

CitiMonthly

Łatanie budżetu

- Tym razem w temacie miesiąca przyglądamy się kondycji budżetu po dwóch pierwszych miesiącach roku.
- Wzrost dochodów budżetowych w styczniu i lutym ożywił nieco nadzieje na poprawę ściągłości podatków. Dane publikowane przez Ministerstwo Finansów sugerują jednak, że te oczekiwania mogą być nadmiernie optymistyczne.
- Po pierwsze, oznaki poprawy ściągłości VAT uwidoczniły się już w połowie ubiegłego roku, a więc w ostatnich danych trudno doszukiwać się nowego trendu. Po drugie, po wyraźnym wzroście w grudniu i styczniu, dochody z VAT wyraźnie spadły w lutym. Jeżeli więc ściągłość ulega poprawie, to nie są to wielkie zmiany.
- Mimo wszystko spodziewamy się, że tegoroczny deficyt będzie niższy od założonego w ustawie budżetowej o około 8-10 mld zł. Powody są już dobrze znane – wyższy zysk z NBP, poprawa na rynku pracy oraz tradycyjne „oszczędności” po stronie wydatkowej.
- Jeżeli jednak w kolejnych miesiącach nie uda się wyraźnie uszczelnić VAT, konieczne mogą być podwyżki podatków lub inne zmiany budżetowe aby utrzymać deficyt pod kontrolą w 2017 roku. Wciąż sądzimy, że w takim scenariuszu nie dojdzie do zaplanowanej już obniżki podstawowej stawki VAT do 22%.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

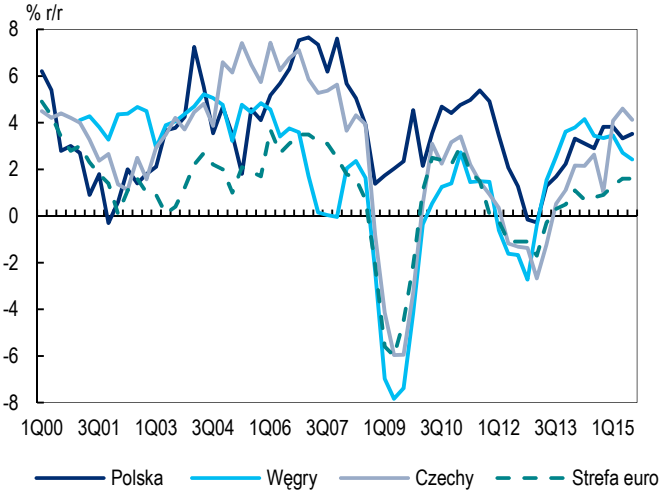
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

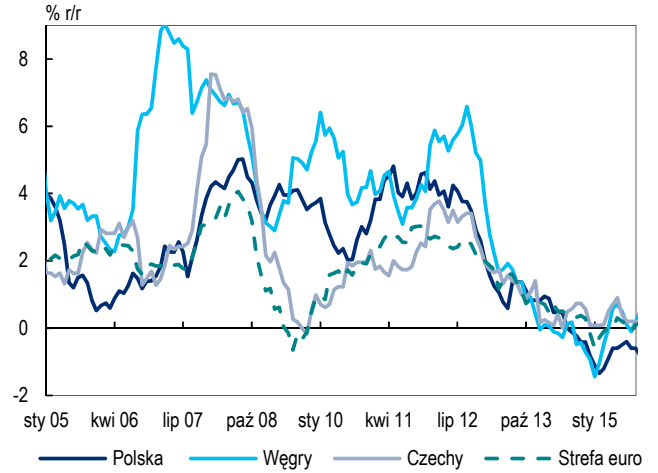
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



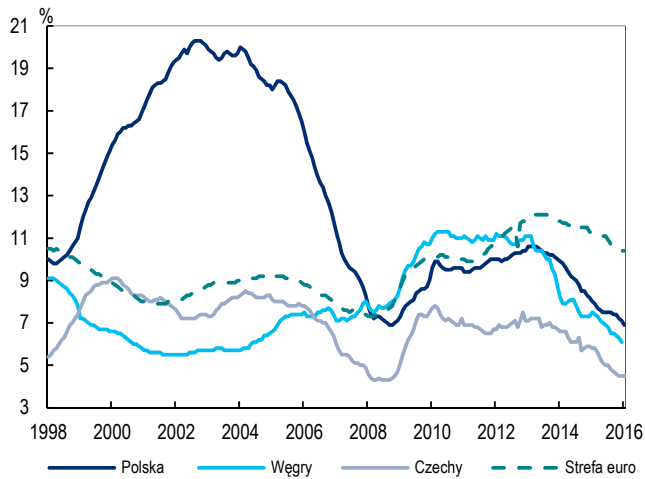
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



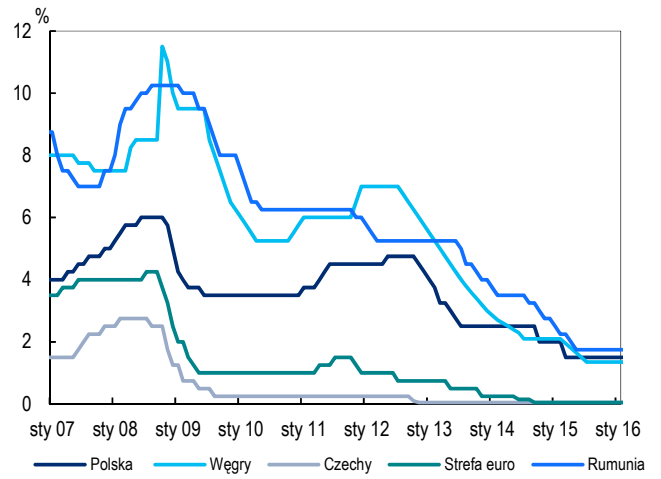
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



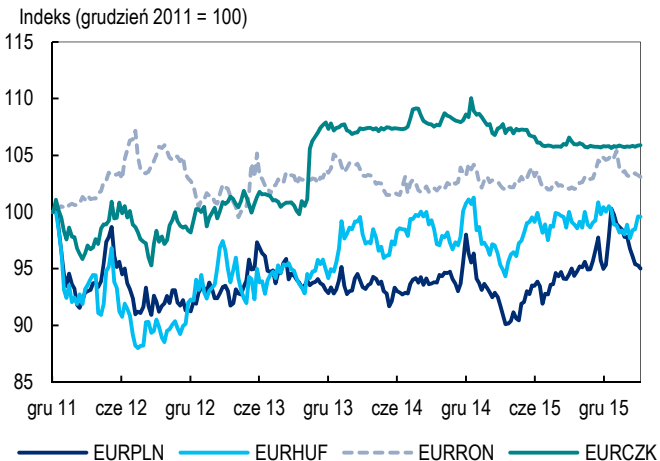
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



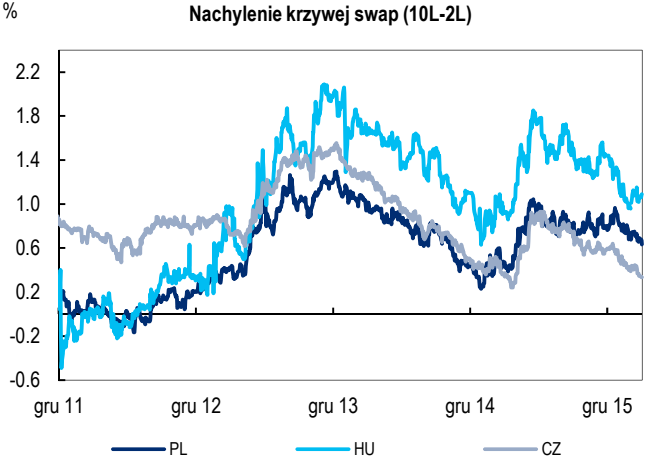
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

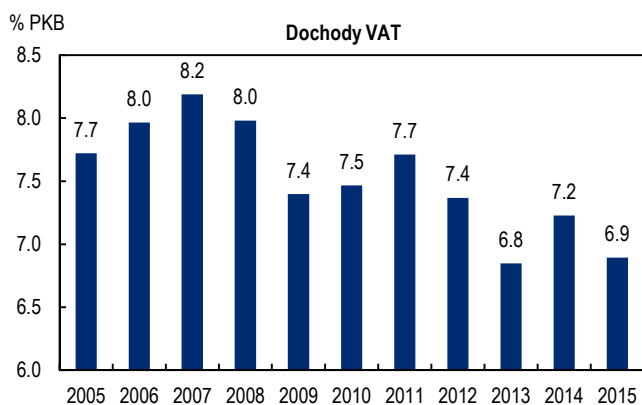
Temat miesiąca

Łatanie budżetu

- Wzrost wpływów podatkowych na przełomie roku ożywił nadzieje na wyraźną poprawę ściągłości VAT. Dane sugerują jednak, że rzeczywisty trend wpływów z VAT jest mniej spektakularny, niż się powszechnie uważa.
- Spodziewamy się, że tegoroczny deficyt będzie o przynajmniej 8 mld zł niższy od planu, ale rola VAT będzie w tym przypadku niewielka.

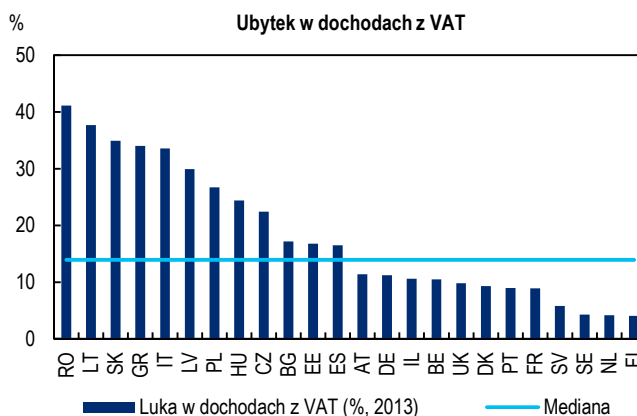
Poprawa ściągłości VAT jest jednym z ważnych celów rządu i trudno się temu dziwić. W ostatnich latach, pomimo silnego wzrostu gospodarczego i ożywienia popytu krajowego, dochody z VAT okazywały się rozczarowująco słabe. Wpływy z tytułu tego podatku wyniosły w minionym 2015 roku 6,9% PKB, a więc były o 1,3 pkt. Mniejsze, niż siedem lat wcześniej (Wykres 7). Może to wskazywać na zwiększanie się szarej strefy, rozpowszechnienie wyłudzeń zwrotu VAT lub może świadczyć o coraz mniejszej skuteczności administracji podatkowej. Dane Komisji Europejskiej pokazują, że Polska jest jednym z krajów o relatywnie wysokiej luce VAT, chociaż jest to poziom porównywalny z innymi krajami Europy Środkowej, które znajdują się na podobnym etapie rozwoju (Wykres 8).

Wykres 7. Dochody z VAT spadły w relacji do PKB i to pomimo silnego wzrostu gospodarczego



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Niedobór w dochodach VAT jest wyższy niż średnio w UE, ale porównywalny z krajami regionu

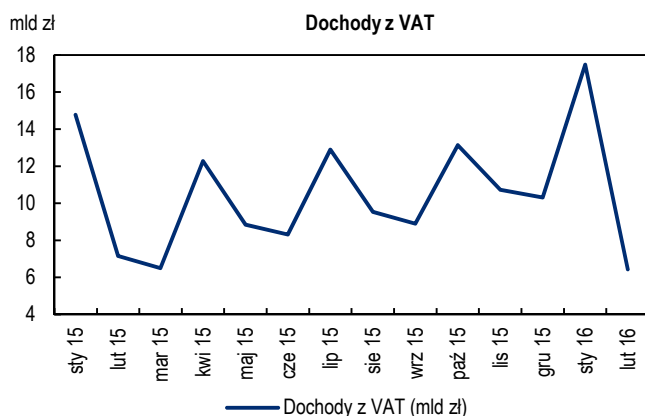


Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy.

W ostatnich dwóch miesiącach przedstawiciele resortu finansów sygnalizowali wyraźną poprawę dynamiki VAT, dzięki której w styczniu budżet odnotował nadwyżkę. Również w lutym wynik budżetu był lepszy, niż w poprzednich latach, chociaż tym razem odnotowano już lekki deficyt. Komentarze pojawiające się w publicznej dyskusji sugerują, że jest to początek nowego trendu, a wpływy z VAT w kolejnych miesiącach będą pozytywnie zaskakiwać. Według naszych szacunków, te oczekiwania mogą okazać się nadmiernie optymistyczne.

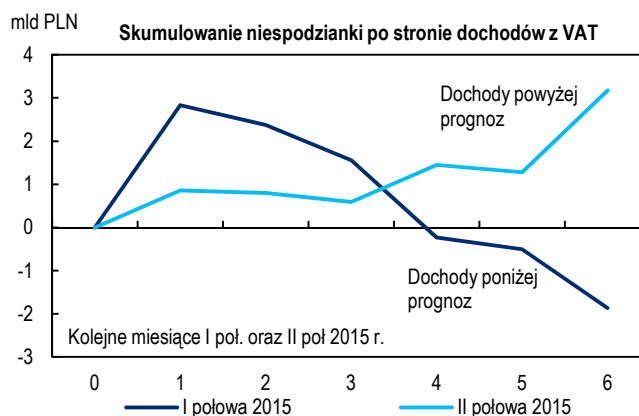
- *Po pierwsze*, wbrew pozorom początek roku nie był wcale tak dobry pod względem wpływów z VAT. Rzeczywiście dochody z tego tytułu były wyjątkowo wysokie w styczniu, gdy wzrosły o 18% r/r, jednak już w lutym spadły one o 10% w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzedniego roku (Wykres 9). Z kolei lutowa poprawa dochodów ogółem nie miała nic wspólnego z wpływami podatkowymi. Była ona za to efektem wzrostu dochodów niepodatkowych, najprawdopodobniej z aukcji częstotliwości LTE.

Wykres 9. Po wzroście na przełomie roku, dochody z VAT spadły w lutym poniżej poziomów sprzed roku



Źródło: MF, Citi Handlowy.

Wykres 10. Poprawa w ściągłości VAT zaczęła się około połowy 2015 roku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych MF.

- *Po drugie*, trend w kierunku poprawy ściągłości VAT nie jest nowym zjawiskiem - został on już odnotowany w połowie 2015 roku. Według naszych szacunków opartych o model prognostycznych dochodów z VAT, o ile w pierwszej połowie minionego roku zaskakiwały one in minus, o tyle w drugiej połowie roku kształtowały się już na wyraźnie wyższym poziomie niż wynikałoby to z dotychczasowych trendów (wykres 10). Poprawa ściągłości mogła być związana z podjętymi wówczas wysiłkami w kierunku ograniczenia wyłudzeń. Może to być również efekt nieproporcjonalnej poprawy we wpływach podatkowych towarzyszącej cyklicznemu ożywieniu wzrostu gospodarczego (przypadek nieliniowej elastyczności podatkowej).

W kolejnych miesiącach wzrost wpływów VAT powinien być stopniowy. Gdyby dochody z tego tytułu rosły w tempie wynikającym z dotychczasowego trendu (i uwzględniając sezonowość), w całym roku mogłyby one okazać się co najwyżej zgodne z pierwotnym planem, a możliwe byłoby nawet niedostrzelenie planu o około 1 mld zł. Innymi słowy, dotychczasowy trend bynajmniej nie wskazuje na przełom w ściągłości podatkowej. Niemniej jednak, naszym zdaniem czynnikiem, który pomoże domknąć ten niedobór, jest planowana wypłata świadczeń w ramach programu 500+. Jeżeli dodatkowe dochody zostaną wydane przez gospodarstwa domowe, powinno to podnieść dochody z VAT o około 2,0-2,5 mld zł. Dzięki temu całoroczny plan dochodów z VAT zostanie zrealizowany nawet bez rewolucyjnej poprawy ściągłości.

Pomimo naszych bardzo ostrożnych prognoz dotyczących wpływów z VAT, nie obawiamy się o stan tegorocznego budżetu. Według naszych szacunków deficyt budżetowy w całym roku może okazać się o około 8-10 mld zł niższy od planu. Po pierwsze przyczyni się do tego wypłata zysku z

NBP, która wyniesie około 8 mld zł i będzie o 5 mld zł wyższa od kwoty uwzględnionej w budżecie. Po drugie ożywienie na rynku pracy powinno pomóc w zwiększeniu PIT w nieco szybszym tempie niż planowano. Po trzecie, tradycyjne „oszczędności” po stronie wydatkowej powinny pomóc dodatkowo obniżyć deficyt. W sumie spodziewamy się więc wyraźnie niższego deficytu niż zakłada ustawa budżetowa.

Jeżeli ściągальność podatków nie ulegnie poprawie, może to mieć znaczenie dla budżetu na 2017 rok. Obecnie szacujemy, że do sfinansowania przyszłorocznych wydatków w budżecie brakuje około 10 mld zł. Nie można wykluczyć, że ostatecznie poprawa ściągальności okaże się wystarczająco duża, aby uzupełnić ten ubytek. Niemniej na razie trudno dostrzec sygnały świadczące o tym, że proces ten już następuje. Z kolei bez poprawy ściągальności, konieczne mogłoby okazać się wprowadzenie dodatkowych lub podniesienie już istniejących podatków (np. akcyzy). Naszym zdaniem, rząd najprawdopodobniej wycofa się z zaplanowanej już na przyszły rok obniżki podstawowej stawki VAT z do 22%. Jest to najbardziej prawdopodobna reakcja, o ile rząd będzie chciał podtrzymać program 500+ i jednocześnie utrzymać deficyt w ryzach.

Gospodarka w skrócie

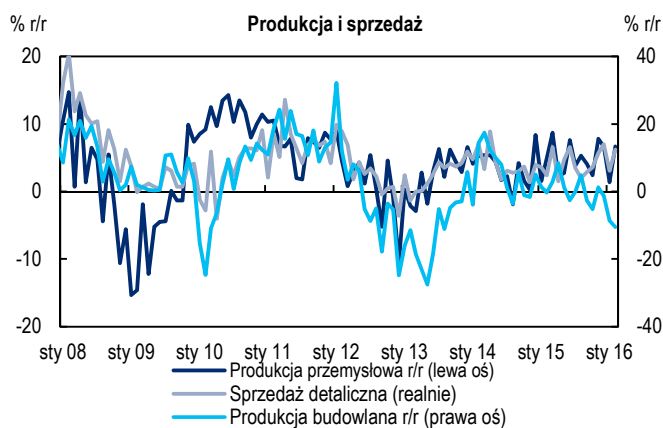
W gospodarce bez większych zmian

- Po ostatnich publikacjach danych nieznacznie zrewidowaliśmy naszą prognozę wzrostu PKB w górę na I kw. oraz na cały 2016 r. Zmiany są jednak niewielkie i nasze prognozy są wciąż nieco poniżej konsensusu.
- W porównaniu z dotychczasowymi prognozami oczekujemy wolniejszego wzrostu cen. Wskaźnik CPI może utrzymać się poniżej zera do października 2016 r.

Prognozy wzrostu w górę...

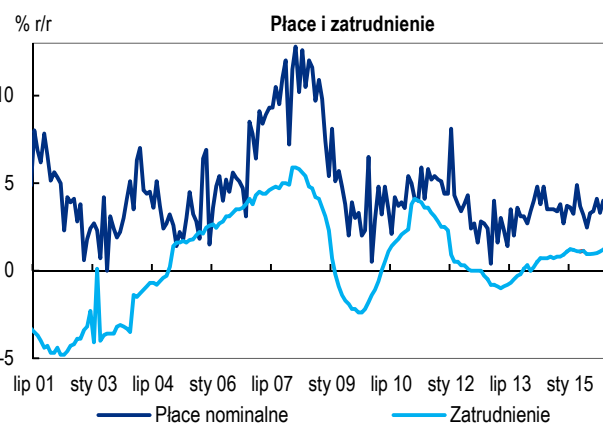
Choć wciąż oczekujemy przejściowego spowolnienia w I kwartale 2016 r. nieznacznie zrewidowaliśmy w górę prognozę na cały rok. Zdecydowaliśmy się na rewizję prognozy wzrostu biorąc pod uwagę całkiem dobre dane z gospodarki za dwa pierwsze miesiące roku. Indeks wyprzedzający koniunktury PMI nieoczekiwanie wzrósł aż do 52,8 pkt w przeciwieństwie do spadków analogicznych indeksów dla Niemiec i strefy euro. Ten pozytywny sygnał został potwierdzony w lepszym od oczekiwań odczycie produkcji, która wzrosła w lutym do 6,7%. Jednocześnie spadek produkcji budowlanej był znacznie głębszy niż oczekiwano, co wspiera zakładany przez nas scenariusz spowolnienia inwestycji.

Wykres 11. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna dynamicznie rosną, a budownictwo słabnie



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 12. Dynamiczny wzrost płac oraz zatrudnienia



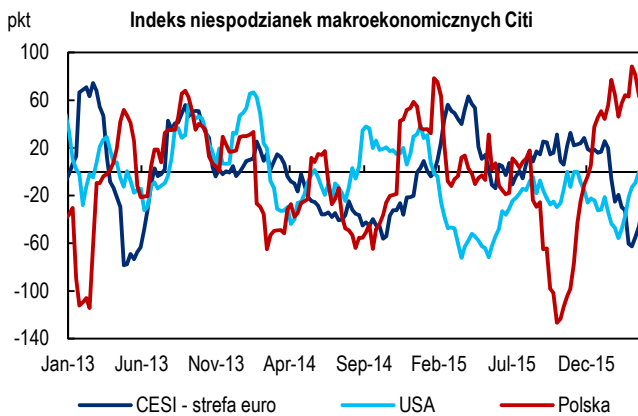
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat, Bloomberg.

Tymczasem, dane z rynku pracy zaskoczyły pozytywnie i pokazały przyspieszenie wzrostu zatrudnienia do 2,5% r/r z 2,3%, przy umiarkowanym tempie wzrostu płac nominalnych. Powyższe dane oznaczają wzrost realnego funduszu płac o ponad 7% r/r w pierwszych dwóch miesiącach roku. Jest to wynik wyraźnie lepszy niż średnia za cały 2015 rok (5%). W lutym pozytywnie zaskoczyły także dane o sprzedaży detalicznej, która w ujęciu realnym przyspieszyła w lutym do 6,2% r/r z 3,1%. Pozytywne tendencje są zgodne z naszym scenariuszem bazowym, który zakłada, że konsumpcja prywatna będzie głównym motorem wzrostu w tym roku dzięki poprawie na rynku pracy oraz programowi 500+.

prognozy przewidują przyspieszenie konsumpcji prywatnej do ok 5% w II połowie roku i do ok. 4% w całym roku 2016.

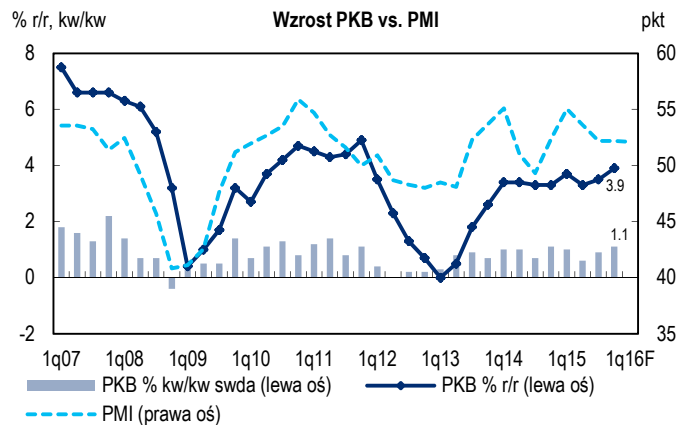
Oczekujemy, że wzrost gospodarczy w I kwartale wyniesie 3,1%, a w całym roku osiągnie 3,4%. Pomimo rewizji w górę, nasza prognoza wciąż pozostaje poniżej konsensusu rynkowego oraz poniżej podwyższonej niedawno prognozy NBP na poziomie 3,8%. Jednocześnie jednak zdecydowaliśmy się nieznacznie obniżyć prognozę wzrostu na 2017 r. do 3,5% r/r.

Wykres 13. W ostatnich tygodniach dane z Polski zaskakiwały pozytywnie



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 14. Wzrost PKB w ubiegłym roku był wysoki i nie okazywał oznak spowolnienia



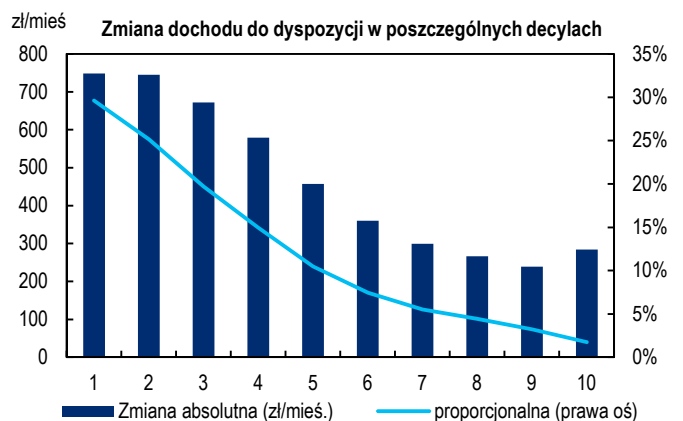
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat, Bloomberg.

Wykres 15. Kredyty wciąż rosną w szybkim tempie



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 16. Osoby o dochodach niższych od mediany zyskują nawet 15-30% na programie 500+



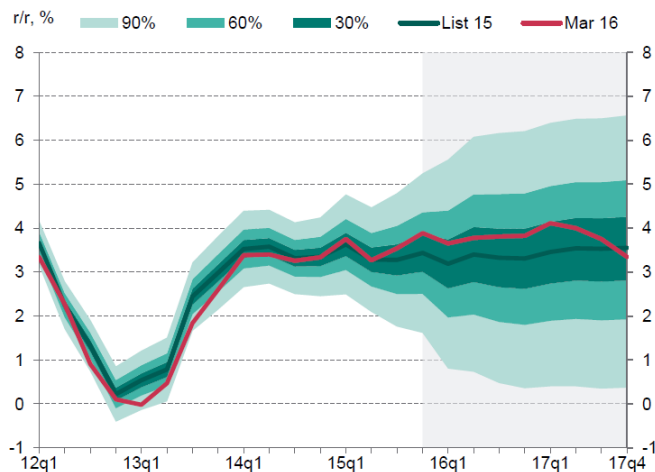
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

... ale ścieżka inflacji niższa

Po kolejnym niższym od oczekiwań odczycie inflacji zrewidowaliśmy prognozę ścieżki inflacji w dół. Rewizja nie była jednak związana z osłabieniem „presji” cenowej, lecz z kwestiami technicznymi – zmianą przez GUS wag wykorzystywanych do obliczania inflacji. W rezultacie tych zmian wskaźnik cen konsumentów spadł w lutym o -0,8% r/r i był niższy od oczekiwań rynku. Gdyby nie zmiany systemu wag, wskaźnik CPI byłby o 0,2 pkt. proc. wyższy. Niska inflacja na początku roku przyczyni się zatem do obniżenia ścieżki wzrostu cen konsumentów w całym roku. Oczekujemy, że inflacja utrzyma się poniżej zera do sierpnia oraz że wzrośnie do 0,8% na koniec 2016 roku (-0,5% średniorocznie). Ścieżka

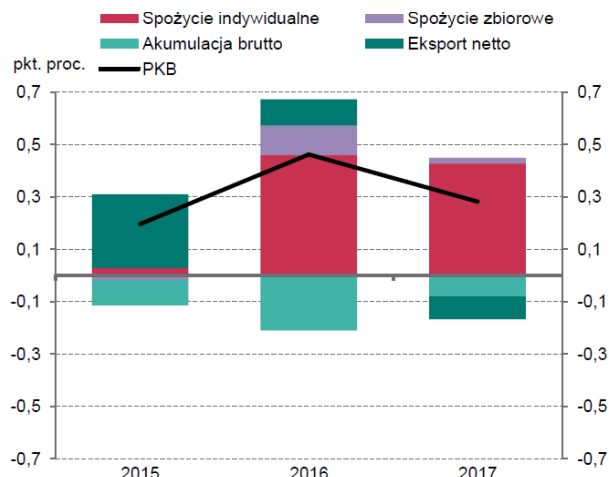
inflacji została także obniżona przez bank centralny w marcowym Raporcie o inflacji.

Wykres 17. NBP podniósł swoją projekcję wzrostu gospodarczego w kraju



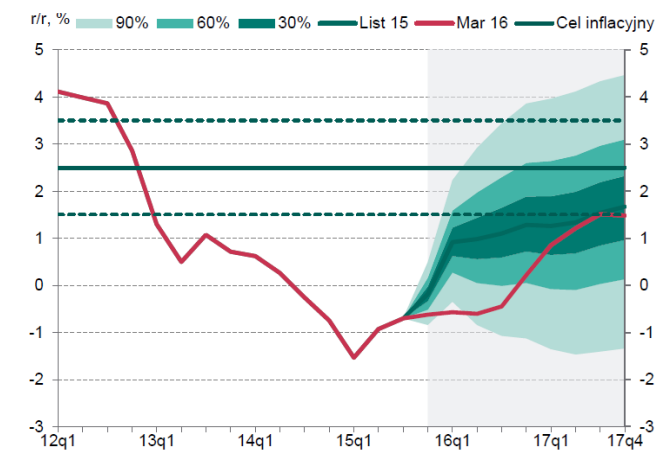
Źródło: NBP.

Wykres 18. Kontrybucje dla zmiany prognoz PKB



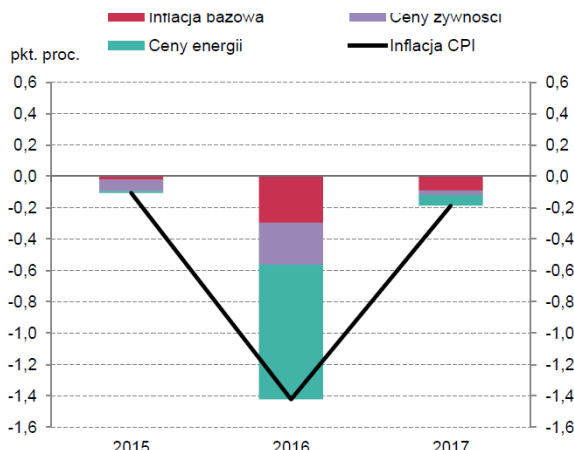
Źródło: NBP.

Wykres 19. Projekcja inflacji NBP została wyraźnie obniżona, głównie za sprawą cen energii



Źródło: NBP.

Wykres 20. Kontrybucja do zmian CPI



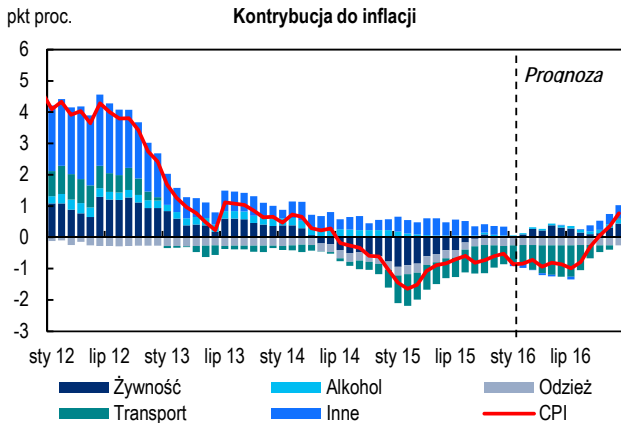
Źródło: NBP.

Konserwatywna RPP

Rada Polityki Pieniężnej pozostaje niewzruszona pomimo niższej ścieżki inflacji. Niedawno powołani członkowie RPP podkreślają w swoich komentarzach, że preferują prowadzenie raczej konserwatywnej polityki pieniężnej. Uważają oni również, że cel inflacyjny powinien być realizowany w średnim terminie, a Rada nie powinna nadmiernie reagować w sytuacji, gdy inflacja istotnie odchyła się od celu inflacyjnego ze względu na czynniki, na które RPP nie ma wpływu. W związku z tym uważamy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie w 2016 r. Dostrzegamy pewne (niewielkie) ryzyko złagodzenia polityki pieniężnej w II połowie 2016 r., jednak naszym zdaniem do takiego scenariusza mogłoby dojść na przykład w przypadku nadmiernej aprecjacji złotego lub znacznego spowolnienia gospodarki. Tymczasem w bazowym scenariuszu zakładamy, że złoty pozostanie stosunkowo słaby w tym roku, a wzrost

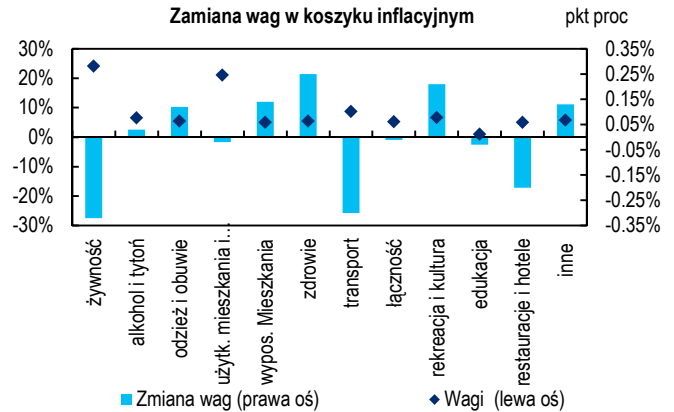
gospodarczy pozostanie w najbliższych latach powyżej potencjalnego tempa wzrostu.

Wykres 21. Inflacja na razie wyraźnie poniżej zera, a wzrośnie dopiero pod koniec roku



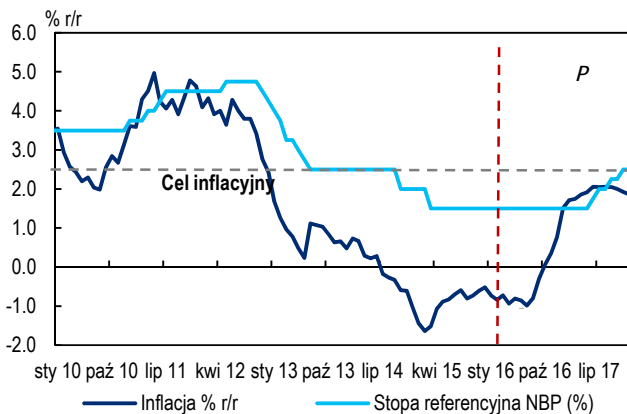
Źródło: Prognoza Citi Handlowy na podstawie danych GUS.

Wykres 22. W tym roku w koszyku CPI spadła waga żywności oraz transportu



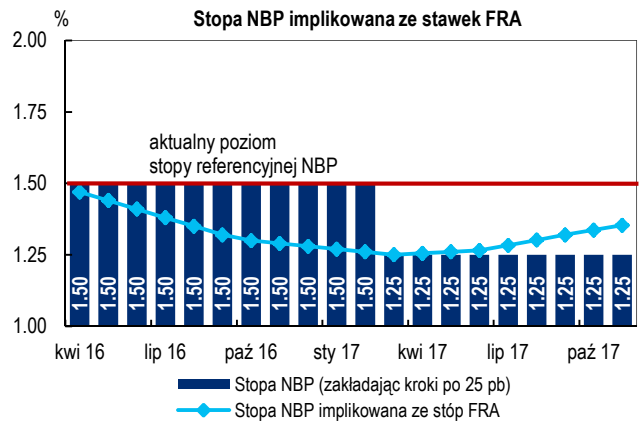
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat.

Wykres 23. W 2016 roku spodziewamy się stabilizacji stóp procentowych NBP



Źródło: Prognozy Citi Handlowy na podstawie danych GUS, NBP.

Wykres 24. Rynek FRA wciąż wycenia możliwość obniżki stóp na przełomie 2016 i 2017 r.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Reuters.

Banki centralne mogą na krótki czas wesprzeć aktywa EM

Łagodniejsza od oczekiwań polityka pieniężna EBC oraz Fed może tymczasowo pozytywnie wpłynąć na aktywa gospodarek wschodzących. Wsparcie złotego może wynikać między innymi ze wzrostu dysparytetu stóp procentowych wobec EUR, biorąc pod uwagę spory spadek rynkowych stóp procentowych w strefie euro. Mimo to, w perspektywie najbliższych 12 miesięcy wciąż oczekujemy, że złoty może lekko tracić na wartości wobec euro i dolara. Scenariusz analityków Citi zakłada utrzymanie negatywnego trendu wśród walut gospodarek wschodzących. Na tle innych walut EM, skala oczekiwanego przez nas osłabienia złotego wobec euro do końca 2016 r. do ok 4,37-4,40, będzie jednak stosunkowo niewielka. Osłabienie złotego będzie ograniczane przez silny wzrost PKB oraz równowagę w rachunku bieżącym. Te pozytywne czynniki będą pomagać złotemu w umocnieniu w kolejnych kwartałach w 2017 r. Łagodna polityka EBC może także oddziaływać w kierunku niższych krajowych rynkowych stóp procentowych. Choć nie spodziewamy się obniżek stóp procentowych, to w kierunku niższych stóp może oddziaływać obniżenie ścieżki inflacji. W dłuższym terminie

zakładamy, że rentowności polskich obligacji ponownie zaczną rosnać w reakcji na stopniowy wzrost inflacji oraz wzmocnienie aktywności gospodarczej.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2015												2016
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5.0	8.8	2.4	2.8	7.4	3.8	5.3	4.0	2.4	7.8	6.7	1.4	6.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	1.4	13.5	-7.9	-1.4	4.5	-1.2	-7.1	15.0	2.0	-2.6	-3.6	-8.0	6.7
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	6.8	9.6	2.6	2.8	8.7	4.6	6.1	4.5	2.9	9.3	8.9	1.8	8.1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-0.3	2.9	8.5	1.3	-2.6	-0.1	4.8	-2.5	-5.2	1.2	-0.3	-8.6	-10.6
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	-1.3	3.0	-1.5	1.8	3.8	1.2	-0.3	0.1	0.8	3.3	4.9	7.1	3.9
Stopa bezrobocia (%)	12.0	11.7	11.2	10.8	10.3	10.1	10.0	9.7	9.6	9.6	9.8	10.3	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	2.3	2.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-0.8
Inflacja (% m/m)	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.8	-2.5	-2.7	-2.1	-1.4	-1.8	-2.7	-2.8	-2.3	-1.8	-0.8	-1.2	-1.4
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.1	0.1	-0.4	0.4	0.6	-0.4	-0.7	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.2	4.9	3.7	3.2	2.5	3.3	3.4	4.1	3.3	4.0	3.1	4.0	3.9
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	93	1,054	929	928	-963	-1,110	-654	-768	-163	582	-410	764	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.5	-1.3	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	0.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	526	485	-117	500	-165	-726	-150	19	499	717	373	576	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13791	15439	14452	13939	14304	14201	12706	14906	15348	15457	13849	13275	-
Eksport (% r/r)	10.9	14.3	8.6	7.8	10.6	5.2	8.1	3.0	3.0	12.3	12.1	-0.4	-
Import f.o.b. (mln EUR)	13265	14954	14569	13439	14469	14927	12856	14887	14849	14740	13476	12699	-
Import (% r/r)	3.9	8.7	7.7	0.5	10.3	7.3	6.7	5.2	-2.9	5.3	3.8	0.1	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.7	8.9	7.2	7.6	8.3	8.6	7.3	7.9	8.9	9.3	9.1	10.2	10.1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8.7	8.4	7.8	8.3	8.5	8.8	9.1	9.7	9.4	9.5	9.2	9.4	9.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.7	11.3	9.2	9.3	12.4	11.1	9.3	8.6	10.9	11.4	10.4	12.0	12.2
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	7.1	7.2	6.3	7.7	7.9	7.1	6.6	6.1	6.4	6.4	6.6	4.1	5.1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.6	5.5	3.4	3.7	4.5	5.5	6.6	7.1	8.0	7.5	7.1	11.4	10.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.00	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)	1.91	1.73	1.65	1.67	1.70	1.72	1.72	1.72	1.73	1.73	1.71	1.67	1.66
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.81	1.65	1.65	1.68	1.72	1.72	1.72	1.71	1.73	1.72	1.70	1.65	1.67
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.64	1.55	1.65	1.69	1.82	1.72	1.67	1.70	1.56	1.57	1.47	1.42	1.38
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.61	1.60	1.70	1.79	1.98	1.81	1.87	1.79	1.65	1.61	1.58	1.54	1.46
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1.89	1.94	2.23	2.46	2.74	2.49	2.51	2.39	2.09	2.08	2.23	2.39	2.22
EUR/PLN (koniec okresu)	4.15	4.07	4.04	4.12	4.19	4.15	4.23	4.24	4.26	4.27	4.29	4.42	4.34
USD/PLN (koniec okresu)	3.70	3.79	3.61	3.76	3.76	3.76	3.77	3.80	3.85	4.04	3.95	4.08	4.00
EUR/USD (koniec okresu)	1.12	1.07	1.12	1.10	1.11	1.10	1.12	1.12	1.10	1.06	1.09	1.08	1.09
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	11.3	16.7	16.7	19.6	26.2	26.6	25.9	31.1	34.5	36.1	-	-1.7	3.1
Def. budżetowy kum. (% planu)	24.6%	36.2%	36.2%	42.6%	57.0%	57.7%	56.1%	67.6%	75.0%	78.5%	-	-3.1%	5.7%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. Opracowanie Citi Handlowy na podstawie danych GUS, NBP, Reuters.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	480	530	500	524	546	475	477
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,445	1,567	1,629	1,656	1,719	1,790	1,859
PKB per capita (USD)	11,508	12,448	13,740	12,983	13,615	14,197	12,363	12,415
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.5	9.8	8.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	5.0	1.6	1.6	3.3	3.6	3.4
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.8	-3.9	-5.8	12.6	4.1	4.3
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	2.0	0.5	0.7	3.1	3.1	3.8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.3	0.8	0.2	2.6	3.1	4.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.6	6.1	6.4	6.5	6.2
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.8	-0.3	1.7	10.0	6.0	7.3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	-0.5	0.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.9	-0.5
Płace nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	3.5	4.3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	1.50
WIBOR3M. (% koniec okresu)	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.71	1.65	1.57
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.95	3.20
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	3.92	3.99
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.77	3.90
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.26	4.39
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.18	4.36
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-15.1	-25.8	-27.0	-17.6	-6.7	-11.0	-0.8	2.3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.4	-5.4	-5.1	-3.5	-1.3	-2.0	-0.2	0.5
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	-0.4	-4.3	2.9	5.0
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	198.1	210.4	190.6	205.5
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	198.5	214.7	187.8	200.5
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.1	11.4	11.0	12.0
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-15.8	-17.6	-13.7	-13.4
Rezerwy międzynarodowe	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.4	-8.1	-10.0	-11.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.6	-4.9	-3.7	-4.0	-3.2	-2.9	-3.0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.0	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-1.1	-1.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	51.8	52.0	51.6	53.3	47.9	49.5	50.1

Źródło: j.w.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015E	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3.3	3.6	3.4	3.5	3.5	3.5
Inflacja CPI (% średnia)	0.0	-0.9	-0.5	1.9	2.7	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.0	-0.2	0.5	-0.6	-1.2	-3.5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	2.00	1.50	1.50	2.50	3.25	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.52	3.92	3.99	3.81	3.59	3.38
USD/PLN (Średnia)	3.15	3.77	3.90	3.88	3.67	3.49
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.26	4.39	4.19	4.14	4.12
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.18	4.36	4.27	4.14	4.13

Źródło: j.w.

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 otrzymaniem 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 ofertą ani 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. 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. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.

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 000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.