

29 września 2017 r. 12 stron

CitiMonthly

Jest moc

- Najnowsze dane sygnalizują, że po pozytywnej niespodziance w II kwartale, wzrost gospodarczy przyspieszy jeszcze wyraźniej w III kw. Nastąpi to głównie za sprawą inwestycji i przy jednoczesnym stopniowym wyhamowaniu konsumpcji prywatnej.
- Napięcia na rynku pracy mogą naszym zdaniem prowadzić do dalszej materializacji presji płacowej co w rezultacie będzie prowadziło do wyższej inflacji.
- W takich warunkach obecna mieszanka luźnej polityki fiskalnej i równie luźnej polityki monetarnej wydaje się daleka od optymalnej, gdyż dodatkowo napędza i tak już szybki wzrost gospodarczy. Niemniej w najbliższym horyzoncie trudno spodziewać się zwrotu w kierunku zacieśnienia fiskalnego lub podwyżek stóp procentowych. Pierwszych podwyżek spodziewamy się dopiero w II połowie 2018 r.
- Podtrzymujemy zdanie, że mocna sytuacja gospodarcza (m.in. dynamiczny wzrost PKB i wciąż niski deficyt w rachunku bieżącym) będzie oddziaływać w kierunku mocniejszego złotego w kolejnych kwartałach. Sądzymy, że możliwe są przeceny złotego w okresach podwyższonej zmienności na rynkach zagranicznych i przy rosnących oczekiwaniach na zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Jednak w takich sytuacjach osłabienie krajowej waluty będzie raczej przejściowe.
- Wyższa inflacja oraz wzrost oczekiwań na podwyżki stóp w USA i w Polsce w 2018 r. mogą oddziaływać w kierunku wyższych stóp swap w kolejnych miesiącach.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

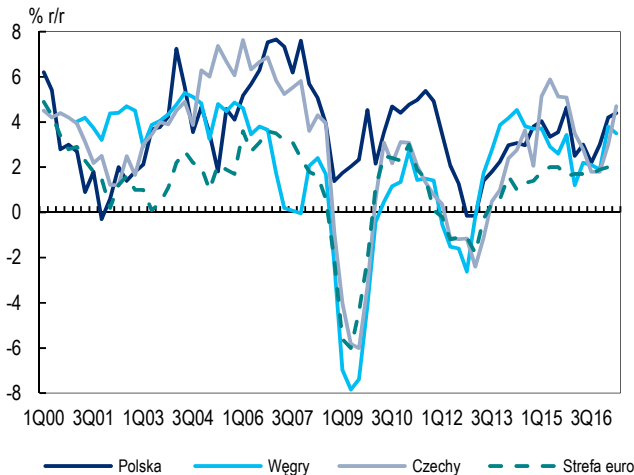
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

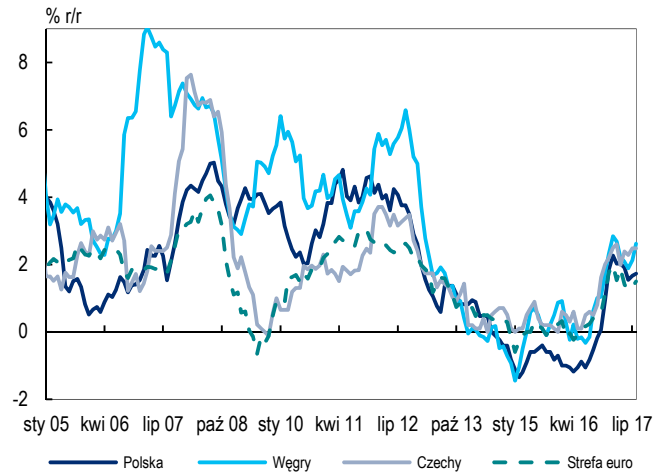
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



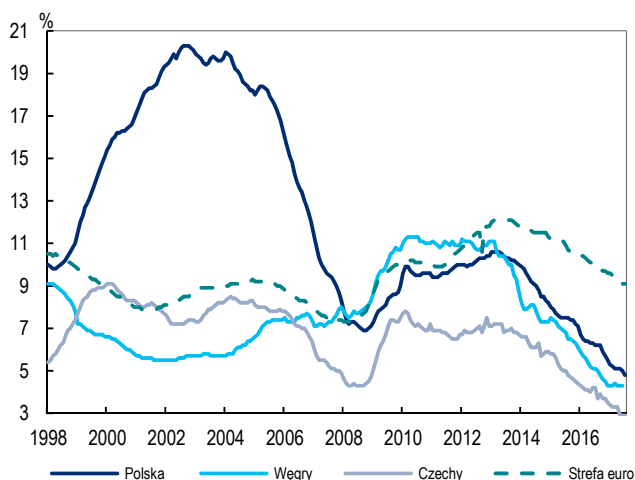
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



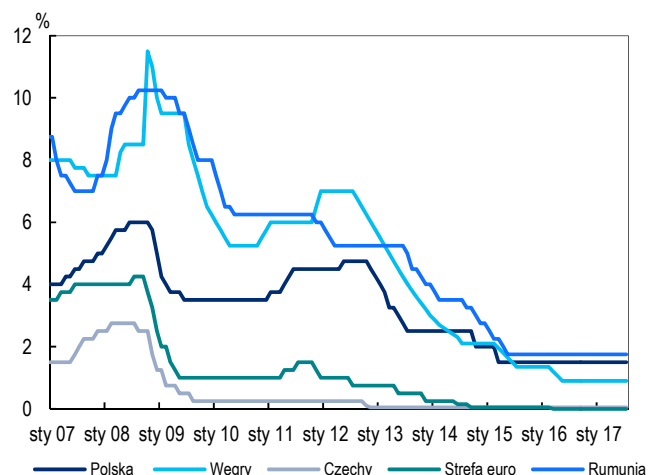
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



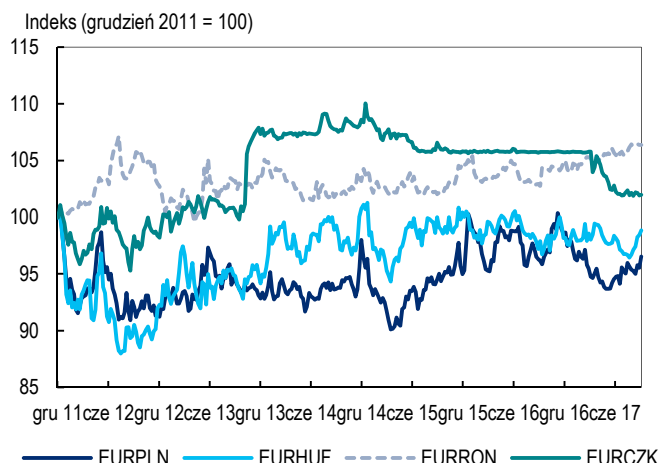
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



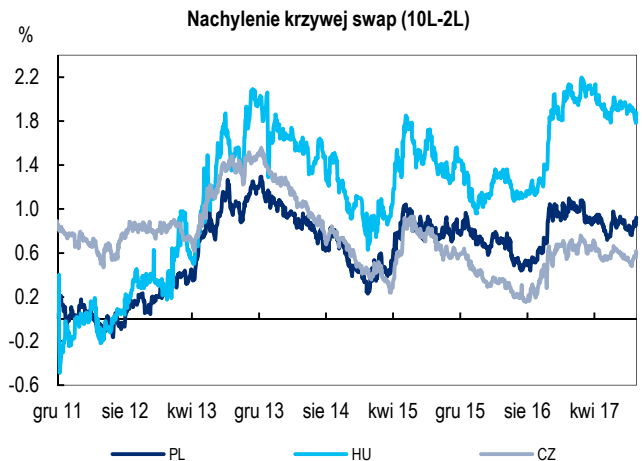
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

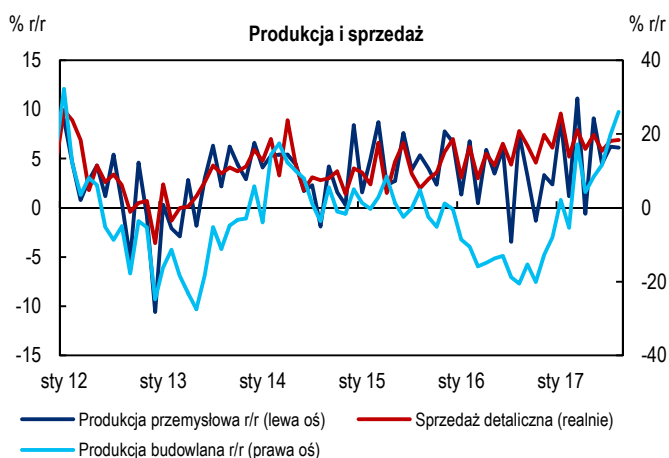
Gospodarka w skrócie

Jest moc

- W tym roku wzrost gospodarczy wyniesie przynajmniej 4%, głównie dzięki dynamicznie rosnącej konsumpcji.
- Napięcia na rynku pracy mogą prowadzić do dalszego ujawniania się presji płacowej.
- Dobre wyniki gospodarcze pozytywnie wpływają na wyniki budżetu, w związku z czym oczekujemy spadku deficytu sektora rządowego i samorządowego w tym roku i utrzymania go poniżej 3% PKB w 2018 mimo obniżenia wieku emerytalnego

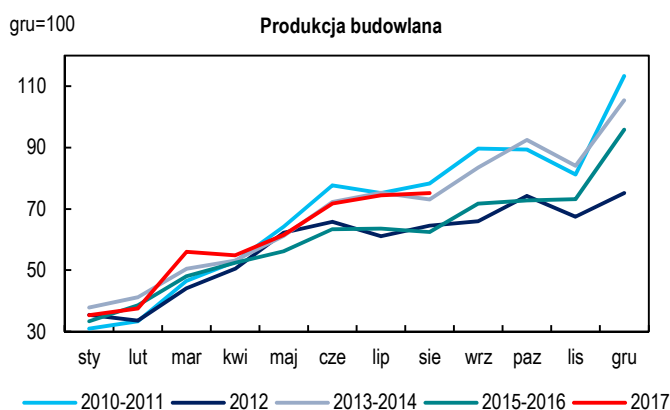
Seria danych z ostatnich tygodni utwierdza nas w przekonaniu, że wzrost gospodarczy w III kwartale może wynieść około 4,5% r/r. Miesięczne wskaźniki pokazują bardzo wyraźne przyspieszenie w produkcji budowlanej (wykres 9), choć w znacznym stopniu wynika ono z efektów statystycznych (dane w ujęciu miesiąc-do-miesiąca nie odbiegają bardzo istotnie od typowego zachowania z poprzednich lat, a dane rok-do-roku są pod wpływem bardzo niskiej bazy statystycznej). Szybciej niż w poprzednim kwartale rośnie produkcja przemysłowa, podczas gdy sprzedaż detaliczna zaczęła wyhamowywać. Dodatkowo w końcu pojawiają się oznaki szybszego napływu środków unijnych. Powyższe dane wpisują się w nasz scenariusz odbicia w inwestycjach oraz lekkiego spowolnienia konsumpcji – ten ostatni efekt będzie związany ze stopniowym wygasaniem wpływu programu 500+ na roczne tempo wzrostu konsumpcji.

Wykres 7. Miesięczne dane GUS wskazują na utrzymanie wysokiej aktywności gospodarczej



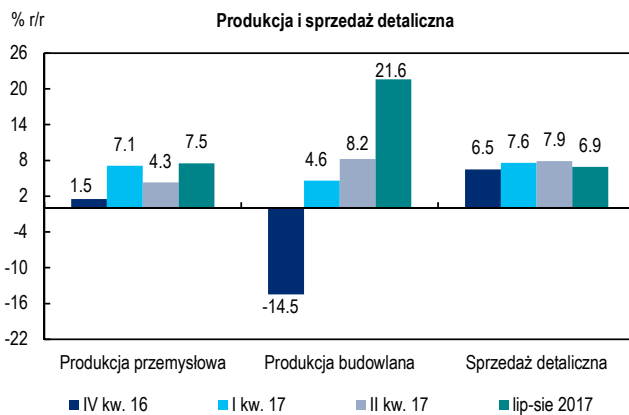
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Wysoki wzrost produkcji budowlanej wynika w dużej mierze z niskiej bazy w roku poprzednim



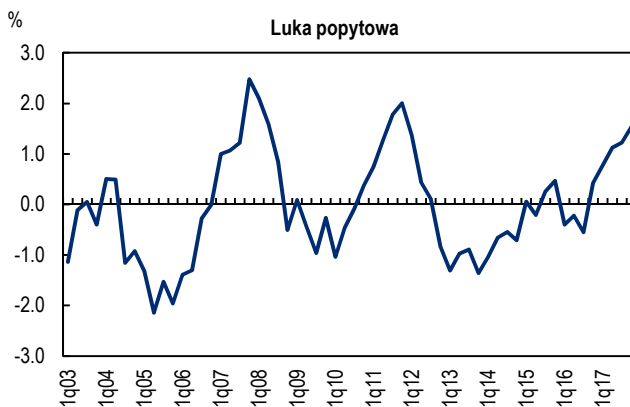
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 9. Dane za lipiec i sierpień sygnalizują wyraźne odbicie inwestycji i nieco wolniejszy wzrost konsumpcji w III kwartale



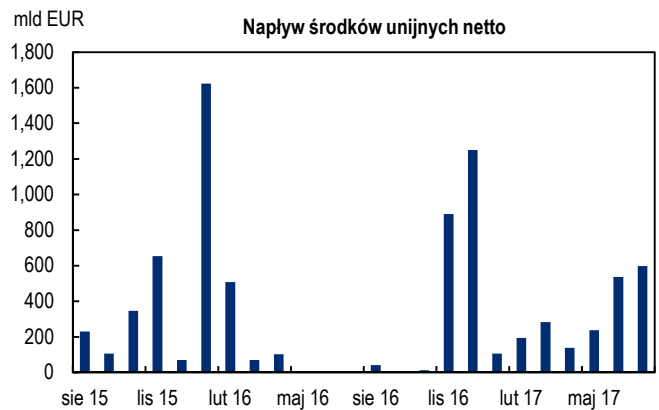
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 11. Gospodarka rośnie w tempie przekraczającym wzrost potencjalny



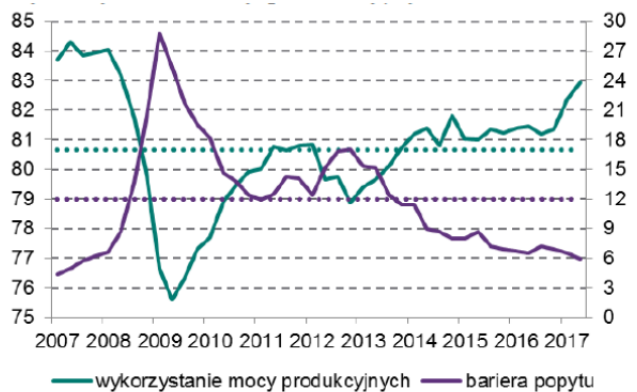
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat

Wykres 10. Do wyższego wzrostu inwestycji przyczynia się także większy napływ środków unijnych



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Bariera popytu (s.a.) i stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (s.a.)



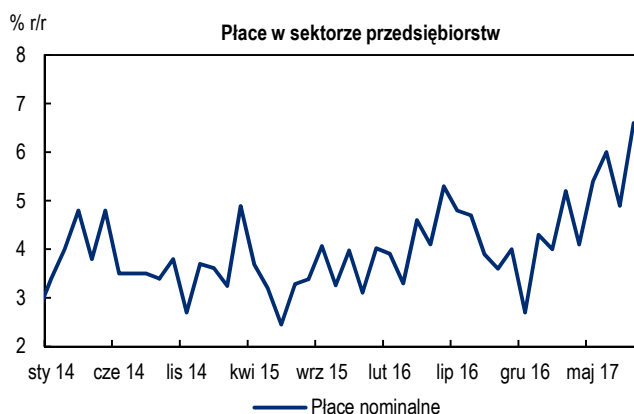
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Na dane o wzroście gospodarczym warto spojrzeć z dłuższej perspektywy. Jak sygnalizowaliśmy w poprzednich raportach, średni wzrost gospodarczy, którego można spodziewać się w nieco dłuższej perspektywie w Polsce (czyli tak zwany wzrost potencjalny) to około 2,5%. Biorąc to pod uwagę, 2017 jest czwartym rokiem z rzędu w którym PKB rośnie szybciej od potencjału. Jak pokazuje wykres 11 obecną fazę cyklu można porównywać do okresu buma z lat 2007-2008 oraz 2011. Co więcej dane sugerują, że trudno liczyć na to, iż gospodarka przez dłuższy czas może rozwijać się dużo szybciej niż obecnie.

Skoro gospodarka weszła w fazę „bumu”, w kolejnych miesiącach/kwartałach można spodziewać się stopniowego narastania żądań płacowych, a następnie również wzrostu inflacji. Spoglądając na dane dotyczące wynagrodzeń oraz kosztów pracy tego typu presja na rynku pracy zaczęła się już materializować. Od kilku miesięcy dynamika wynagrodzeń wyraźnie przyspiesza (Wykres 13), a dane te trudno traktować jako przypadkowe, biorąc pod uwagę, że stopa bezrobocia jest na rekordowo niskim poziomie, a firmy otwarcie deklarują problemy ze znalezieniem pracowników. W dużych miastach stopa bezrobocia spadła już do poziomu bezrobocia „frykcyjnego”, a więc do praktycznego minimum (Poznań 1,7%, Warszawa 2,4%, Kraków 3,1%).

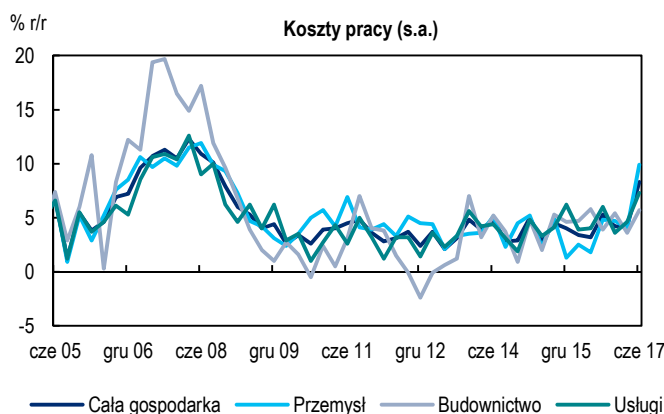
Dotychczasowe problemy ze znalezieniem pracowników mogą się nasilić w najbliższej przyszłości z dwóch powodów. Po pierwsze, projekty inwestycyjne, zwłaszcza te finansowane ze środków unijnych, w końcu zaczynają ruszać w szybszym tempie. Oznacza to dodatkowy wzrost zapotrzebowania na pracowników w budownictwie, a przez to również zwiększenie presji płacowej. Po drugie, wielokrotnie komentowane obniżenie wieku emerytalnego doprowadzi do spadku podaży pracy, potencjalnie o ponad 200 tys. osób, a więc sprawi, że rosnący popyt na pracowników będzie musiał skoncentrować się na mniejszej liczbie potencjalnych kandydatów do pracy.

Wykres 13. Płace w sektorze przedsiębiorstw rosną najszybciej od lat



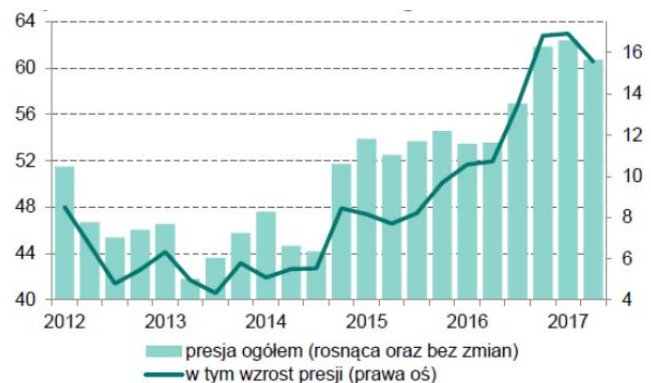
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 15. Koszty pracy rosną najszybciej od 2008 r.



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 14. Naciski na wzrost płac



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 16. Stopa bezrobocia osiąga historycznie niskie poziomy

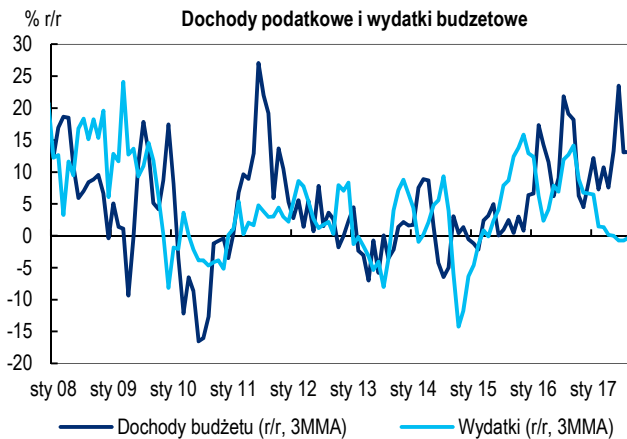


Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Niewątpliwym beneficjentem silnego wzrostu gospodarczego jest budżet, który po ośmiu miesiącach wciąż odnotowuje nadwyżkę. W debacie publicznej sytuacja fiskalna jest zazwyczaj łączona z działaniami Ministerstwa Finansów na rzecz zmniejszenia luki podatkowej. O ile uszczelnianie systemu podatkowego rzeczywiście następuje, odpowiada ono tylko w niewielkiej części za poprawę salda budżetowego (wykres 19). W porównaniu z pierwotnym planem wpływy z NBP były o około 8 mld zł wyższe niż pierwotnie planowano, a przesunięcie w zwrotach VAT prawdopodobnie poprawiło dochody o około 5 mld zł. Z kolei opóźnienia w wydatkach majątkowych odpowiadają za kolejne 5-10 mld zł. W sumie powyższe czynniki o charakterze jednorazowym lub przejściowym wyjaśniają około 18-23 mld zł poprawy w deficycie budżetowym. Ponadto,

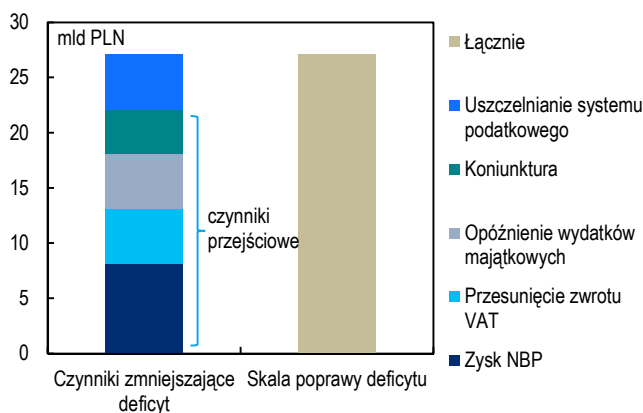
choć poprawa ściągłości podatków to częściowo efekt trwały (wynikający z podjętych działań), w znacznej części jest to również efekt o charakterze cyklicznym. Trwała poprawa ściągłości VAT to zapewne suma około 5 mld zł w skali całego roku, a więc niewielka część poprawy w deficycie.

Wykres 17. Dobre wyniki konsumpcji prywatnej wpływają pozytywnie na dochody podatkowe



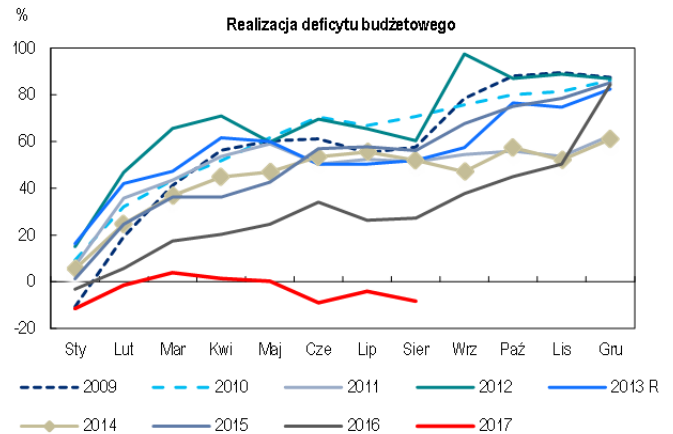
Źródło: MFW, Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 19. Niezły wynik budżetu w tym roku to głównie efekt czynników przejściowych



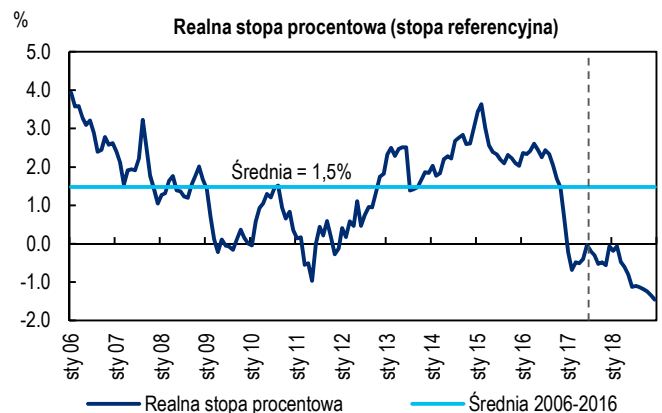
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych MF

Wykres 18. ... co obok zysku z NBP pozytywnie przekłada się na saldo budżetu



Źródło: Markit, ISM, narodowe urzędy statystyczne, Citi Handlowy

Wykres 20. Realne stopy procentowe będą wyraźnie poniżej zera w 2018 r. bez podwyżek stóp procentowych



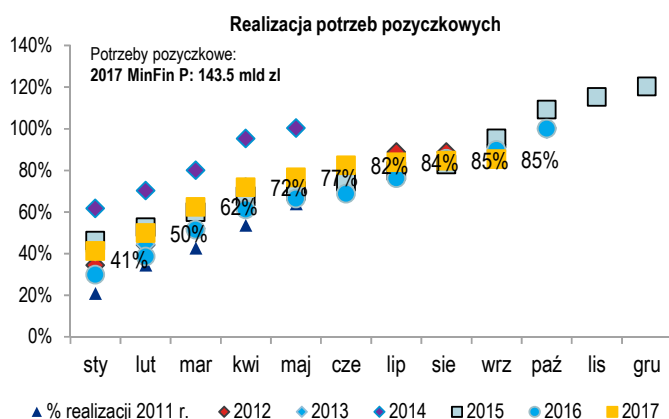
Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Ponieważ w „dobrych czasach” budżet bierze na siebie kolejne stałe wydatki (około 1,3% PKB z tytułu 500+ oraz około 0,5% w związku z obniżeniem wieku emerytalnego) oznacza to, że polityka budżetowa jest relatywnie ekspansywna, napędzając wzrost w już i tak szybko rosnącej gospodarce. Dochodzi do tego ekspansywna polityka pieniężna. Stabilizacja nominalnych stóp NBP na poziomie 1,5% oznacza, że przy obecnym poziomie inflacji stopy realne są ujemne i najprawdopodobniej pozostaną ujemne również w kolejnych kwartałach. Tym samym polityka gospodarcza rozumiana jako mieszanka polityki fiskalnej oraz pieniężnej jest bardzo silnym wsparciem dla wzrostu gospodarczego. W warunkach istniejących już napięć na rynku pracy oraz wyraźnie dodatniej luki popytowej, stymulacja fiskalna i monetarna poważnie zwiększają ryzyko przegrzewania się gospodarki.

Na tym etapie wciąż inflacja oscyluje w pobliżu 2% r/r. Utrzymuje się więc ona poniżej celu inflacyjnego (2,5%), ale nie jest już to poziom wyjątkowo

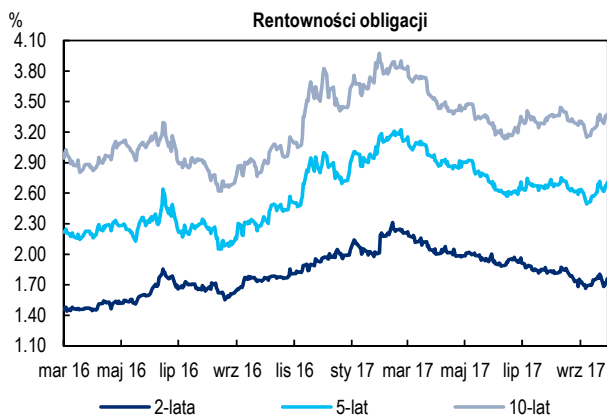
niski. Przy stymulacji monetarnej i fiskalnej można spodziewać się, że presja cenowa w najbliższych kwartałach będzie narastać, a poziom 2,5% może zostać przekroczony w połowie przyszłego roku. Biorąc pod uwagę powyższe perspektywy, obecny *policy mix* wydaje się nie do utrzymania w dłuższym horyzoncie. Optymalnym rozwiązaniem byłoby zacieśnienie polityki fiskalnej, jednak taki scenariusz wydaje się mało prawdopodobny biorąc pod uwagę kształt budżetu na przyszły rok oraz przypadające na 2019 rok wybory parlamentarne. W takiej sytuacji ciężar dostosowania powinien spoczywać na polityce pieniężnej, a stopy procentowe powinny wzrosnąć w horyzoncie kilku kwartałów o przynajmniej 100 pb (z 1,5% do 2,5%) aby utrzymać stopy realne w pobliżu zera. Na razie jednak perspektywa jakichkolwiek podwyżek jest odrzucana przez większość członków RPP, którzy wydają się traktować strategię celu inflacyjnego bardzo dosłownie i zapominając o opóźnieniu jakie istnieje między zmianami stóp procentowych a reakcją inflacji. Naszym zdaniem oznacza to, że do pierwszych podwyżek stóp procentowych dojdzie dopiero w II połowie 2018 roku. Jednak późne rozpoczęcie cyklu oznacza również, że gdy RPP zrobi już pierwszy krok, będzie zmuszona do relatywnie szybkich podwyżek, najprawdopodobniej w większej skali niż obecnie wycenia rynek FRA.

Wykres 21. Resort finansów zrealizował już ok. 85-90% potrzeb pożyczkowych na rok 2017 i zaczął prefinansowanie na 2018



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 23. Rentowności obligacji nieznacznie wzrosły w ciągu miesiąca podążając za rynkami bazowymi



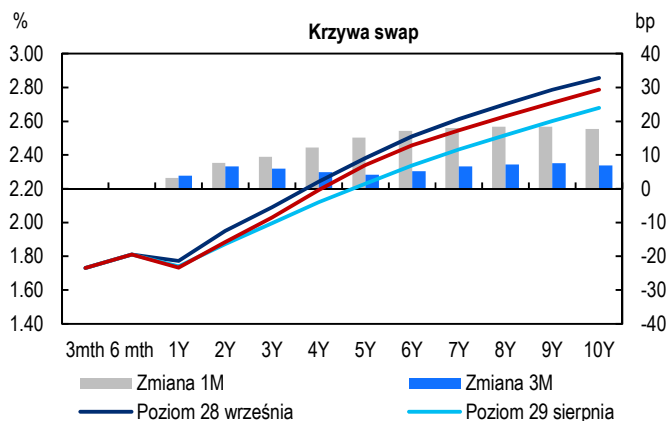
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Potrzeby pożyczkowe w 2018 r. będą dużo wyższe



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 24. Niewielkie wzrosty także w przypadku stóp swap



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016					2017							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7.5	3.2	-1.3	3.2	2.2	9.0	1.1	11.1	-0.6	9.1	4.5	6.3	8.8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	3.4	10.4	-2.5	1.8	-4.5	-1.9	-1.0	17.6	-13.3	5.5	2.7	-8.5	5.9
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	9.5	4.1	-0.4	4.1	3.5	10.2	1.4	12.7	-0.8	9.6	5.0	6.9	8.6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-20.5	-15.3	-20.1	-12.8	-8.0	2.1	-5.3	17.2	4.4	8.5	11.6	19.8	23.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	5.6	4.8	3.7	6.6	6.4	11.4	7.3	9.7	12.1	8.4	6.0	7.1	7.6
Stopa bezrobocia (%)	8.5	8.3	8.2	8.2	8.3	8.6	8.5	8.1	7.7	7.4	7.1	7.1	7.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1	4.5	4.6	4.5	4.6	4.5	4.3	4.5	4.6
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.8	1.7	2.2	2.0	2.0	1.9	1.5	1.7	1.8
Inflacja (% m/m)	-0.2	0.0	0.5	0.1	0.7	0.4	0.3	-0.1	0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0.1	0.2	0.6	1.8	3.2	4.0	4.5	4.7	4.3	2.5	1.8	2.2	3.0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.4	0.3	0.5	1.2	1.2	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.4	0.3	0.4
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.7	3.9	3.6	4.0	2.7	4.3	4.0	5.2	4.1	5.4	6.0	4.9	6.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-729	-858	172	99	-219	2,342	-599	-529	-160	-298	-932	-878	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.5	-0.5	-0.6	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-387	5	-89	297	-114	290	-247	142	211	-277	-227	-547	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13911	15564	15592	16111	14392	15041	15307	17831	15283	16501	16627	14939	-
Eksport (% r/r)	9.3	3.1	-0.6	5.7	5.1	14.3	5.7	15.1	1.4	16.2	8.7	10.7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14298	15559	15681	15814	14506	14751	15554	17689	15072	16778	16854	15486	-
Import (% r/r)	10.7	3.5	3.6	6.3	7.1	16.0	8.9	16.8	3.3	21.4	15.0	12.5	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10.0	9.7	8.7	9.7	9.5	8.5	8.2	7.8	6.7	6.3	5.0	5.0	5.5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.0	9.3	9.2	10.0	9.1	8.0	8.1	7.7	7.1	6.2	5.3	4.8	5.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.7	8.3	6.8	7.3	7.9	8.0	6.5	6.9	3.1	3.9	1.3	2.7	3.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4.5	4.8	4.6	5.3	5.1	4.2	4.3	4.4	3.3	3.4	3.1	2.9	3.0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.1	5.1	5.0	5.6	5.6	2.1	3.8	5.2	5.3	5.3	6.1	5.9	6.6
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)	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.49	1.57	1.58	1.55	1.46	1.71	1.68	1.59	1.56	1.57	1.61	1.56	1.41
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.64	1.77	1.81	1.96	2.04	2.19	2.22	2.00	1.99	1.92	1.91	1.84	1.72
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.15	2.35	2.51	2.87	2.89	3.17	3.13	2.92	2.90	2.66	2.65	2.73	2.62
EUR/PLN (koniec okresu)	4.36	4.29	4.31	4.45	4.40	4.32	4.31	4.23	4.23	4.18	4.23	4.25	4.25
USD/PLN (koniec okresu)	3.91	3.82	3.92	4.20	4.18	4.00	4.07	3.97	3.88	3.72	3.70	3.59	3.57
EUR/USD (koniec okresu)	1.12	1.12	1.10	1.06	1.05	1.08	1.06	1.06	1.09	1.12	1.14	1.18	1.19
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	14.9	20.6	24.6	27.6	46.2	-6.8	-0.9	2.3	0.9	0.2	-5.9	-2.4	-4.9
Def. budżetowy kum. (% planu)	27.3%	37.7%	45.0%	50.4%	84.4%	-11.4%	-1.4%	3.9%	1.5%	0.3%	-8.9%	-3.6%	-7.4%

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	469	536	621
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,078
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	13,995	16,242
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	1,6	3,3	3,8	2,7	4,0	3,5
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	2,8	7,8
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	4,0	3,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,6	3,6
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	6,0	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	7,7	6,3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,6	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,4
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,3	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	2,00
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	3,40	4,20
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,43	3,32
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,66	3,35
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,22	4,13
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,24	4,15
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,0	-4,9	-8,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,2	-0,9	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,1	-1,5	-4,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	203,8	211,6
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	205,2	216,0
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	-17,1	-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	-2,2	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,6

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	4.0	3.5	3.0	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	-0.9	-0.6	1.9	2.4	2.8	2.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.6	-0.2	-0.9	-1.3	-1.4	-1.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	2.00	2.50	2.25
USD/PLN (Koniec okresu)	3.95	4.19	3.43	3.32	3.23	3.07
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.94	3.66	3.35	3.28	3.13
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.29	4.40	4.22	4.13	4.10	4.08
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.36	4.24	4.15	4.11	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 oraz nie stanowi „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.
