

CitiMonthly

Na drodze do przegrzania

- Gospodarczy bum trwa w najlepsze. Dostępne dane sugerują, że wzrost w IV kwartale przekroczył 5% dzięki kumulacji długo odkładanych inwestycji. Choć na 2018 rok zakładamy wyhamowanie wzrostu, najprawdopodobniej pozostanie on na bardzo wysokim poziomie.
- W kolejnych miesiącach można spodziewać się wyraźnego wzmocnienia żądań płacowych. Przy około 5% wzroście gospodarczym znalezienie pracowników z odpowiednimi kwalifikacjami może być poważną barierą, jednak firmy mogą coraz chętniej konkurować o pracowników podwyżkami płac. Biorąc to pod uwagę, zarówno w przypadku dynamiki PKB jak i wynagrodzeń ryzyko widzimy po stronie silniejszego wzrostu niż zakładają nasze prognozy.
- Gospodarka może być na najlepszej drodze do przegrzania. Wskazuje na to mieszanka szybkiego wzrostu popytu krajowego, barier podażowych, ożywienia w strefie euro oraz akomodacyjnej polityki gospodarczej. Nie dostrzegamy sygnałów, które zapowiadałyby zacieśnienie fiskalne lub monetarne w horyzoncie najbliższych dwunastu miesięcy.
- Oczekujemy dalszego wzrostu inflacji bazowej, choć wskaźnik CPI prawdopodobnie wyhamuje. Przyczyniać się do tego będzie odwrócenie wzrostów cen niektórych kategorii żywnościowych oraz możliwy spadek cen ropy naftowej.
- W RPP nawet dotychczasowi zwolennicy podwyżek stóp procentowych opowiadają się obecnie za pozostawieniem stóp bez zmian do końca bieżącego roku. Niektórzy członkowie RPP otwarcie przyznają, że dopiero zbliżenie się inflacji do górnej granicy przedziału celu inflacyjnego (a więc do 3,5%) mogłoby być sygnałem do podwyżek. Biorąc to pod uwagę nie spodziewamy się zacieśnienia monetarnego w 2018 roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

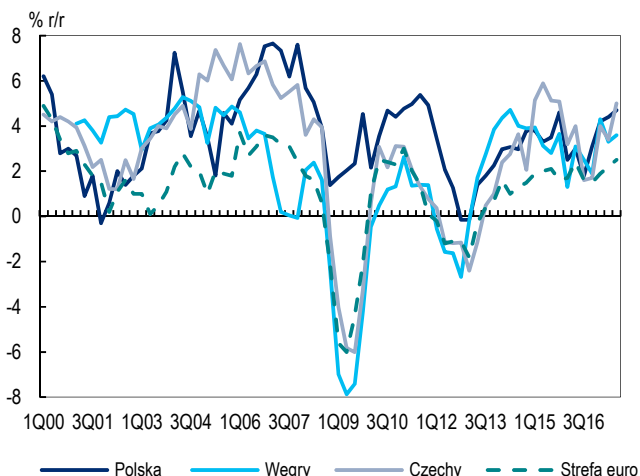
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

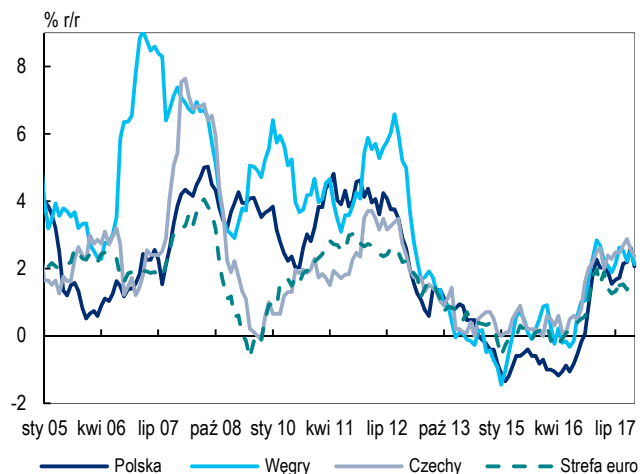
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



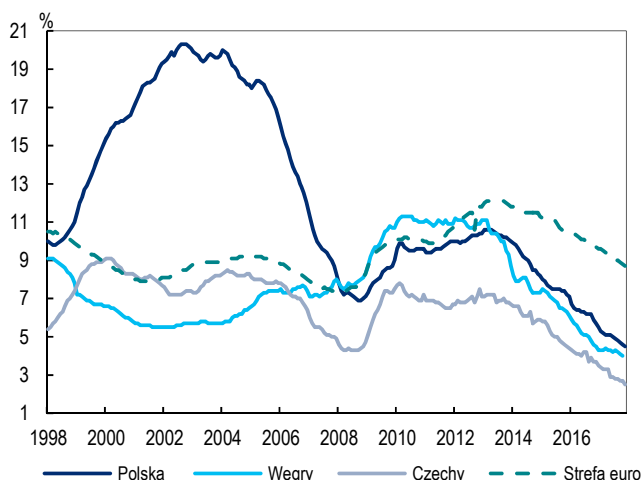
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



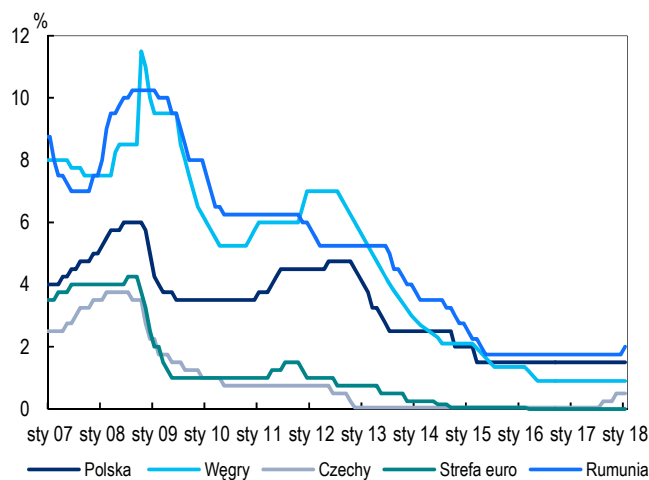
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



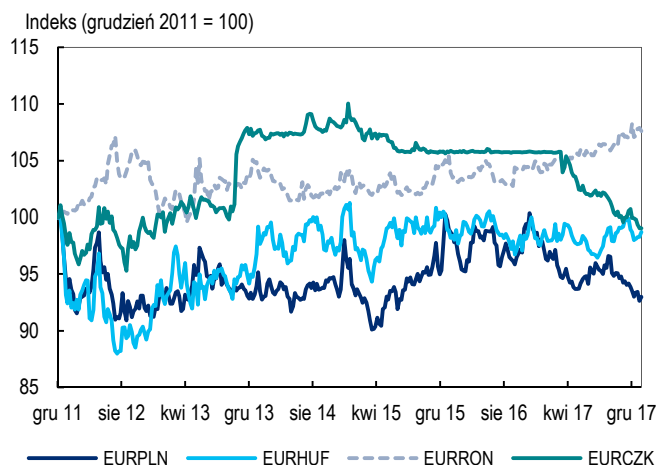
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



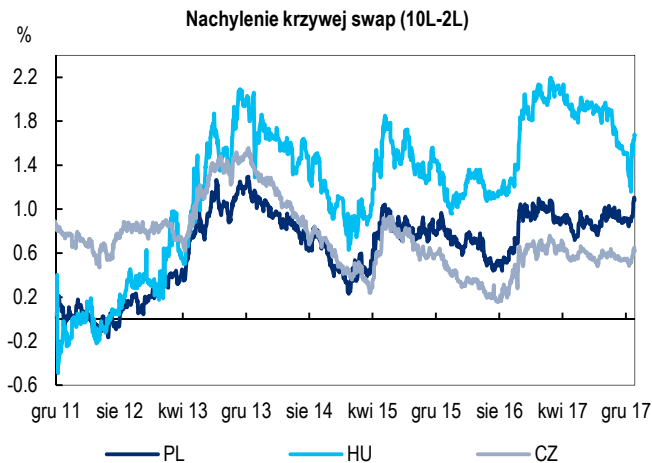
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

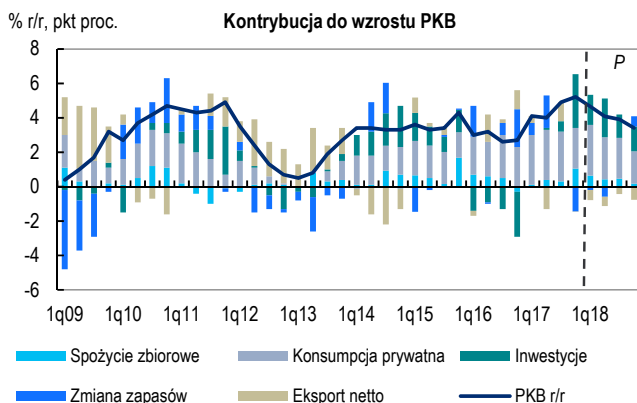
Wzrost powyżej 5%

- Wzrost gospodarczy przekroczył granicę 5% dzięki długo oczekiwanemu odbiciu inwestycji.
- Presja na wzrost płac oraz cen będzie się zwiększać, ale spadki cen ropy naftowej mogą ją maskować.
- Rynki finansowe zaczęły dyskontować większe prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych, ale RPP może chłodzić te nadzieje.

Gospodarka rozgrzana do czerwoności

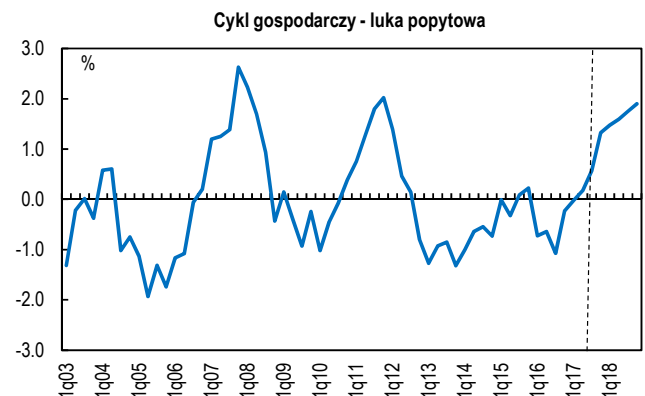
Po styczniu wiemy już, że czwarty kwartał w polskiej gospodarce był znacznie lepszy niż się spodziewaliśmy. Wzrost PKB w całym 2017 roku wyniósł 4,6% r/r, a więc był o 0,2 pp wyższy od prognoz. Co prawda na pierwszy rzut oka taka niespodzianka wydaje się niewielka, ale 0,2 punktu procentowego dodatkowego wzrostu w całym roku oznacza, że w IV kw. wzrost był o ponad pół punktu wyższy od wcześniejszych przewidywań. Szacujemy, że wzrost w czwartym kwartale ukształtował się w przedziale 5,1-5,4% (nasza punktowa „prognoza” to 5,2%). Innymi słowy, wbrew naszym oraz rynkowym oczekiwaniom najwyższe tempo wzrostu w tym cyklu najprawdopodobniej zostało osiągnięte nie w III lecz w IV kwartale.

Wykres 7. Wzrost przekroczył 5% i choć oczekujemy jego wyhamowania w 2018 roku, pozostanie on na wciąż wysokim poziomie



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 8. Luka popytowa szybko się rozszerza, zapowiadając wzrost presji cenowej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS oraz filtru HP

Spoglądając na dokładniejsze rozbieżności danych za 2017 rok, uwagę przykuwa bardzo dynamiczny wzrost inwestycji. Wzrosły one w całym roku o 5,4% r/r, co wskazywałoby na dwucyfrowe tempo wzrostu w samym IV kwartale (prawdopodobnie o około 11% r/r). Jeżeli nasze szacunki zostaną potwierdzone w rzeczywistych danych, oznaczać to będzie istotne przyspieszenie inwestycji pod koniec roku, po długim okresie rozczarowujących wyników. Oprócz znacznego i w pełni oczekiwanego odbicia w inwestycjach infrastrukturalnych samorządów, ostatni kwartał

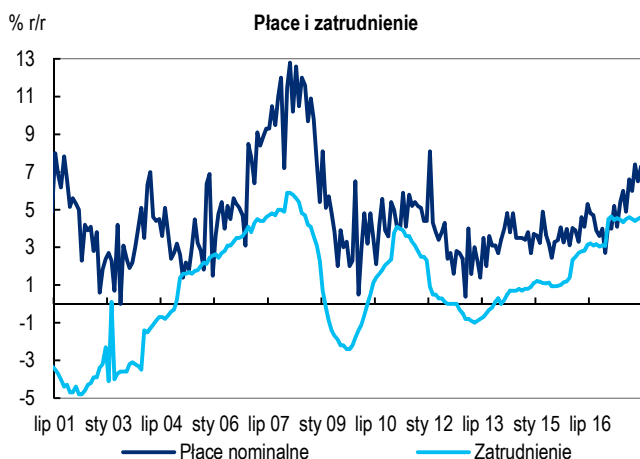
zapewne przyniósł również oznaki ożywienia w inwestycjach prywatnych. Co prawda GUS nie opublikował rozbięcia danych na inwestycje publiczne i prywatne, jednak na uwagę zasługuje fakt, że bardziej dynamicznemu wzrostowi wszystkich inwestycji towarzyszyło spowolnienie wartości dodanej w budownictwie. Może to sugerować, że inwestycje w większym stopniu niż dotychczas były napędzane przez inwestycje w maszyny i narzędzia, a więc kategorię, gdzie dominuje sektor prywatny.

Ponieważ GUS nie opublikował jeszcze kwartalnych danych, trudno na tym etapie w pełni ocenić wnioski płynące z silnego wzrostu pod koniec 2017 roku. Ostrożnie zakładamy, że wzrost w 2018 roku może wynieść – tak jak dotychczas szacowaliśmy – około 4%, choć rozkład wzrostu na poszczególne kwartały będzie wyglądał inaczej niż dotychczas zakładaliśmy. Pierwszy kwartał może bowiem przynieść wzrost w pobliżu 5%, po czym odnotowane zostanie spowolnienie, częściowo pod wpływem wysokiej „bazy” z II połowy 2017 r. Jeżeli na tym etapie można coś powiedzieć o bilansie ryzyk, to chyba tylko to, że jest on przechylony w stronę jeszcze wyższych dynamik PKB, a spowolnienie w II połowie 2018 roku może być mniej „strome” niż wskazują powyższe szacunki.

W końcu poważne podstawy do wzrostu inflacji bazowej

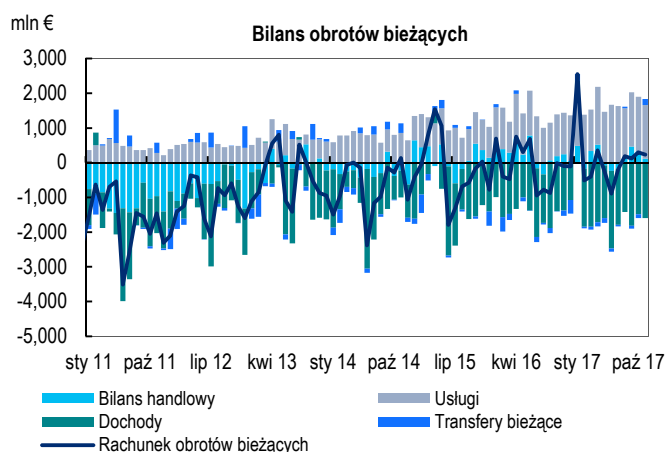
Skoro wzrost przekroczył 5% w IV kwartale i w krótkim okresie pozostanie na bardzo wysokim poziomie, jest to chyba dobry moment aby zacząć mówić o możliwości przegrzania się gospodarki. Dotychczas wysoka dynamika PKB miała niewielki wpływ na inflację i jeszcze mniejszy wpływ na rachunek obrotów bieżących. Niemniej ponieważ tempo wzrostu gospodarczego przez dwa lata powinno pozostać znacznie powyżej potencjału gospodarczego (PKB w latach 2017-2018 ma szansę rosnać średniorocznie o ponad 1 punkt szybciej niż potencjał), pozytywna luka popytowa powinna się znacznie rozszerzyć. W przypadku tak szybkiego wzrostu gospodarczego, ryzyko nieliniowego dostosowania płac lub cen do nowej rzeczywistości rośnie. Choć dotychczas inflacja CPI oraz inflacja bazowa pozostawały pod kontrolą, obecnie otoczenie popytowe wyraźnie się zmienia.

Wykres 9. Płace nominalne wciąż rosną wolniej niż w okresie 2006-2007, ale trend na razie nie wyhamowuje



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Dotychczas wysoka dynamika PKB miała niewielki wpływ na rachunek obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy

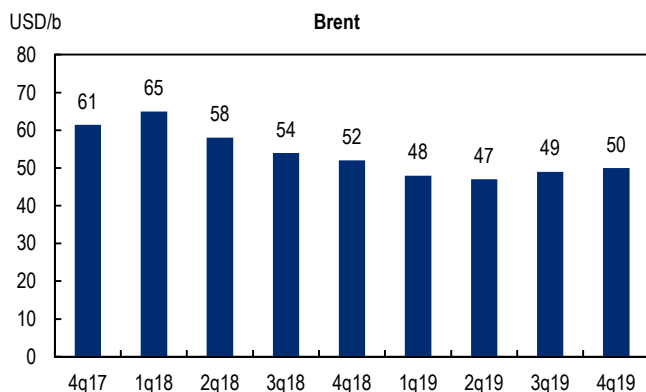
Utrzymująca się bardzo dobra sytuacja na rynku pracy przyczynia się do coraz szybszych podwyżek płac. W grudniu wzrost wynagrodzeń w ujęciu rocznym po raz kolejny przekroczył 7%. Po słabszym wyniku za listopad, który był zaburzony przez przesunięcie wypłat premii w górnictwie w grudniu płace wzrosły o 7,3%. Szczegółowe rozbięcie pokazuje, że materializacja presji płacowej następuje w wielu sektorach, a w niektórych wzrost był zbliżony lub nawet wyższy niż 10%. To z kolei sugeruje, że jest to trwały trend, a nie przyspieszenie wywołane przez jednorazowe wydarzenia. Spodziewamy się dalszego narastania presji płacowej ze względu na kilka czynników: po pierwsze wysoki wzrost gospodarczy, po drugie niekorzystne tendencje demograficzne i po trzecie rosnące oczekiwania inflacyjne.

Inflacja bazowa pozostaje stosunkowo niska, ale naszym zdaniem będzie stopniowo rosła w 2018 r. i powinna przekroczyć 2% w drugiej połowie roku. Za wzrostem inflacji bazowej przemawia zarówno silny popyt krajowy, jak i rosnące koszty pracy, a także fakt, że inflacja zaczęła rosnąć również na świecie. Chociaż spodziewamy się istotnego wzrostu inflacji bazowej, naszym zdaniem ścieżka inflacji CPI będzie zdecydowanie bardziej płaska. Po pierwsze przyczyniać się do tego będzie odwrócenie wcześniejszych bardzo wyraźnych podwyżek cen żywności (w tym przede wszystkim jaj oraz masła) i związany z tym efekt wysokiej statystycznej bazy. Oprócz cen żywności do obniżenia inflacji może przyczyniać się spadek dynamiki cen paliw.

Trend wzrostowy cen paliw nie taki trwały?

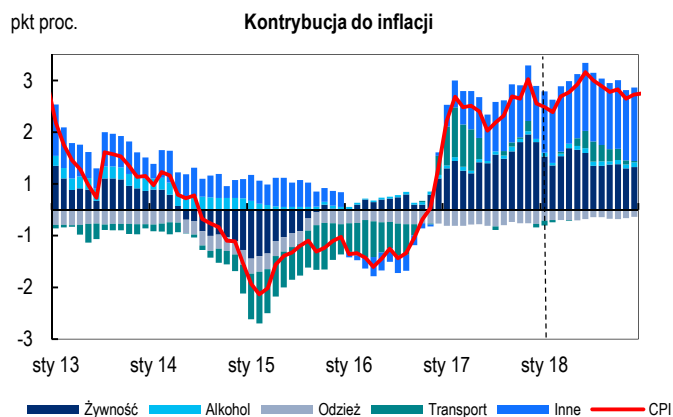
Przez ostatnie miesiące cena ropy naftowej systematycznie rosła i przejściowo przekroczyła nawet poziom 70 dolarów za baryłkę gatunku Brent, wobec 45 dolarów w połowie minionego roku. Trend ten doprowadził do przeszacowania oczekiwań dotyczących poziomu cen, rozbudzając nadzieje na dalsze wzrosty. Tradycyjnie w takich sytuacjach docelowy poziom dla cen ropy jest przesuwany w miarę jak rzeczywiste ceny osiągają coraz wyższe poziomy. W komentarzach i wypowiedziach uczestników rynku sporadycznie pojawia się już nawet 100 dolarów jako potencjalny docelowy poziom.

Wykres 11. Spodziewamy się spadku cen ropy naftowej w kolejnych kwartałach 2018 roku...



Źródło: Bloomberg, prognozy Citi Research

Wykres 12. ... co powinno obniżyć ścieżkę CPI, pomimo prawdopodobnego wzrostu presji na inflację bazową



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Zwolennicy powyższego optymistycznego scenariusza wskazują na coraz szybciej rosnący popyt na ropę naftową, przy jednocześnie ograniczonej i niewystarczającej podaży. Głównym czynnikiem stojącym za niewielką podażą ma być porozumienie krajów OPEC oraz Rosji oraz niewielkie nakłady inwestycyjne na rozbudowę mocy produkcyjnych. Nakłady spadły bowiem w 2017 roku do 495 mld dolarów, wobec 915 mld w 2014 r. W takim przypadku nadwyżka popytu nad podażą w końcu powinna ostatecznie doprowadzić do wzrostu cen ropy naftowej i paliw. Tym bardziej, że przy wyższym wzroście gospodarczym popyt na ropę ma szansę rosnąć szybciej niż zakłada OPEC lub Międzynarodowa Agencja Energii.

Naszym zdaniem optymizm dotyczący dalszego wzrostu cen ropy naftowej może być przesadzony. Pogląd ten wydaje się bowiem pomijając pozytywny wpływ, jaki wyższe ceny mają na produkcję ropy naftowej. W ostatnich latach łatwo było się przekonać, że cykl na rynku ropy naftowej uległ skróceniu i wzrosty cen szybciej doprowadzają do uruchomienia nowych odwiertów, zalewając rynek podażą surowca. Trudno znaleźć przekonujący argument, czemu nagle ten mechanizm miałby zniknąć. Naszym zdaniem w obecnych warunkach cenowych można przypuszczać, że produkcja w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Brazylii oraz krajach spoza OPEC będzie się zwiększać szybciej niż zakładają dotychczasowe szacunki. Analitycy Citi zajmujący się rynkiem surowców spodziewają się z tego tytułu dodatkowej podaży ropy w wysokości 1,8 mln baryłek dziennie.

Jeżeli założenie o zwiększonej produkcji ropy naftowej jest słuszne, trend wzrostowy cen będzie trudny do podtrzymania. W powyższym scenariuszu zakładamy, że ceny ropy naftowej pozostaną na podwyższonym poziomie w pierwszych miesiącach roku, jednak od II kwartału oczekujemy ich wyraźniejszego spadku. Oprócz ustąpienia okresu niskich temperatur, do ograniczenia popytu powinien przyczyniać się większa niż zazwyczaj liczba remontów w rafineriach, a także oczekiwany wzrost liczby nowych wiertni w Stanach Zjednoczonych. Biorąc to pod uwagę w naszych prognozach zakładamy, że do końca roku cena baryłki Brent może spaść do około 52 dolarów, wobec 68 dolarów obecnie.

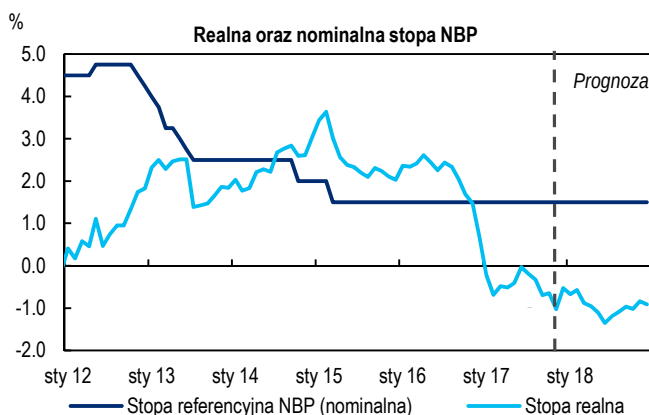
Scenariusz spadku cen ropy naftowej oznacza również możliwość spadku cen paliw w kolejnych miesiącach roku. Z punktu widzenia inflacji może to być bardzo istotne, szczególnie, że podwyżki cen paliw (obok cen żywności) były jednym z czynników proinflacyjnych pod koniec ubiegłego roku. Spadek cen ropy o 10% może odjąć z inflacji około 0,2-0,3 punktu procentowego, przy założeniu stabilnego kursu złotego wobec dolara. Oznacza to, że pomimo spodziewanego narastania żądań płacowych i wzrostu inflacji bazowej, wskaźnik CPI – a więc ten, który pozostaje w centrum uwagi banku centralnego – może ponownie spaść pod koniec roku sprowadzając inflację poniżej celu RPP. Gdyby ceny paliw nie spadły, wskaźnik CPI mógłby pozostać w pobliżu 3,0% w drugiej połowie roku.

Stopy procentowe bez zmian

Choć aktywność gospodarcza i inflacja w IV kwartale były wyższe od tego co zakładał bank centralny, to nie oczekujemy istotnych zmian w gołębiej retoryce NBP w najbliższym czasie. W rzeczywistości w powyższej sytuacji członkowie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) stali się nawet jeszcze bardziej gołębi niż dotychczas. Przed kilkoma miesiącami przynajmniej czworo spośród dziesięciu członków RPP argumentowało, że

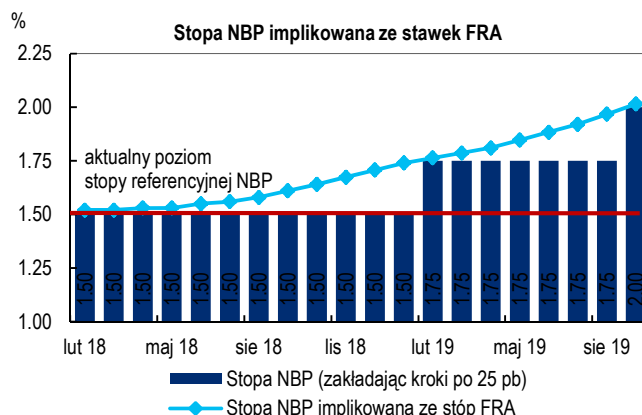
w 2018 r. mogą być potrzebne podwyżki stóp procentowych. Tymczasem w ostatnich komentarzach nawet Ci bardziej jastrzębi członkowie wypowiadali się w sposób, który sugerował, że nie są skłonni do zacieśniania polityki pieniężnej w tym roku. Co więcej, w najnowszych komentarzach członkowie Rady nie wydają się zaniepokojeni inflacją przekraczającą cel inflacyjny 2,5%. W przeciwieństwie do przeszłości, nie widać również zaniepokojenia faktem utrzymywania się realnych stóp procentowych poniżej zera.

Wykres 13. Przy braku podwyżek stóp w 2018 r. stopy realne pozostaną poniżej zera dłużej niż oczekiwaliśmy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. Oczekujemy obecnie 2-3 podwyżek stóp w 2019 r. tylko nieznacznie więcej niż rynek

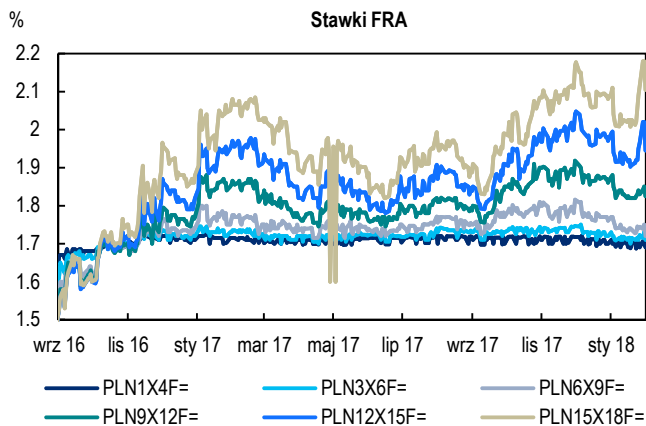


Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Na podstawie najnowszych wypowiedzi można przypuszczać, że członkowie RPP byłoby gotowi na podwyżki dopiero gdy inflacja wzrośnie w pobliże lub nawet powyżej górnej granicy celu inflacyjnego (tzn. w pobliże 3,5%). To oznacza, że *de facto* poziom 3,5% staje się nowym nieoficjalnym celem i decyzje polityki pieniężnej mogą być dostosowane do tej rzeczywistości. Innymi słowy, w przeciwieństwie do wcześniejszych oczekiwań, obecnie wydaje się prawdopodobne że RPP może być gotowa zaakceptować dłuższy okres utrzymywania się inflacji powyżej celu 2,5% bez podejmowania działań w postaci podwyżek stóp. Biorąc to pod uwagę sądzimy, że okres stabilnych stóp procentowych będzie wydłużony na cały 2018 r., a pierwsze podwyżki mogą nastąpić w 2019 r., gdy perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej przez EBC będzie bardzo bliska.

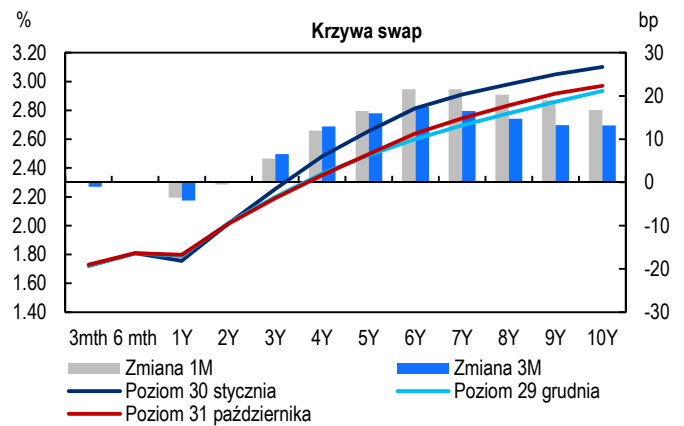
Naszym zdaniem skala wzrostu stóp na rynku swap była w ostatnim czasie przesadzona, prawdopodobnie ponieważ inwestorzy błędnie zinterpretowali jedną z depeszy relacjonującą słowa prezesa NBP. W ostatnich dniach stycznia stopy swap wyraźnie wzrosły w reakcji na anglojęzyczną depeszę PAP, która sugerowała, że prezes Glapiński jest zdecydowany podnosić stopy procentowe w połowie 2019 r. Naszym zdaniem niefortunne tłumaczenie wypowiedzi na język angielski sprawiło, że najprawdopodobniej wydzwięk depeszy był bardziej „jastrzębi” niż opinie wygłaszane przez prezesa A. Glapińskiego przy innych okazjach. Tym samym spodziewamy się, że na najbliższym posiedzeniu prezes NBP powtórzy gołębi przekaz, co powinno sprzyjać spadkowi stóp swap.

Wykres 15. Rynek zareagował na anglojęzyczna depeszę PAP sugerującą, że prezes NBP chce podnosić stopy w 2019 r.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

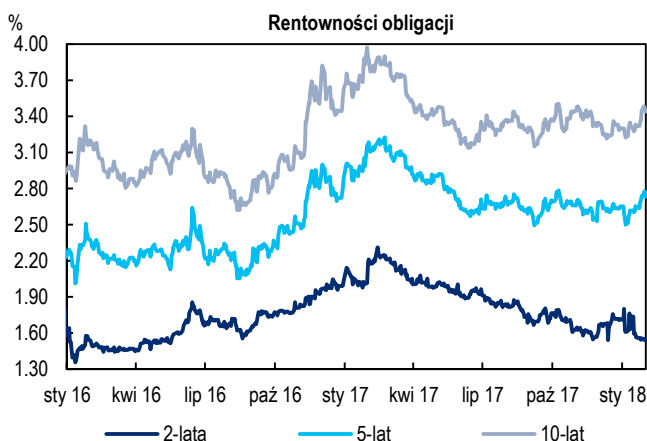
Wykres 16. W rezultacie doszło do wystromienia krzywej swap, gdyż stopy długoterminowe wzrosły bardziej



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

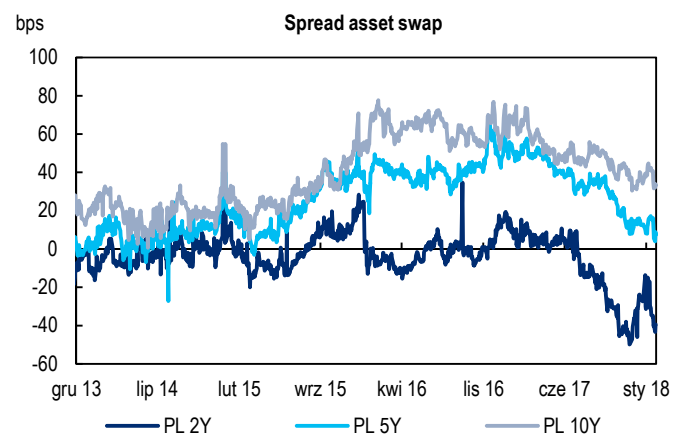
W dłuższym terminie sądzimy, że jest przestrzeń do dalszego wzrostu stóp rynkowych na całej krzywej. Rynek obligacji skarbowych będzie kształtowany przez dwie przeciwstawne siły – perspektywę niskich stóp procentowych przez dłuższy czas i prawdopodobny wzrost emisji obligacji. Niski poziom stóp procentowych będzie wspierał rynek długu, w tym w szczególności krótki koniec krzywej, pomimo bardzo mocnego wzrostu i oznak zacieśniającej się sytuacji na rynku pracy. Z drugiej strony nasze szacunki wskazują na wyraźny wzrost potrzeb pożyczkowych w 2018 r. po bardzo niskiej i dużo mniejszej od wcześniejszych prognoz emisji w 2017 r. To efekt tego, że budżet centralny tym razem nie może liczyć na rekordowo wysoki zysk z NBP, podczas gdy dodatkowa poprawa ściągalności podatków może okazać się mniejsza niż w poprzednich dwunastu miesiącach. Biorąc to pod uwagę sądzimy, że rentowności długoterminowych obligacji mogą rosnąć w 2018 r., jednak - ze względu na późniejsze niż dotychczas zakładaliśmy podwyżki stóp przez RPP - ich wzrost może być niższy w porównaniu do naszych wcześniejszych założeń.

Wykres 17. Rentowności obligacji mogą wzrosnąć w tym roku, ale wolniej niż zakładaliśmy kilka miesięcy temu



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Potencjał do dalszego spadku spreadów asset swap jest naszym zdaniem ograniczony przy wzroście podaży długu w 2018 r.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Rynek walutowy

Pomimo zmiany scenariusza na stopy procentowe wciąż uważamy, że sytuacja gospodarcza będzie sprzyjać umocnieniu złotego w kolejnych miesiącach. Choć możliwe są oczywiście przejściowe korekty, to w horyzoncie 12 miesięcy oczekujemy umocnienia złotego do ok. 4,1 na koniec roku i 4,05 w ciągu 2 lat. Ostatnio wygłaszane opinie na temat wpływu złotego na polską gospodarkę ze strony przedstawicieli rządu oraz RPP są podzielone. W ostatnich dniach wsparciem dla złotego mogły być wypowiedzi premiera Morawieckiego, który w wywiadzie dla Bloomberg TV stwierdził, że powolne umacnianie polskiej waluty nie powinno być szkodliwe dla eksporterów. Z drugiej strony członek RPP J. Żyżyński sugerował, że choć złoty ma dużą przestrzeń do umocnienia, to słabszy złoty byłby korzystniejszy. Z kolei inny członek Rady E. Łon powiedział, że dopuszcza nawet, że dotychczasowe umocnienie złotego ma już pewne niepokojące skutki i jeśli będzie kontynuowane może być powodem do obniżki stóp. Choć obniżka stóp procentowych wydaje nam się nieprawdopodobna, takie wypowiedzi mogą hamować umocnienie złotego. Jednocześnie aprecjacja złotego stanowi formę zacieśniania polityki pieniężnej więc może przyczyniać się do odkładania w czasie podwyżki stóp przez Radę. Naszym zdaniem wysoki wzrost PKB oraz równowaga w bilansie obrotów bieżących (najlepszy wynik od początku lat 90-ych) będą sprzyjać krajowej walucie i będą ograniczać jej zmienność. Chociaż spodziewamy się wzrostu deficytu obrotów bieżących w tym roku, wpływ tych zmian na rynek walutowy powinien jednak być równoważony przez napływ środków unijnych. Ponadto wsparciem dla złotego jest także rewizja naszych prognoz dla kursu EUR/USD do 1,28 na koniec roku. W przeszłości zazwyczaj mocniejsze euro i słaby dolar były korzystne dla złotego.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016							2017					
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.2	9.0	1.1	11.1	-0.6	9.1	4.5	6.2	8.8	4.3	12.3	9.0	2.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-4.5	-1.9	-1.0	17.6	-13.3	5.5	2.7	-8.5	5.9	6.0	5.0	-1.2	-10.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3.5	10.2	1.4	12.7	-0.8	9.6	5.0	6.9	8.6	5.8	14.0	10.9	3.5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-8.0	2.1	-5.3	17.2	4.4	8.5	11.6	19.8	23.5	15.5	20.3	19.7	12.8
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	6.4	11.4	7.3	9.7	12.1	8.4	6.0	7.1	7.6	8.6	8.0	10.2	6.0
Stopa bezrobocia (%)	8.3	8.6	8.5	8.1	7.7	7.4	7.1	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.1	4.5	4.6	4.5	4.6	4.5	4.3	4.5	4.6	4.5	4.4	4.5	4.6
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0.8	1.7	2.2	2.0	2.0	1.9	1.5	1.7	1.8	2.2	2.1	2.5	2.1
Inflacja (% m/m)	0.7	0.4	0.3	-0.1	0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.4	0.5	0.5	0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3.2	4.0	4.5	4.8	4.2	2.4	1.8	2.2	3.0	3.2	3.0	1.8	0.3
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1.2	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.6	-0.4	0.3	0.4	0.5	0.3	0.0	-0.3
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	2.7	4.3	4.0	5.2	4.1	5.4	6.0	4.9	6.6	6.0	7.4	6.5	7.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-106	2,548	-514	-405	350	-264	-892	-203	189	120	297	233	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	0.2	0.2	0.3	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	48	477	-169	330	519	-83	-235	-172	162	466	321	109	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14920	15256	15368	18487	15804	16811	16571	15368	15580	17179	17927	18243	-
Eksport (% r/r)	9.0	15.1	6.4	19.7	3.2	19.2	7.2	13.3	11.5	10.0	15.5	14.8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14872	14779	15537	18157	15285	16894	16806	15540	15418	16713	17606	18134	-
Import (% r/r)	9.8	16.0	10.5	19.8	4.6	21.7	14.5	13.2	7.8	7.5	14.8	15.9	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.5	8.5	8.2	7.8	6.7	6.3	5.0	5.0	5.5	5.4	4.7	3.9	2.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.1	8.0	8.1	7.7	7.1	6.2	5.3	4.8	5.1	5.0	4.5	3.3	2.4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.9	8.0	6.5	6.9	3.1	3.9	1.3	2.7	3.3	2.7	1.6	2.5	-1.5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.1	4.2	4.3	4.4	3.3	3.4	3.1	2.9	3.0	3.3	2.8	1.7	1.7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.6	2.1	3.8	5.2	5.3	5.3	6.1	5.9	6.6	5.8	6.1	4.9	6.0
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)	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.46	1.71	1.68	1.59	1.56	1.57	1.61	1.56	1.41	1.50	1.26	1.27	1.47
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.04	2.19	2.22	2.00	1.99	1.92	1.91	1.84	1.72	1.76	1.63	1.61	1.71
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.89	3.17	3.13	2.92	2.90	2.66	2.65	2.73	2.62	2.70	2.66	2.69	2.65
EUR/PLN (koniec okresu)	4.40	4.32	4.31	4.23	4.23	4.18	4.23	4.25	4.25	4.31	4.24	4.20	4.18
USD/PLN (koniec okresu)	4.18	4.00	4.07	3.97	3.88	3.72	3.70	3.59	3.57	3.65	3.64	3.53	3.48
EUR/USD (koniec okresu)	1.05	1.08	1.06	1.06	1.09	1.12	1.14	1.18	1.19	1.18	1.16	1.19	1.20
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	46.2	-6.8	-0.9	2.3	0.9	0.2	-5.9	-2.4	-4.9	-3.8	-2.7	2.4	25.4
Def. budżetowy kum. (% planu)	84.4%	-11.4%	-1.4%	3.9%	1.5%	0.3%	-9.9%	-4.0%	-8.3%	-6.4%	-4.5%	4.1%	42.8%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	469	523	638	689
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,970	2,100	2,232
PKB per capita (USD)	12,994	13,622	14,199	12,417	12,215	13,615	16,656	17,981
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	2,9	4,6	4,0	3,3
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,4	7,0	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,2	3,7	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,0	3,1
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,4	7,7	8,8	7,2	7,3	6,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,4	8,7	5,9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,9	2,6	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,4	2,8
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,7	7,3	7,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,42	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,64	2,65
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,70	4,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,23	3,24
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,39	3,27
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,13	4,05
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,16	4,08
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	-1,5	-7,3	-7,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,3	-1,1	-1,1
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,9	-3,8	-4,1
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	225,1	265,4	288,9
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	223,3	269,3	293,0
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	18,6	22,7	23,9
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,2	-25,0	-26,0
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	103,0	111,0	120,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,9	-2,0	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,2	-0,5	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,3	49,3	48,0

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	2,9	4,6	4,0	3,3	2,8
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	2,4	2,8	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,3	-0,3	-1,1	-1,1	-1,2
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	2,25	2,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,19	3,48	3,23	3,24	3,14
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,94	3,77	3,39	3,27	3,19
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,40	4,18	4,13	4,05	4,05
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,16	4,08	4,05

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, 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 oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. 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 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.
