płac okażą się słuszne. Oznacza to, że nawet w przypadku niespodziewanie słabej realizacji niektórych dochodów, budżet wydaje się mieć wystarczająco dużą „zakładkę”.

Wykres 9. Gdyby pominąć wpływ cyklu koniunkturalnego deficyt już w tym roku przekroczy 3% PKB



Źródło: MF, Citi Handlowy.

Wykres 10. Wzrost długu publicznego w analogicznej skali do 2008-2009 wystarczyłby aby przekroczyć próg 55% PKB



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane MF, GUS.

Przesunięcia VAT oraz poprawa ściągальności podatków zapewne odegra pewną rolę w ograniczaniu deficytu w 2017 r. Niemniej bardziej istotnym – i wydaje się, że całkowicie pomijanym – elementem jest fakt, że gospodarka po prostu znajduje się w fazie dynamicznego wzrostu gospodarczego. Średnie tempo wzrostu polskiej gospodarki za ostatnie osiem lat, czyli od wybuchu kryzysu z 2008 roku, to około 3% r/r. Dlatego chociaż wzrost jest na razie niższy niż 3,7% prognozowane przez NBP, jednak i tak wynik powyżej 3% wskazuje, że gospodarka rośnie bardzo szybko jak na swoje możliwości. Okresom szybkiego wzrostu zazwyczaj towarzyszy nieproporcjonalna poprawa w dochodach podatkowych ponieważ w okresie boomu podatnicy nie tylko są w stanie płacić podatki, lecz ich skłonność do unikania podatków jest po prostu mniejsza. Dlatego dobre wyniki fiskalne w 2017 roku nie powinny dziwić. Gdyby z danych o deficycie wyeliminować wpływ wyjątkowo korzystnej koniunktury, to okazuje się, że już w 2017 roku deficyt stopniowo rośnie, zamiast spadać (Wykres 9).

Nie pierwszy raz jesteśmy w podobnej sytuacji i warto mieć w pamięci doświadczenia z przeszłości. Analogie między 2017 i 2007 rokiem są widoczne. W 2007 roku boom gospodarczy doprowadził do większych niż planowano wpływów podatkowych, a przez to również do znacznego spadku deficytu. Zamiast 30 mld deficytu w 2007 roku odnotowano zaledwie 16 mld. Powstała w ten sposób przestrzeń fiskalna została częściowo wykorzystana do obniżek składek na ubezpieczenie

społeczne. Gdy gospodarka wyhamowała (wyższe niż zwykle) wpływy podatkowe spadły (do niższych niż zwykle poziomów), a w rezultacie deficyt fiskalny znacznie wzrósł. Deficyt sektora rządowego i samorządowego, a więc obliczany według metodologii używanej przez Eurostat, osiągnął w 2009 roku 7,3% PKB, wobec 1,9% w 2007 r. W tym samym czasie dług publiczny wzrósł o prawie 5 punktów procentowych. Skala spowolnienia w 2009 roku była wyjątkowo duża i ryzyko analogicznego scenariusza w krótkim okresie może być niewielkie. Niemniej nawet w przypadku umiarkowanego spowolnienia dynamika dochodów podatkowych najprawdopodobniej wyraźnie spadnie, podczas gdy stałe koszty związane choćby z programem 500+ pozostaną bez zmian. W rezultacie deficyt sektora rządowego i samorządowego może w okresie spowolnienia wzrosnąć znacznie powyżej 3% PKB.

Porównanie do 2007 roku mówi nam też coś o tym czego możemy spodziewać się po obecnej sytuacji. W krótkim okresie jesteśmy spokojni o deficyt w Polsce, gdyż tak długo jak gospodarka rośnie w szybkim tempie (przynajmniej następne cztery kwartały) deficyt powinien pozostać poniżej 3% PKB. Nie można nawet wykluczyć, że niespodzianki będą po stronie jeszcze niższego deficytu. Niemniej oznacza to również, że w sytuacji gdy wzrost gospodarczy napotka na większe przeszkody, deficyt wzrośnie znacznie powyżej 3% PKB, a obecna stabilizacja fiskalna okaże się iluzoryczna. Na okres wyraźniejszego spowolnienia zapewne będzie trzeba dłużej poczekać, jednak strategia wykorzystywania całej przestrzeni fiskalnej w okresie boomu gospodarczego zwiększa podatność gospodarki na szoki w przyszłości. Obecnie poziom długu publicznego oscyluje wokół 51% PKB, podczas gdy w 2007 roku wynosił on mniej niż 45%. Żaden boom gospodarczy nie trwa wiecznie. Gdy do spowolnienia w końcu dojdzie, dług publiczny szybko zbliży się do poziomu 55% i wybór sprowadzi się do trzech opcji: a) zaciskać pasa w okresie spowolnienia; b) zmienić ustawę o finansach publicznych, usuwając zapis o progu zadłużenia na poziomie 55% PKB lub c) przejąć w przyspieszonym tempie środki zgromadzone w OFE. Naszym zdaniem żaden z tych scenariuszy nie zostałby zbyt dobrze przyjęty przez uczestników rynku. W tym momencie powyższe scenariusze nie mają większego znaczenia dla inwestorów, ponieważ spowolnienie nie jest bardzo prawdopodobnym scenariuszem w krótkiej perspektywie. Niemniej oznaczają one, że polska gospodarka powoli przechodzi z koszyka krajów bezpiecznych (których aktywa są kupowane podczas okresów awersji do ryzyka) do grupy krajów bardziej ryzykownych. Gdy przyjdą „gorsze czasy”, nowe korelacje staną się bardziej widoczne.

Gospodarka w skrócie

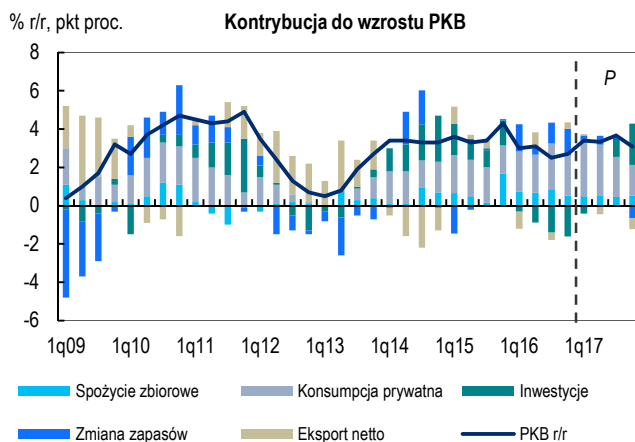
Inflacja bliżej celu

- Gospodarka prawdopodobnie wzrośnie w tempie około 3,5% w I kwartale roku, a wysokie tempo utrzyma się do trzeciego kwartału. Następnie spodziewamy się wyhamowania.
- Presja płacowa i cenowa będą narastać, choć przyrosty inflacji z miesiąca na miesiąc powinny być wolniejsze niż dotychczas.
- Złoty zyskuje na wartości, jednak zbliżające się wybory we Francji mogą przejściowo zachwiać tym trendem.

Wzrost nabiera tempa

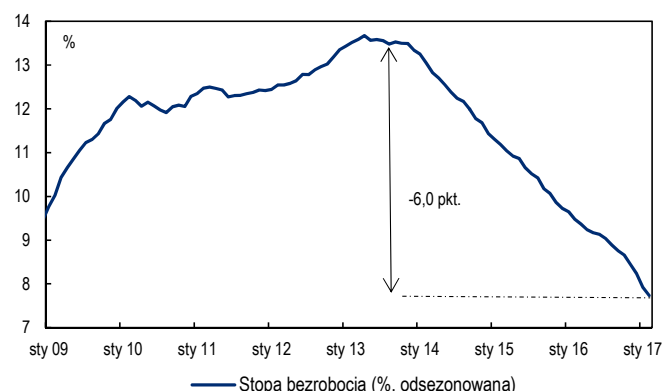
Seria marcowych publikacji potwierdza, że w miesięcznych danych makroekonomicznych często więcej jest szumu informacyjnego niż rzeczywistego sygnału odnośnie stanu gospodarki. Po wyjątkowo silnym wzroście produkcji oraz sprzedaży detalicznej w styczniu, w lutym produkcja i sprzedaż rozczarowały. Zarówno pozytywna niespodzianka w styczniu, jak i negatywna niespodzianka w lutym to prawdopodobnie efekt niedoszacowanego wpływu czynników kalendarzowych (różnicy w liczbie dni roboczych). Nasze szacunki pokazują, że pomimo rozczarowujących ostatnich danych, gospodarka w I kwartale ma szansę rosnąć w tempie bliskim 3,5%. Taki wynik powinien być możliwy nawet przy umiarkowanym wzroście w ujęciu kwartał-do-kwartału, dzięki niskiej „bazie” z poprzedniego roku oraz wyjątkowo silnemu wzrostowi w IV kwartale. Te dwa czynniki powodują, że na początku roku nie można wykluczyć nawet ponad 3,5% wzrostu.

Wykres 11. Prognozy pokazują wysoką dynamikę PKB w pierwszych trzech kwartałach i spowolnienie w IV kw. pod wpływem wysokiej bazy



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Stopa bezrobocia pozostaje w nieprzerwanym trendzie spadkowym, który – jak na razie – nie wyhamowuje



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS.

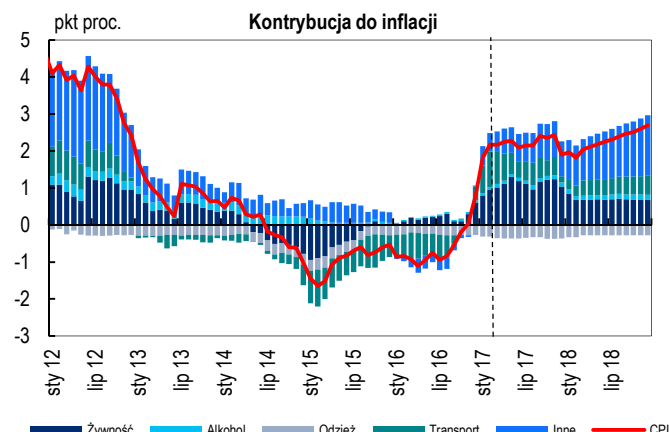
Opublikowane przez GUS dane o kwartalnym wzroście w 2016 r. mówią nam wiele o ścieżce wzrostu rok-do-roku w 2017 r. Naszym zdaniem wzrost utrzyma się na wysokim poziomie przez pierwsze trzy kwartały i prawdopodobnie osiągnie maksimum w III kwartale. Następnie w

IV kwartale wzrost powinien osłabnąć pod wpływem bardzo wysokiej statystycznej bazy – bardzo trudno będzie powtórzyć kwartalne tempo wzrostu na tym samym poziomie, jaki był odnotowany pod koniec 2016 r. (1,7% kw/kw). Biorąc to wszystko pod uwagę szacujemy wzrost w całym roku na około 3,4% r/r, a więc nieco powyżej naszych dotychczasowych oczekiwań. Ryzyko dla naszej prognozy widzimy po stronie jeszcze lepszego wyniku.

Popyt krajowy powinien przybierać na sile w miarę jak wysokiej dynamice konsumpcji towarzyszyć będzie przyspieszenie w inwestycjach. Dane o produkcji budowlanej pokazują, że budownictwo powinno mieć w I kwartale zbliżony do zera wkład we wzrost PKB (wobec wyraźnie ujemnego wkładu w 2016 r.). Traktujemy to jako znak, że ożywienie w inwestycjach będzie się materializować w bieżącym roku, w znacznym stopniu napędzane przez projekty współfinansowane ze środków unijnych.

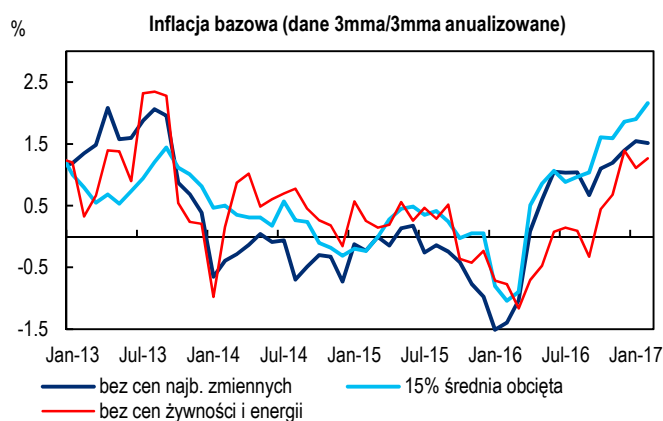
Często w dyskusji publicznej wzrost gospodarczy na poziomie 3,5%+ jest traktowany jako minimum, na które stać polską gospodarkę. Naszym zdaniem w rzeczywistości potencjalny wzrost prawdopodobnie nie przekracza 3%, a więc powyższe wyniki oznaczają, że gospodarka znajduje się w fazie dynamicznego wzrostu. W dłuższym horyzoncie taka sytuacja nie jest do utrzymania, a w krótkim okresie ceną za szybki wzrost będzie narastanie żądań płacowych oraz presji cenowej.

Wykres 13. Inflacja pozostaje w trendzie wzrostowym, jednak w najbliższych miesiącach CPI będzie relatywnie stabilne



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Inflacja bazowa potwierdza narastanie presji cenowej, nie ograniczającej się wyłącznie do cen żywności i paliw



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP.

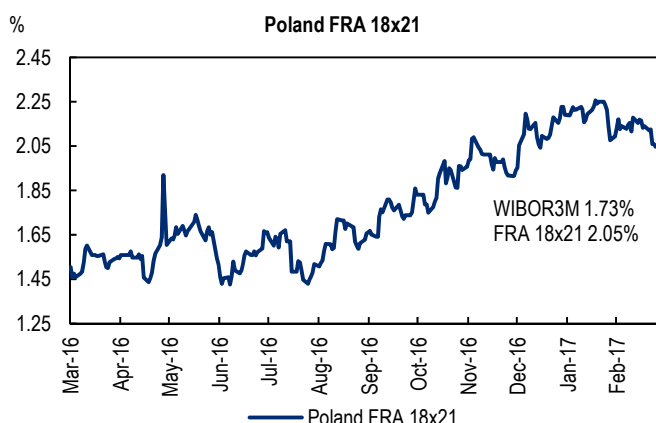
Inflacja na ścieżce wzrostowej

W lutym inflacja po raz kolejny zaskoczyła w górę i to pomimo tradycyjnej rewizji koszyka inflacyjnego. Wskaźnik CPI wzrósł w minionym miesiącu do 2,2% r/r z 1,7% w styczniu. Wzrost można częściowo przypisywać cenom żywności oraz paliw, jednak inflacja bazowa również odegrała swoją rolę. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach trend wzrostowy ulegnie wyplaszczeniu gdyż zmniejszy się wpływ cen paliw na indeks CPI. Niemniej wraz z malejącym proinflacyjnym znaczeniem surowców, powoli będzie rosła rola czynników bazowych, a więc tych które stanowią odzwierciedlenie presji popytowej w gospodarce.

Po latach deflacji, naturalne jest to, że większość komentatorów i ekonomistów z niedowierzaniem podchodzi do głosów zapowiadających inflację. Naszym zdaniem liczba sygnałów inflacyjnych napływających w ostatnich miesiącach jest zbyt duża żeby ją ignorować. Większość z nich wymienialiśmy już kilka miesięcy temu, gdy proces odbicia CPI dopiero się zaczynał i wielu inwestorów niedowierzało perspektywie wyższej inflacji. Kilka miesięcy później argumenty pozostają te same, ale nabierają tylko na sile.

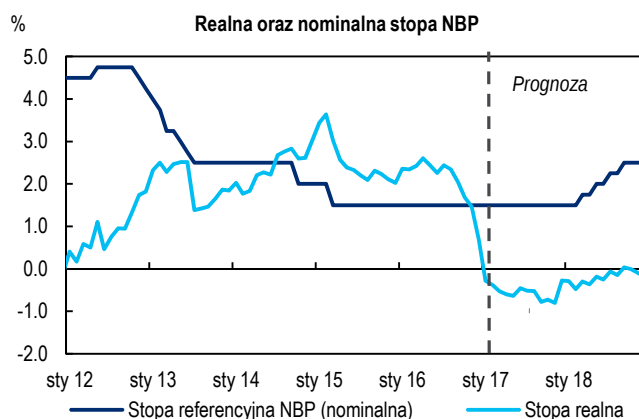
Po pierwsze, okres deflacji zakończył się u najważniejszych partnerów handlowych Polski (strefa euro, w tym Niemcy), a także w Chinach. Po drugie, coraz widoczniejsze są oznaki narastania żądań płacowych. Wykresy pokazujące liczbę firm raportujących narastanie presji płacowej powoli zaczynają przybierać kształt wykładniczy, a bezrobocie osiąga kolejne historyczne minima. Po trzecie, inflacja bazowa wzrosła w ostatnich miesiącach i wszystkie miary bazowe są już powyżej zera. Co istotniejsze, trend z ostatnich miesięcy jest spójny z utrzymywaniem się inflacji bazowej w pobliżu 1,5-2,2% (inflacja bazowa po wyeliminowaniu cen najbardziej zmiennych oraz tzw. 15% średnia obciąża).

Wykres 15. Rynek FRA wycenia mniej niż dwie podwyżki do końca 2018 roku



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 16. Nawet podwyżki stóp o 100pb w 2018 roku nie wystarczą aby podnieść stopy realne powyżej zera



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Obecne prognozy inflacyjne wydają się zbyt optymistyczne. Większość modeli stosowanych przez ekonomistów jest obecnie szacowana na próbie, która uwzględnia długi proces bardzo słabej presji inflacyjnej. Jeżeli nasze obawy dotyczące przejścia przez gospodarkę z okresu deflacyjnego do okresu umiarkowanej inflacji są uzasadnione, część z tych modeli może zaniżać ryzyka inflacyjne, podobnie jak wcześniej przez ostatnie lata modele te niedoszacowywały skalę deflacyjnych niespodzianek. Między innymi z tego względu uważamy, że ryzyko inflacyjne jest obecnie niesymetryczne - bardziej prawdopodobne jest to, że inflacja okaże się wyższa, a nie niższa niż sugerują to modele.

Podwyżki stóp – raczej późno niż wcale

Rada Polityki Pieniężnej najwidoczniej nie podziela naszego poglądu na inflację. W marcu RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, a jednocześnie przewodniczący Rady wyraźnie zasugerował, że obecny scenariusz inflacyjny nie uzasadnia zacieśnienia polityki monetarnej przynajmniej do końca 2017 roku. Prezes Głapiński od pewnego czasu

dystansuje się od projekcji inflacyjnych NBP, sugerując, że ścieżka CPI może okazać się niższa od zakładanej. Ewidentnie większość w Radzie zakłada, że okres słabej presji inflacyjnej wciąż trwa, a wzrost gospodarczy na poziomie wyraźnie przekraczającym 3% nie stanowi zagrożenia dla celu inflacyjnego.

Determinacja RPP do utrzymania stóp procentowych bez zmian oznacza, że władze monetarne mogą odkładać podwyżki do momentu, gdy konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej nie będzie już budzić najmniejszych wątpliwości. Przy tym podejściu nie ma więc zbyt wiele miejsca na wyprzedzające podwyżki stóp, a RPP raczej będzie patrzeć w tył niż w przód. Utwierdza to nas w przekonaniu, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w 2017 roku. W drugiej połowie roku, po publikacji lipcowej projekcji, w RPP zaczną się pojawiać głosy przemawiające za stopniowymi podwyżkami. Biorąc jednak pod uwagę długi okres budowania konsensusu w RPP, cała druga połowa roku zapewne minie pod znakiem stopniowej zmiany retoryki Rady, a nie podwyżek stóp.

Pierwszej podwyżki stóp procentowych oczekujemy w I kwartale 2018 r. i spodziewamy się, że do końca roku stopy wzrosną o około 100pb. Naszym zdaniem RPP najprawdopodobniej rozpocznie cykl zacieśnienia monetarnego zbyt późno, a przez to będzie zmuszona do szybszych podwyżek niż wynikałoby to z notowań rynkowych. Kwotowania rynku FRA są spójne z mniej niż dwoma podwyżkami w 2018 roku.

Rynki finansowe

Rentowności w górę złoty mocniejszy

Ostatnie tygodnie przyniosły dalsze umocnienie walut rynków wschodzących, w tym również złotego. Wynik wyborów prezydenckich we Francji jest wciąż niepewny i ta niepewność może wzrosnąć szczególnie w okolicach samego terminu wyborów w 23 kwietnia (I tura) i 7 maja (II tura). Naszym zdaniem może to zmniejszać apetyt na ryzyko szczególnie wobec walut powiązanych z euro. Niemniej nasz bazowy scenariusz zakłada, że w drugiej turze zwycięży Emmanuel Macron, co powinno być pozytywnym wynikiem z punktu widzenia PLN.

Wsparciem dla złotego powinien być również wysoki wzrost gospodarczy, któremu towarzyszy wciąż niski deficyt obrotów bieżących oraz napływ środków unijnych. Ponadto, złoty może zyskiwać w przypadku zaostrzenia retoryki ze strony RPP w kontekście stopniowo rosnącej inflacji. Warto śledzić informacje z Czech, gdzie czeski bank centralny może zdecydować się wkrótce (w trakcie II kwartału) znieść dolny limit dla kursu EURCZK na poziomie 27,0, co może prowadzić do umocnienia czeskiej korony wobec euro, ale także wobec złotego.

Choć ostatni miesiąc przyniósł odreagowanie obligacji, to w kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowego wzrostu rentowności. Do wzrostu cen w ostatnich tygodniach mogła się przyczynić stosunkowo gołębia retoryka RPP, szczególnie w trakcie marcowego posiedzenia, spadek rentowności amerykańskich Treasuries w II połowie marca, a także możliwy wzrost popytu inwestorów zagranicznych. W związku z tym że nie spodziewamy się dalszego znacznego umocnienia dolara wobec euro, a w

perspektywie kilku kwartałów możliwe jest odwrócenie trendu kursu EURUSD to obecne poziomy rentowności mogą stawać się coraz bardziej atrakcyjne dla inwestorów amerykańskich. Mimo to oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności w związku ze spodziewanym dalszym wzrostem inflacji przy możliwych kolejnych pozytywnych niespodziankach oraz przy wzroście PKB powyżej potencjału.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016												2017
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6.8	0.7	5.9	3.5	6.0	-3.4	7.5	3.2	-1.3	3.3	2.4	9.0	1.2
Produkcja przemysłowa (% m/m)	6.9	7.0	-3.2	-3.6	7.3	-10.0	3.4	10.4	-2.5	2.0	-4.5	-1.9	-0.8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8.2	2.1	8.3	5.5	7.2	-2.9	9.5	4.1	-0.4	4.4	3.7	10.2	1.5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-10.6	-15.8	-14.9	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5	-15.3	-20.1	-12.8	-8.0	2.1	-5.3
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.9	0.8	3.2	2.2	4.6	2.0	5.6	4.8	3.7	6.6	6.4	11.4	7.3
Stopa bezrobocia (%)	10.3	10.0	9.5	9.1	8.8	8.6	8.5	8.3	8.2	8.2	8.3	8.6	8.5
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.5	2.7	2.8	2.8	3.1	3.2	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1	4.5	4.6
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.8	1.8	2.2
Inflacja (% m/m)	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.1	0.7	0.4	0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.5	-1.9	-1.2	-0.4	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.6	1.8	3.2	4.1	4.4
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.4	-0.3	0.3	1.2	0.2	-0.1	-0.4	0.3	0.5	1.2	1.2	0.3	0.0
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.9	3.3	4.6	4.1	5.3	4.8	4.7	3.9	3.6	4.0	2.7	4.3	4.0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-652	-217	691	1,392	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533	2,457	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.5	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	200	337	487	375	641	-327	-409	2	-128	151	-151	225	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14487	15487	15079	14195	15303	13506	13902	15495	15327	15953	14615	14976	-
Eksport (% r/r)	5.4	0.0	4.0	1.4	6.0	-5.2	9.2	2.7	-2.3	4.7	6.7	0.0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14287	15150	14592	13820	14662	13833	14311	15493	15455	15802	14766	14751	-
Import (% r/r)	7.4	0.9	0.0	2.5	0.8	-6.9	10.8	3.1	2.1	6.2	9.0	0.0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10.1	8.9	11.4	11.5	11.3	10.7	10.0	9.7	8.7	9.7	9.5	8.5	8.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.1	9.5	10.3	10.4	11.2	10.8	10.0	9.3	9.2	10.0	9.1	8.0	8.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.2	6.6	13.1	13.2	8.5	8.4	7.7	8.3	6.8	7.3	7.9	8.0	6.5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.1	4.2	5.9	4.4	4.5	4.8	4.5	4.8	4.6	5.3	5.1	4.2	4.3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	10.1	7.9	10.7	8.8	6.7	7.3	5.1	5.1	5.0	5.6	5.6	2.1	3.8
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)	1.69	1.67	1.67	1.67	1.70	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.68	1.67	1.67	1.68	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.38	1.37	1.43	1.52	1.66	1.56	1.49	1.57	1.58	1.55	1.46	1.71	1.68
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.46	1.45	1.52	1.61	1.66	1.64	1.64	1.77	1.81	1.96	2.04	2.19	2.22
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.22	2.20	2.28	2.32	2.24	2.29	2.15	2.35	2.51	2.87	2.89	3.17	3.13
EUR/PLN (koniec okresu)	4.35	4.24	4.37	4.38	4.38	4.35	4.36	4.29	4.31	4.45	4.40	4.32	4.31
USD/PLN (koniec okresu)	4.00	3.73	3.81	3.94	3.94	3.90	3.91	3.82	3.92	4.20	4.18	4.00	4.07
EUR/USD (koniec okresu)	1.09	1.14	1.15	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	1.10	1.06	1.05	1.08	1.06
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	3.1	9.6	11.1	13.5	18.7	14.4	14.9	20.6	24.6	27.6	--	-6.8	-0.9
Def. budżetowy kum. (% planu)	5.7%	17.5%	20.3%	24.6%	34.1%	26.3%	27.3%	37.7%	45.0%	50.4%	--	-11.4%	-1.4%

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	470	490	515
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,798	1,853	1,953	2,056
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,410	12,235	12,804	13,471
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	3,9	2,8	3,4	2,8
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-5,5	3,7	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	3,0	3,6	3,6	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	8,4	6,2	5,0
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	8,7	6,9	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	4,04	3,97
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,98	3,99
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	4,25	4,17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-2,5	-4,7	-6,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	-1,0	-1,2
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	1,8	-0,8	-3,2
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,4	182,9	204,8
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	183,7	208,0
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	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,6	-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	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,9	2,8	3,4	2,8	2,7	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,2	2,3	2,4	2,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	-1,0	-1,2	-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	4,04	3,97	3,75	3,52
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,94	3,98	3,99	3,84	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,42	4,20	4,16	4,14	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,25	4,17	4,14	4,13

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.
