

CitiMonthly

OFE 3.0

- W tym miesiącu w temacie przewodnim nawiązujemy do planowanych zmian w systemie emerytalnym. Jeżeli reforma emerytalna zostanie przyjęta w proponowanej obecnie formie, będzie to oznaczało wejście na rynek obligacji nowego dużego gracza.
- Popyt na obligacje wygenerowany przez „nowe” fundusze emerytalne oraz potencjalnie przez FRD może przekroczyć 20 mld zł w 2018 roku oraz latach kolejnych.
- Sytuacja ta byłaby bardzo korzystna dla Ministerstwa Finansów, pomagając sfinansować potrzeby pożyczkowe nawet w przypadku zawirowań rynkowych i zmniejszenia portfeli obligacji przez zagranicznych inwestorów lub banki.
- Na wysoki wzrost PKB w I kw. złożyło się dalsze przyspieszenie już bardzo szybko rosnącej konsumpcji prywatnej oraz wyraźne wyhamowanie spadku inwestycji. Spodziewamy się kontynuacji tych trendów w kolejnych kwartałach przy pozytywnej sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, odreagowaniu napływu środków UE i bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy
- Mimo wysokiego wzrostu PKB RPP utrzymuje łagodny ton sygnalizując brak potrzeby zmian stóp w najbliższych kwartałach. Wsparciem dla stanowiska Rady mogą być spadki cen ropy naftowej, które mogą obniżyć ścieżkę inflacji na kolejne miesiące. Choć stopy w 2018 roku mogą wzrosnąć więcej niż oczekuje rynek, moment pierwszej podwyżki jest bardzo odległy.
- Czynniki fundamentalne powinny wspierać złotego w horyzoncie co najmniej najbliższych 12 miesięcy. Jednocześnie wysoki wzrost i perspektywa wyższej inflacji i stóp w 2018 r. powinna z czasem prowadzić do wzrostu stóp rynkowych. Niemniej moment wzrostu rentowności może oddalić się w czasie do momentu zmiany retoryki przez RPP lub mocniejszego przyspieszenia płać i inflacji.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

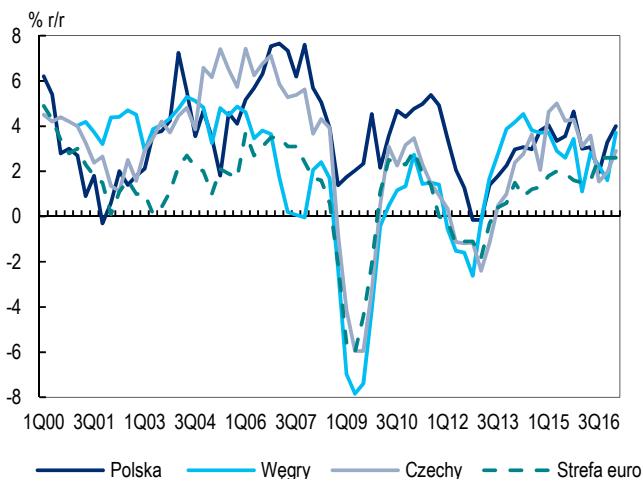
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

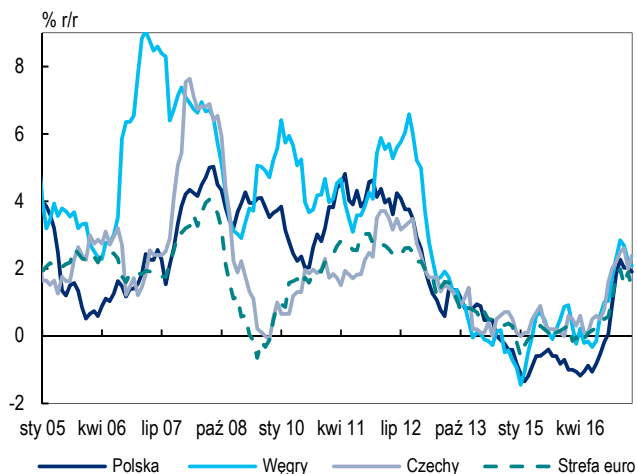
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



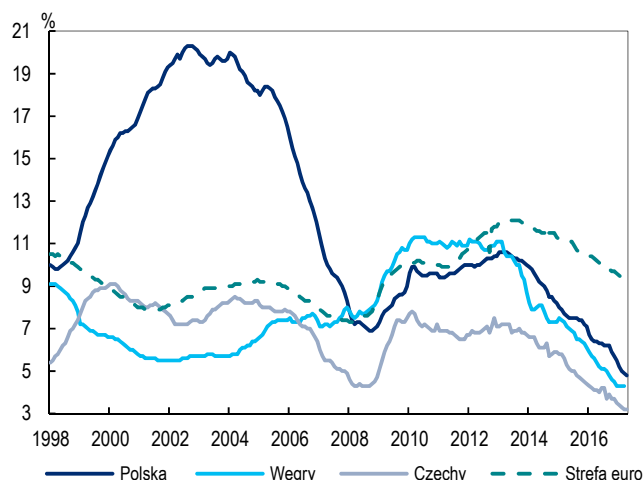
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



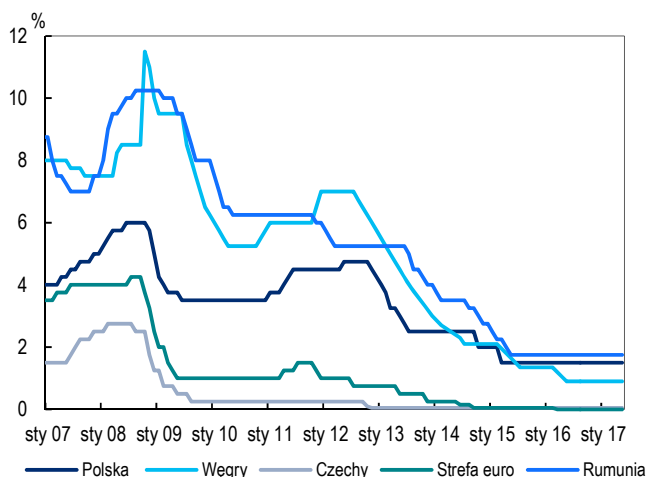
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



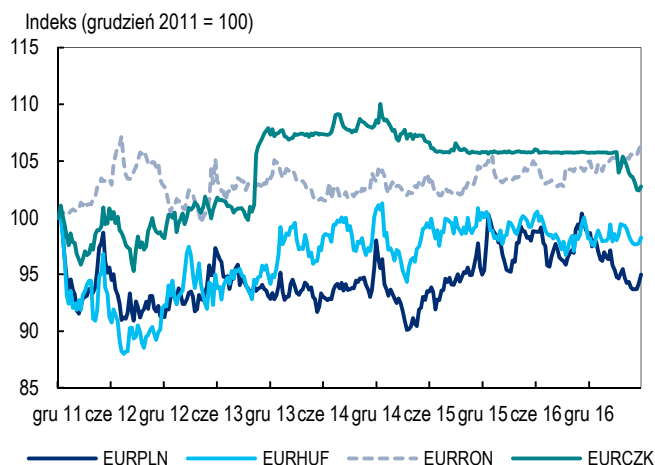
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



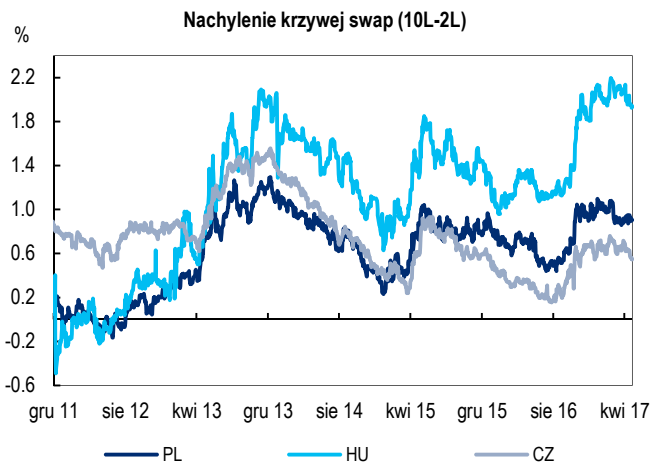
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Temat Miesiąca

Zmiany w OFE wsparciem dla obligacji

- Jeżeli reforma emerytalna zostanie przyjęta w proponowanej obecnie formie, będzie to oznaczało wejście na rynek obligacji nowego dużego gracza.
- Popyt na obligacje wygenerowany przez „nowe” fundusze emerytalne oraz potencjalnie przez FRD może przekroczyć 20 mld zł w 2018 roku oraz latach kolejnych.
- Sytuacja ta byłaby bardzo korzystna dla Ministerstwa Finansów, pomagając sfinansować potrzeby pożyczkowe nawet w przypadku zawirowań rynkowych i zmniejszenia portfeli obligacji przez zagranicznych inwestorów lub banki.

Bardzo powoli pojawiają się szczegóły dotyczące planowanej na początek przyszłego roku reformy systemu emerytalnego. Dopóki ostateczny jej kształt nie zostanie zaakceptowany, wszystko może się zmienić. Niemniej propozycje o których dotychczas informowała prasa (w szczególności: DGP, 06.06.2017) sugerują, że reforma może być bardzo istotnym wydarzeniem dla rynku długu.

Co ma się zmienić?

Transfer aktywów. Obecnie w OFE zgromadzone jest około 171 mld zł aktywów (9,3% PKB), w tym przede wszystkim krajowych akcji. Od czasu poprzedniej reformy w 2014 roku OFE nie mogły inwestować w obligacje rządowe. Proponowane obecnie zmiany zakładają, że OFE w swojej obecnej formie przestaną istnieć i zostaną „zamienione” w fundusze inwestycyjne, które przejmą 75% aktywów (około 128,3 mld zł lub 6,9% PKB). Ponieważ fundusze te będą częścią trzeciego filara, w praktyce oznacza to, że środki z OFE, które dotychczas były uznawane za publiczne, zostaną „sprywatyzowane”. Z punktu widzenia rynku obligacji nowością będzie to, że nowe fundusze będą w końcu mogły inwestować w papiery rządowe, a udział akcji będzie spadał o 10 punktów proc. rocznie z poziomu 90% w 2018 roku.

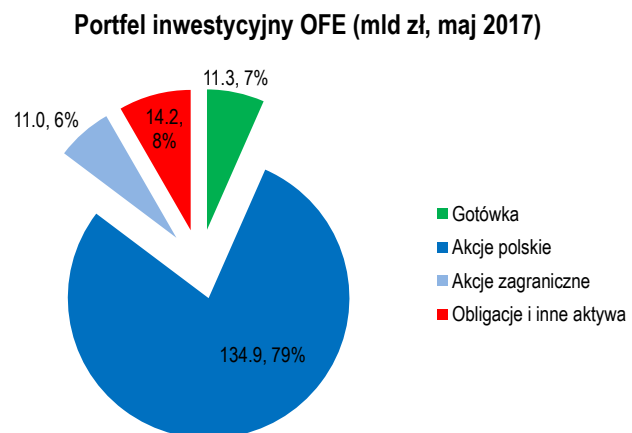
Pozostałe 25% aktywów (około 43 mld zł, 2,3% PKB) zostanie przekazane do Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD). Tym samym aktywa te, głównie w gotówce, zagranicznych akcjach oraz obligacjach nieskarbowych pozostaną w sektorze publicznym.

Przesunięcie składek. Oprócz transferu aktywów, proponowane zmiany będą miały również wpływ na coroczny przepływ składek, które dotychczas trafiały do OFE. Po zmianach całość składek będzie przekazywana do ZUS, a dzięki temu budżet nie będzie musiał rekompensować kwoty tych składek, oszczędzając na tym nieco mniej niż 0,2% PKB.

Rozbudowa trzeciego filaru. Ministerstwo Rozwoju planuje stworzenie dodatkowych zachęt, które miałyby doprowadzić do podniesienia stopy oszczędności. Osoby pracujące mają domyślnie zostać zapisane do

pracowniczych programów emerytalnych, gdzie mają wpływać składki zarówno płacone przez pracowników jak i pracodawców. Osoby zapisane do funduszy będą miały prawo wypisać się z programu, jednak doświadczenia z podobnymi programami w innych krajach pokazują, że znaczna część z nich zapewne pozostanie w systemie. Oznacza to, że na rynku pojawią się nowe środki, które będą trafiać zarówno na rynek akcji, jak i obligacji.

Wykres 7. Aktywa OFE



Źródło: KNF, Citi Handlowy

Po co te zmiany?

Planowana reforma to część rządowego programu promowania długoterminowych oszczędności i zwiększania stopy oszczędności. Niemniej naszym zdaniem trudno nie zauważyć, że jedną z konsekwencji powyższych zmian będzie ułatwienie Ministerstwu Finansów finansowania potrzeb pożyczkowych.

Po pierwsze, składki wpłacane dotychczas przez pracowników do OFE nie będą już tam trafiać, tylko zostaną skierowane do ZUS. Oznacza to, że budżet nie będzie musiał rekompensować tego transferu, a przez co oszczędzi około 3,3 mld zł (0,17% PKB) począwszy od 2018 roku.

Po drugie, transfer 25% aktywów do Funduszu Rezerwy Demograficznej może mieć korzystny wpływ na finansowanie potrzeb pożyczkowych. Środki w FRD będą mogły bowiem zostać wykorzystane do zakupu rządowych obligacji. Nawet przyjmując bardzo ostrożnie, że 30% środków w FRD będzie utrzymywane w obligacjach rządowych, wygenerowałoby to około 13 mld zł popytu na papiery skarbowe (efekt jednorazowy, notowany w pierwszym roku reformy).

Po trzecie, fundusze powstałe po likwidacji OFE będą mogły – w przeciwieństwie do ostatnich lat – inwestować w obligacje rządowe. Przyjmując, że fundusze będą mogły obniżyć udział akcji w portfelach o 10% rocznie, może to powodować wzrost popytu na obligacje rządu około 13 mld zł rocznie (prawdopodobnie mniej w pierwszym roku od wprowadzenia reformy).

Wreszcie po czwarte, zwiększone napływy do dobrowolnego trzeciego filaru doprowadzą do zakupów obligacji rządowych przez te instytucje. Zakładając konserwatywnie, że około 40% aktywów będzie trzymana w obligacjach, oznaczałoby to przynajmniej 6 mld zł popytu na obligacje w pierwszym roku.

Implikacje rynkowe

Istnieje wciąż dużo wątpliwości dotyczących ostatecznego kształtu planowanych zmian w systemie emerytalnym. W szczególności Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej opowiada się za prostym przekazaniem wszystkich środków z OFE do ZUS, analogicznie jak to miało miejsce w 2014 roku. Niemniej bazując na najbardziej prawdopodobnych scenariuszach oraz biorąc pod uwagę powyższe szacunki, wprowadzenie reformy systemu emerytalnego mogłoby wygenerować w pierwszym roku dodatkowy popyt na obligacje rządowe w wysokości około 25 mld zł oraz ponad 20 mld zł w latach kolejnych. Naszym zdaniem są to konserwatywne szacunki, a rzeczywisty wpływ mógłby być większy gdyby przyjąć wyższą alokację obligacji w FRD oraz nowych funduszach utworzonych z pozostałości OFE. W mniej konserwatywnym scenariuszu dodatkowy popyt na obligacje mógłby w pierwszym roku wynieść około 40 mld zł, co stanowiłoby znaczną część całorocznych potrzeb pożyczkowych budżetu. Dla przykładu w tym roku potrzeby mają wynieść około 170 mld zł, a ostatecznie prawdopodobnie będą wynosiły około 150 mld zł.

W praktyce reforma emerytalna oznaczałaby stworzenie nowego krajowego inwestora na rynku finansowym (nowe fundusze w trzecim filarze), za czym pójdzie zapewne zmniejszenie udziału zagranicznych inwestorów w rynku obligacji. Stopniowe zmiany limitów inwestycyjnych funduszy powstałych z pozostałości OFE oznaczałoby również stopniowe, niemal automatyczne zakupy obligacji przez krajowe podmioty. Z punktu widzenia rynku długu oznacza to, że inwestorzy krajowi mogliby działać jako stabilizator w przypadku ewentualnych okresów wyprzedaży i odpływu kapitału zagranicznego z Polski.

Gospodarka w skrócie

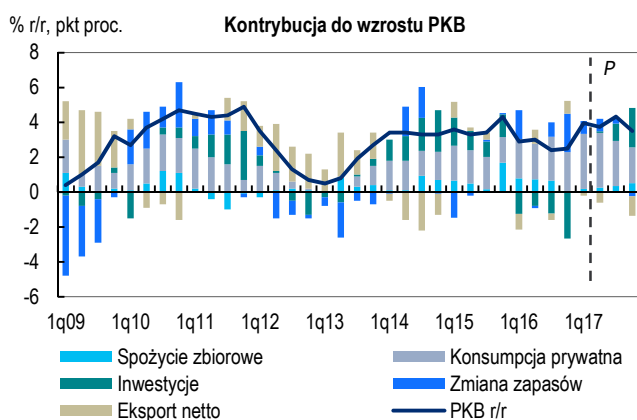
Odległe podwyżki

- Na wysoki wzrost PKB w I kw. na poziomie 4% złożyło się dalsze przyspieszenie już bardzo szybko rosnącej konsumpcji prywatnej oraz wyraźne wyhamowanie spadku inwestycji. Spodziewamy się kontynuacji tych trendów w kolejnych kwartałach.
- Mimo wysokiego wzrostu gospodarczego RPP utrzymuje łagodny ton, sygnalizując brak potrzeby zmian stóp w najbliższych kwartałach. Oczekujemy wyższej inflacji w kolejnych kwartałach oraz podwyżek stóp procentowych w 2018 r. w skali większej od tej oczekiwanej przez konsensus. Niemniej moment pierwszej podwyżki wydaje się oddalać.
- Czynniki fundamentalne powinny wspierać złotego w horyzoncie co najmniej najbliższych 12 miesięcy. Jednocześnie wysoki wzrost i perspektywa wyższej inflacji i stóp w 2018 r. powinna z czasem prowadzić do wzrostu stóp rynkowych. Niemniej moment wzrostu rentowności może oddalić się w czasie do momentu zmiany retoryki przez RPP lub mocniejszego przyspieszenia płać i inflacji.

Drugi kwartał słabszy od pierwszego

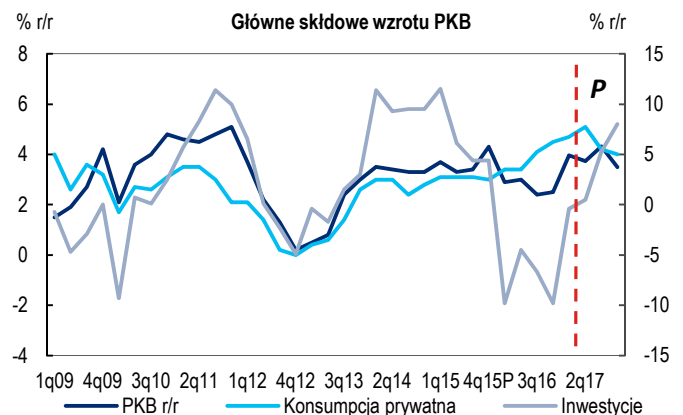
Finalne dane GUS potwierdziły, że wzrost PKB w I kwartale wyniósł 4%, wobec 2,5% w IV kwartale. Szczegółowe rozbięcie danych pokazało silny wzrost konsumpcji indywidualnej (4,7%), co wpisuje się w scenariusz poprawy sytuacji na rynku pracy oraz kontynuacji wypłat z programu 500+. Inwestycje z kolei spadły o 0,4% r/r, co oznacza znaczne wyhamowanie spadków po -9,8% w IV kwartale. Te tendencje w składowych PKB są zgodne z naszym scenariuszem przyjętym na ten rok.

Wykres 8. Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 9. Oczekujemy dalszego przyspieszenia inwestycji

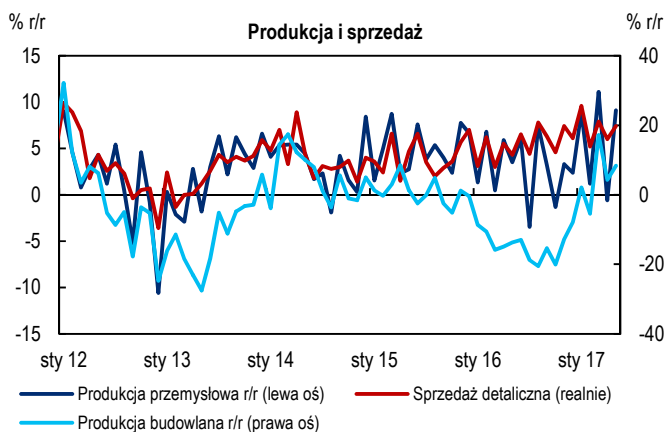


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Biorąc pod uwagę dane miesięczne opublikowane w ostatnich tygodniach sądzimy, że w II kwartale mogło dojść do spowolnienia produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej przy dalszym przyspieszeniu produkcji budowlanej. To z kolei wskazuje, że tempo wzrostu

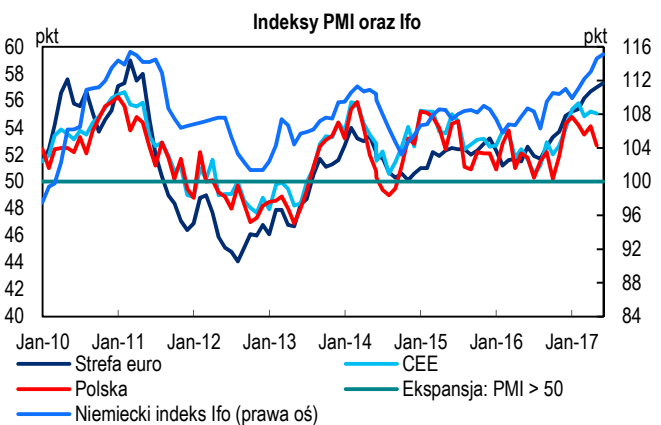
gospodarczego mogło nieco wyhamować w II kwartale, prawdopodobnie do 3,7%. Choć byłoby to niższe tempo niż zanotowane w I kwartale, naszym zdaniem byłby to wynik wciąż wyraźnie powyżej tempa potencjalnego. Ponadto, biorąc pod uwagę niską bazę statystyczną roczne tempo wzrostu PKB może wzrosnąć powyżej 4% r/r już w III kwartale. Choć ostatnie trzy miesiące mogą przynieść lekkie spowolnienie w wyniku wysokiej bazy z zeszłego roku to spodziewamy się, że w całym roku wzrost gospodarczy może wynieść niemal 4%, tj. ok. 1 pkt proc. więcej niż oczekiwał rynek jeszcze na początku 2017 r. Zakładamy, że wzrost gospodarczy będzie wspierany przez utrzymującą się bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, przy stopniowym dalszym spadku stopy bezrobocia do rekordowo niskich poziomów.

Wykres 10. Dane o aktywności za maj odreagowały po słabszym kwietniu



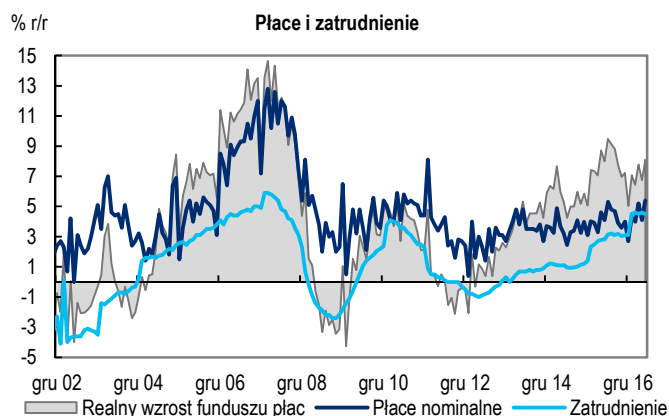
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 17. Indeksy aktywności dla strefy euro w tym szczególnie dla Niemiec są na najwyższych poziomach od wielu lat



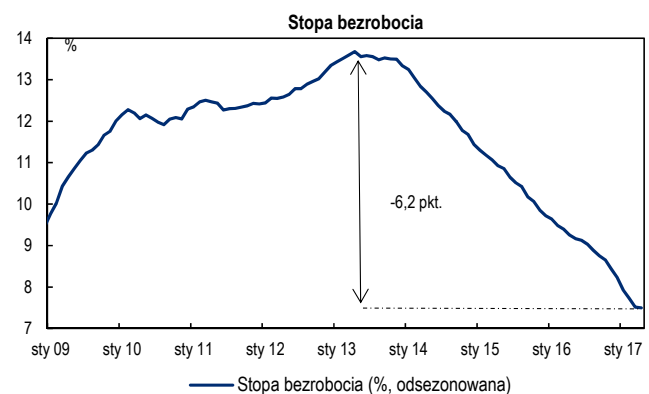
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. Płace i zatrudnienie wspierają wysoki wzrost funduszu płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy

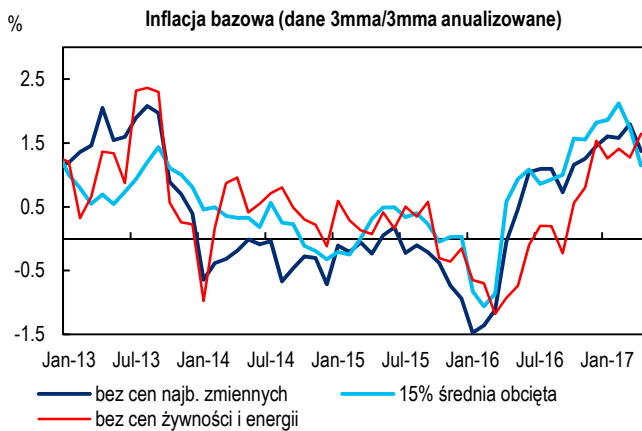
Wykres 13. Stopa bezrobocia osiąga historycznie niskie poziomy



Źródło: GUS, Eurostat, Citi Handlowy

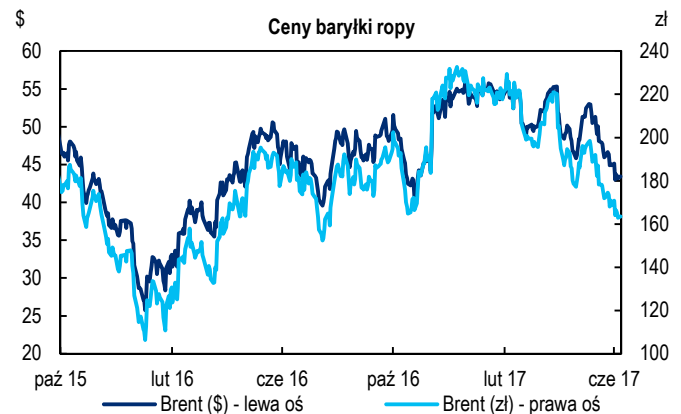
Po początkowym wzroście pod koniec 2016 r. i na początku br. trend wzrostowy inflacji netto jest obecnie mniej imponujący. Niemniej biorąc pod uwagę siłę wzrostu gospodarczego oraz napięcia na rynku pracy oczekujemy, że trend ten zostanie utrzymany. Polska gospodarka jest wciąż w miejscu gdzie presja popytowa ma ograniczony wpływ na ceny, ale taka sytuacja prawdopodobnie nie potrwa zbyt długo, o ile nie dojdzie do wyraźnego umocnienia złotego.

Wykres 14. Inflacja netto będzie dalej rosnąć



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. ... ale spadek ceny ropy może wyhamować przyspieszenie podstawowego wskaźnika CPI



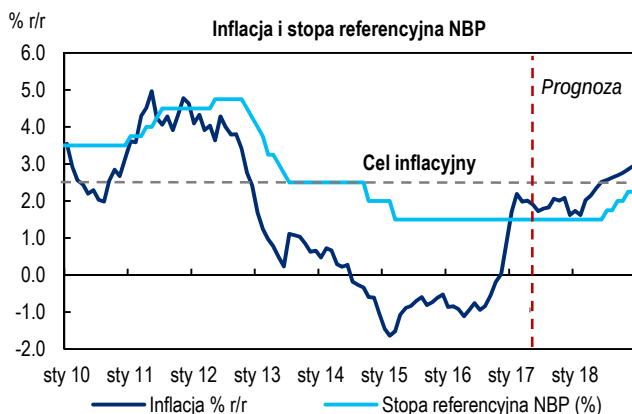
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Podwyżki zaczną się później

Mimo silnego wzrostu gospodarczego i sporego wzrostu inflacji w ostatnich miesiącach członkowie RPP utrzymują gołębi ton wypowiedzi i nie myślą o podwyżkach stóp. RPP utrzymuje stopy procentowe na niezmienionym poziomie i można nawet odnieść wrażenie, że z miesiąca na miesiąc komunikacja ze strony Rady - w tym szczególnie prezesa NBP - staje się coraz mniej jastrzębia. W maju prezes A. Głapiński stwierdził, że wzrost PKB może wynieść nawet 4% w tym roku (wobec prognozowanych przez NBP 3,7%) a w tym miesiącu stwierdził, że byłby zdziwiony gdyby wzrost był niższy. Ponadto, A. Głapiński dodał też, że zdziwiłby się gdyby stopy procentowe zostały podwyższone nie tylko w obecnym, ale także w przyszłym roku.

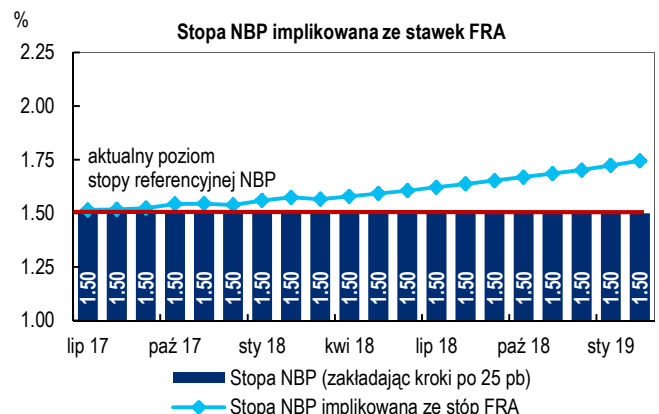
Przy takiej retoryce wątpimy, aby członkowie RPP mogli podwyższyć stopy w oczekiwaniu na wyższą inflację. W lipcu RPP zapozna się z nowym *Raportem o Inflacji*, który będzie zawierał nowe projekcje PKB i inflacji. Nie oczekujemy obecnie istotnej rewizji prognoz inflacji NBP w górę na rok 2018. Niska projekcja CPI da członkom Rady argument do obrony ich podejścia polegającego na wyczekiwaniu i utrzymywaniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Biorąc to pod uwagę, sądzimy że RPP będzie pozostawać przy swej retoryce i będzie powtarzać, że stopy pozostaną bez zmian co najmniej do końca 2017 r. i prawdopodobnie przez dużą część przyszłego roku.

Wykres 16. Odsunęliśmy w czasie oczekiwany moment pierwszej podwyżki stóp na połowę 2018 r.



Źródło: NBP, Reuters, GUS, Citi Handlowy

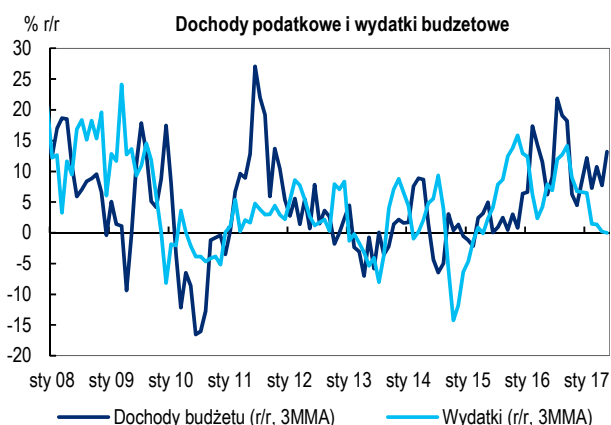
Wykres 17. Rynek niemal nie wycenia żadnych zmian stóp do końca przyszłego roku



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

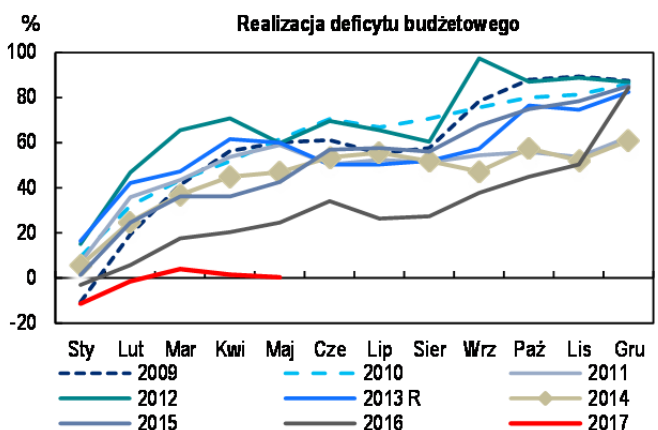
Biorąc to pod uwagę dostosowaliśmy naszą prognozę stóp procentowych i opóźniliśmy rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp. Obecnie zakładamy, że pierwsza podwyżka nastąpi w III kwartale 2018 r. a Rada zdąży dokonać trzech podwyżek w przyszłym roku. Rynek obecnie nie wycenia praktycznie żadnej podwyżki stóp procentowych do końca 2018 roku, co w dłuższym horyzoncie czasowym wydaje nam się sytuacją nie do utrzymania, biorąc pod uwagę siłę gospodarki i oczekiwany przez nas stopniowy wzrost inflacji.

Wykres 18. Wysoki wzrost i podwyższona inflacja wspierają dochody podatkowe



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 19. Deficyt budżetowy jest znacznie niższy niż planowano



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Deficyt wciąż bardzo niski

Kolejne dane potwierdzają, że deficyt budżetowy będzie w tym roku znacznie niższy niż oczekiwano. Wskazuje na to wciąż bardzo wysoki wzrost dochodów w tym dochodów z podatków pośrednich. Choć w maju wzrost w tej ostatniej kategorii spowolnił do 10,9% r/r z 13,6% w marcu to wciąż jest to bardzo wysoki wzrost i wyższy niż zakładał budżet w przypadku dochodów z VAT. Wyraźnie wyższy niż w ubiegłym roku jest wzrost dochodów z podatku od osób prawnych 14,3% r/r za okres styczeń-

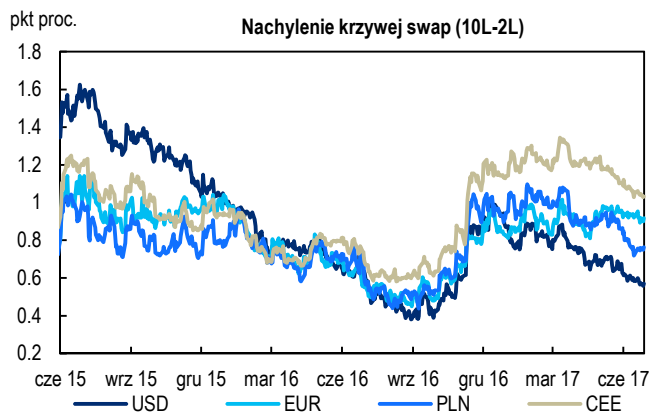
maj. Przy wzroście dochodów ogółem za pierwsze pięć miesięcy roku o 11% wzrost wydatków wyniósł jedynie 0,6% co przełożyło się na spadek deficytu w maju niemal do zera. Taki wynik jest oczywiście niższy od zapisanych w harmonogramie 13.2 mld zł. W efekcie potrzeby pożyczkowe będą wyraźnie mniejsze niż planowano co pozwala resortowi finansów już teraz na redukcję wielkości emisji i obniży emisję prawdopodobnie także w kolejnych miesiącach. Nasze prognozy potwierdzają ostatnie wypowiedzi wiceministra finansów Piotra Nowaka o ograniczeniu emisji w III kwartale do 10 mld zł i odwołaniu dwóch aukcji.

Rynek finansowy

Czynniki fundamentalne powinny wspierać złotego w horyzoncie co najmniej najbliższych 12 miesięcy. Wzrost gospodarczy zaskakuje w górę, saldo obrotów bieżących jest w równowadze wobec oczekiwanego szybszego pogorszenia, a w kolejnych kwartałach oczekujemy szybszego napływu środków unijnych, z których przynajmniej część może zostać wymieniona na rynku. Ponadto ostatnie decyzje agencji ratingowych wobec Polski były pozytywne, a ryzyka fiskalne mniejsze niż wcześniej zakładano, co może zachęcać inwestorów zagranicznych do utrzymania zwiększonego zainteresowania polskim długiem. Złoty pozostaje stosunkowo mocny mimo gołębiego nastawienia RPP, więc zaostrenie retoryki ze strony bankierów centralnych mogłoby nawet zadziałać pozytywnie na krajową walutę. Choć ostatnie dni przyniosły osłabienie złotego naszym zdaniem jest to jedynie korekta w trendzie aprecjacyjnym i kolejne kwartały powinny przynieść stopniowe umocnienie złotego.

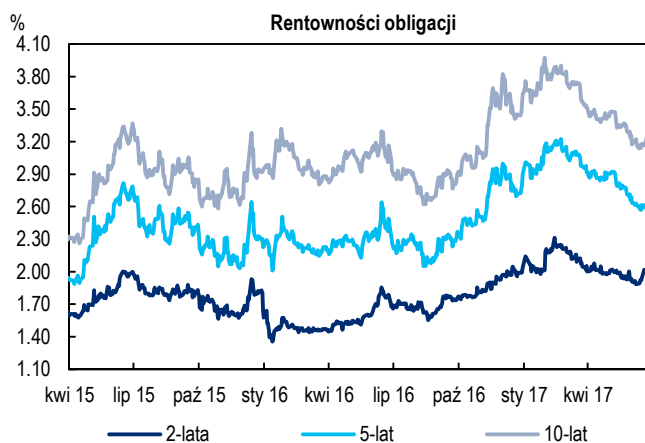
Podtrzymujemy także opinię o oczekiwanym stopniowym wzroście stóp swap w związku z oczekiwanym zacieśnieniem polityki pieniężnej w przyszłym roku. Wyjątkowo gołębi ton członków RPP, umocnienie złotego w pierwszej połowie roku oraz spadki cen ropy przyczyniały się do spadków stóp swap i umocnienia obligacji oraz zawężenia spreadów kredytowych asset swap. Ostatnie osłabienie złotego nie sprzyjało także obligacjom. Choć uważamy, że w perspektywie roku cała krzywa dochodowości powinna być wyżej niż obecnie, to większy wzrost stóp rynkowych może nastąpić jedynie dopiero przy zauważalnej zmianie retoryki RPP lub znacznym przyspieszeniu wzrostu płac i inflacji. Jednocześnie cały czas dostrzegamy przestrzeń do zawężania spreadów asset swap co wspierać powinna dobra sytuacja makro i mniejsza podaż obligacji.

Wykres 20. Wyplaszczanie krzywych swap na świecie



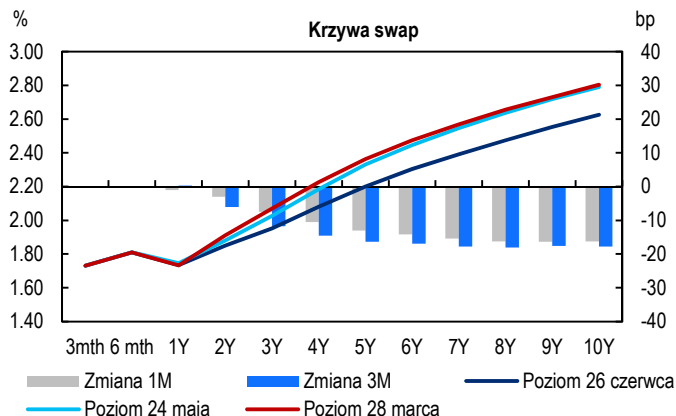
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Spadek rentowności wyhamował ...



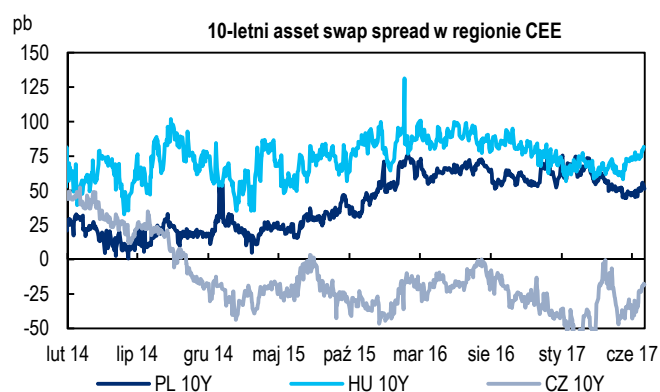
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 21. W ostatnim miesiącu stopy swap kontynuowały spadek



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 23. ...podobnie jak spadek spreadu kredytowego



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016						2017						
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3.5	6.0	-3.4	7.5	3.2	-1.3	3.2	2.2	9.0	1.1	11.1	-0.6	9.1
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-3.6	7.3	-10.0	3.4	10.4	-2.5	1.8	-4.5	-1.9	-1.0	17.6	-13.3	5.4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5.5	7.2	-2.9	9.5	4.1	-0.4	4.1	3.5	10.2	1.4	12.7	-0.8	9.5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5	-15.3	-20.1	-12.8	-8.0	2.1	-5.3	17.2	4.4	8.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	2.2	4.6	2.0	5.6	4.8	3.7	6.6	6.4	11.4	7.3	9.7	12.1	8.4
Stopa bezrobocia (%)	9.1	8.8	8.6	8.5	8.3	8.2	8.2	8.3	8.6	8.5	8.1	7.7	7.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.8	3.1	3.2	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1	4.5	4.6	4.5	4.6	4.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.8	1.7	2.2	2.0	2.0	1.9
Inflacja (% m/m)	0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.1	0.7	0.4	0.3	-0.1	0.3	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0.4	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.6	1.8	3.2	4.0	4.5	4.7	4.3	2.5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1.2	0.2	-0.1	-0.4	0.3	0.5	1.2	1.2	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.5
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.1	5.3	4.8	4.7	3.9	3.6	4.0	2.7	4.3	4.0	5.2	4.1	5.4
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1,392	-723	-503	-729	-858	-179	-128	-56	2,576	-825	-738	-275	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.8	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	375	641	-272	-387	5	-80	307	-105	213	-503	-218	86	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14195	15303	13499	13911	15564	15601	16121	14401	14983	15193	17798	15176	-
Eksport (% r/r)	1.4	6.0	-5.3	9.3	3.1	-0.5	5.8	5.2	13.9	4.9	14.9	0.6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	13820	14662	13771	14298	15559	15681	15814	14506	14770	15696	18016	15090	-
Import (% r/r)	2.5	0.8	-7.3	10.7	3.5	3.6	6.3	7.1	16.1	9.9	18.9	3.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	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)	10.4	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)	13.2	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)	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)	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	1.70	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.68	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.52	1.66	1.56	1.49	1.57	1.58	1.55	1.46	1.71	1.68	1.59	1.56	1.57
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.61	1.66	1.64	1.64	1.77	1.81	1.96	2.04	2.19	2.22	2.00	1.99	1.92
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.32	2.24	2.29	2.15	2.35	2.51	2.87	2.89	3.17	3.13	2.92	2.90	2.66
EUR/PLN (koniec okresu)	4.38	4.38	4.35	4.36	4.29	4.31	4.45	4.40	4.32	4.31	4.23	4.23	4.18
USD/PLN (koniec okresu)	3.94	3.94	3.90	3.91	3.82	3.92	4.20	4.18	4.00	4.07	3.97	3.88	3.72
EUR/USD (koniec okresu)	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	1.10	1.06	1.05	1.08	1.06	1.06	1.09	1.12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	13.5	18.7	14.4	14.9	20.6	24.6	27.6	46.2	-6.8	-0.9	2.3	0.9	0.2
Def. budżetowy kum. (% planu)	24.6%	34.1%	26.3%	27.3%	37.7%	45.0%	50.4%	84.4%	-11.4%	-1.4%	3.9%	1.5%	0.3%

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	510	542
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,962	2,075
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	13,309	14,179
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	6,8	6,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	3,9	3,2
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,5	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,9	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,5	3,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	6,2	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	7,5	6,3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,7	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,4
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	13,9	2,4	4,5	7,6	7,4	5,0	6,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,25
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	3,50	4,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,83	3,81
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,85	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,22	4,13
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	-0,8	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,8	50,3

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	3,9	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	-1,1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	2,25	2,50	2,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,19	3,83	3,81	3,68	3,49
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,94	3,85	3,83	3,75	3,56
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,40	4,18	4,12	4,09	4,07
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,22	4,13	4,10	4,08

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 tożsamych 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 odpowiedniości 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.
