

### CitiWeekly

#### Zmiany systemu emerytalnego pozytywne dla długu

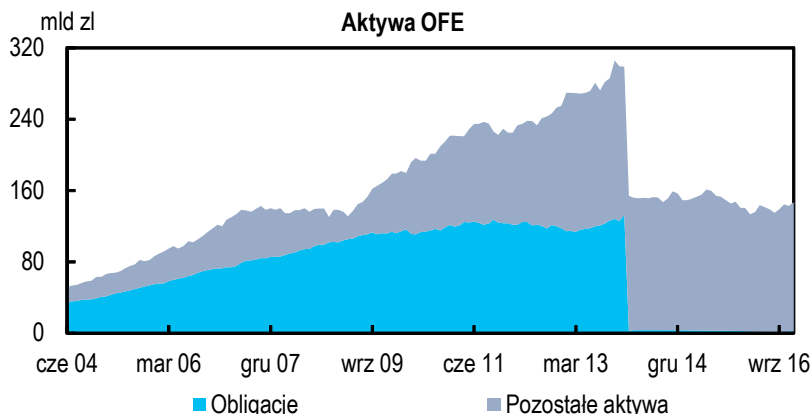
- Rząd planuje dalsze zmiany w systemie emerytalnym w 2018 r., które mogą być pozytywne dla rynku obligacji w kolejnych latach. Według planu wicepremiera M. Morawieckiego 25% ze 153 mld zł aktywów OFE zostanie przetransferowane do Funduszu Rezerwy Demograficznej (łącznie aktywa FRD zostałyby potrojone do 60 mld zł), a pozostałe 75% pozostanie w funduszach, które zmienią się w fundusze inwestycyjne.
- Fundusze w FRD mogą być w przyszłości wykorzystane do sfinansowania potrzeb pożyczkowych. FRD został stworzony na potrzeby przyszłych potrzeb emerytalnych, m.in. związanych z pogarszającą się demografią. Jednak poprzednie rządy finansowały potrzeby finansowe ze środków funduszu przy okazji dużych transferów do FRD, np. przy okazji prywatyzacji. Nie wykluczone, że rząd zdecyduje się na podobne rozwiązanie, gdy do FRD napłynie ok. 40 mld zł nowych środków.
- Naszym zdaniem nowe fundusze inwestycyjne mogą ponownie dostać pozwolenie na kupowanie obligacji, co wesprze popyt na rządowy dług. W ostatnich komentarzach M. Morawiecki zakwestionował sensowność inwestycji jedynie w akcje. Jednocześnie według artykułu Gazety Wyborczej z piątku rząd może zdecydować, że nowe podmioty będą działać na podobnych zasadach do funduszy w III-im filarze, które kupują także obligacje rządowe. Przyjmując, że takie nowe fundusze przeznaczą na obligacje 30-50% aktywów, wówczas będzie to oznaczać dodatkowy popyt na rządowy dług na poziomie 35-58 mld zł. Według źródeł Gazety Wyborczej rząd rozważa dwie opcje: pierwsza zakłada stopniową zmianę strategii inwestycyjnej wraz ze wzrostem wieku przyszłego emeryta; druga przewiduje przestawienie portfela na zwiększony udział obligacji na 3-5 lat przed emeryturą. W konsekwencji, nowy fundusz mógłby sprzedawać ok. 25% akcji rocznie i otrzymałby pełną swobodę w zarządzaniu środkami po 5 latach. Zmiany byłyby stopniowe, aby nie zdestabilizować rynku akcji, który miałby być dodatkowo wsparty przez pracownicze programy emerytalne.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 17	4,36	4,15	5,13	1,05	1,50	0,0	1,73	0,40	2,45
I KW 18	4,19	4,19	4,82	1,00	1,75	0,0	2,28	0,35	2,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 17.02.2017 r., pozostałe prognozy dn. 25.1.2017.

Wykres 2. Część aktualnych aktywów OFE może zostać ponownie zainwestowana w obligacje.



Źródło: KNF, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

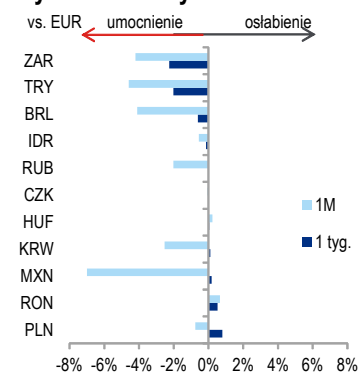
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

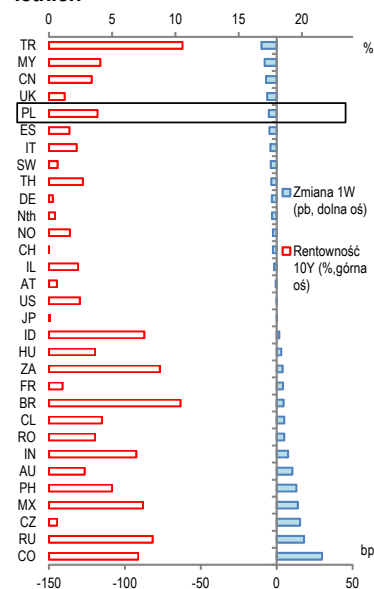
Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 17.2.2017 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 17.2.2017 r.

Źródło: Reuters.

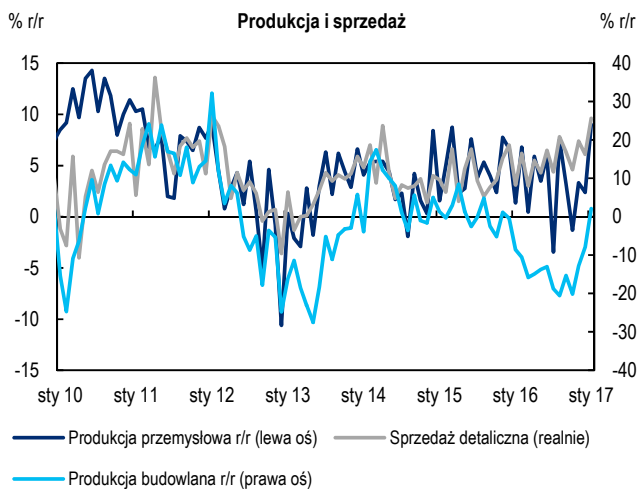
Spis treści

Nr str.

- Podsumowanie 1
- Tydzień w wykresach 2
- Kalendarz publikacji 3
- Tabela z prognozami 4

## Tydzień w wykresach

**Wykres 3. Dobre dane o aktywności**



- Według wstępnych szacunków GUS wzrost PKB przyspieszył w IV kw. do 2,7% r/r z 2,5%, tj. powyżej rynku i naszych oczekiwań (2,6%). Biorąc pod uwagę dane za 2016 r. dobry wynik był związany prawdopodobnie ze zmianą zapasów.
- Pozytywnie zaskoczyły także dane miesięczne za styczeń. Wzrost produkcji przyspieszył do 9% z 2,3%, produkcja budowlana wzrosła o 2,1% r/r po spadku o 8% w grudniu. Z kolei sprzedaż detaliczna przyspieszyła do 9,6% z 6,1%
- Jeśli dane za luty i marzec również będą dobre wzrost PKB w I kw. może przekroczyć 3% wobec 2,9% oczekiwanych obecnie. Wysokie PMI ze strefy euro, oczekiwany wzrost napływu środków z UE i dobra sytuacja na rynku pracy sugerują, że wzrost w tym roku może być mocniejszy niż oczekiwane przez nas 3,2%.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

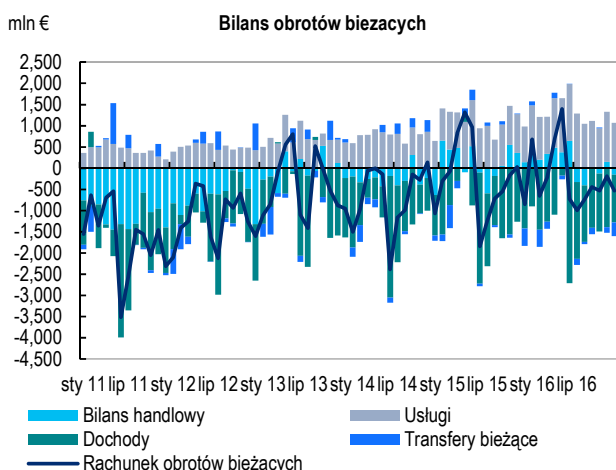
**Wykres 4. Znaczny wzrost zatrudnienia wynikał prawdopodobnie ze zmian próby GUS**



- Inflacja wzrosła w styczniu do 1,8% z 0,8% w grudniu i była wyższa niż oczekiwane 1,6-1,7%. GUS opublikował jedynie cząstkowe rozbięcie, a pełne dane zostaną opublikowane w marcu przy okazji publikacji danych za luty i rewizji wag koszyka CPI. Widzimy szanse na niespodzianki inflacji w górę także w kolejnych miesiącach tego roku.
- Wzrost płac przyspieszył w styczniu niemal zgodnie z oczekiwaniami do 4,3% r/r z 2,7%, a grudniowe spowolnienie okazało się przejściowe, związane z przesunięciem premii w górnictwie. Z kolei dużym zaskoczeniem były dane o zatrudnieniu, które przyspieszyło do 4,5% r/r z 3,1%. Niespodzianka wynikała najprawdopodobniej z corocznej zmiany próby przedsiębiorstw przez GUS.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

**Wykres 5. Bilans obrotów bieżących w grudniu i w całym 2016 r. lepszy niż oczekiwaliśmy**



- Deficyt obrotów bieżących wyniósł w grudniu 0,5 mld €, tj. mniej niż zakładał rynek (ok 0,7 mld €) wobec zrewidowanych w górę -0,2 mld € w listopadzie. Pogorszenie w bilansie nastąpiło za sprawą osłabienia sald na większości rachunków poza dochodami pierwotnymi. Ponadto wzrost eksportu i importu przyspieszyły bardziej niż oczekiwano odpowiednio do 6,7% z 4,7% i do 9% z 6,2%. Deficyt skumulowany za 12 miesięcy wyniósł na koniec 2016 r. 0,5%, tj. niżej niż oczekiwaliśmy kilka miesięcy temu. Oczekujemy wzrostu deficytu w tym roku, ale ten wzrost zostanie sfinansowany przez większy napływ środków UE.
- Po ubiegłotygodniowej aukcji, na której MinFin sprzedał kolejne 7 mld zł obligacji, sfinansowano już ok. 42% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

## Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>20 lut PONIEDZIAŁEK</b>							
	USA	Dzień Prezydenta					
	PL	Przetarg bonów skarbowych					
<b>21 lut WTOREK</b>							
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II	55,5	56,0	56,4
09:30	DE	Wstępny PMI dla usług	pkt	II	54,2	53,7	53,4
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II	55,4	55,0	55,2
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	II	54,1	53,7	53,7
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II	--	55,2	55,0
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	II	--	55,7	55,6
<b>22 lut ŚRODA</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	II	109,4	109,6	109,8
11:00	EMU	Inflacja	% r/r	I	1,7	1,8	1,1
16:00	USA	Sprzedż domów na rynku wtórnym	mln	I	5,58	5,55	5,49
20:00	USA	Minutes FOMC		II			
<b>23 lut CZWARTEK</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	I	8,7	8,7	8,3
14:00	PL	Minutes RPP		II			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	240	239
<b>24 lut PIĄTEK</b>							
16:00	USA	Sprzedż nowych domów	tys.	I	573	575,0	536
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	II	--	96,0	95,7

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	468	438	494
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,798	1,847	1,927	2,023
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,410	12,177	11,441	12,920
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,4	7,7	7,3
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,9	2,8	3,2	2,8
Nakłady na środki trwałe (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	9,8	6,1	-5,5	2,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,6	3,7	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,6	3,8	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	7,2	6,2	5,0
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	8,0	6,5	5,5
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,6	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,3
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,73	1,86	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,90	4,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	4,18	4,24	4,00
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,95	4,20	4,11
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,40	4,20	4,16
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,28	4,18
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,1	-1,2	-4,7	-7,3	-9,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,3	-1,0	-1,7	-2,0
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,4	0,0	-3,4	-6,1
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	190,8	193,6	183,1	205,0
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,4	193,6	186,5	211,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	11,4	10,9	11,8	11,7	13,1
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-17,7	-13,5	-14,8	-13,8	-14,8
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,2	-2,7	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,5	-0,8	-0,5	-1,0	-1,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	51,3	51,3	50,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

## Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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.