

CitiMonthly

Bezinflacyjny boom

- Polska gospodarka przeżywa obecnie boom gospodarczy. Wzrost PKB przekroczył granicę 5% dzięki długo oczekiwanemu odbiciu inwestycji. W 2018 r., oczekujemy spowolnienia średnio do 4%, przy wolniejszym wzroście konsumpcji, ale przy` szybszych inwestycjach, co wpłynie na dalsze narastanie luki popytowej.
- Presja na wzrost płac oraz cen będzie się zwiększać. Mimo to inflacja prawdopodobnie pozostanie pod kontrolą ze względu na niskie ceny paliw i żywności. W związku z tym sądzimy, że RPP utrzyma gołębią retorykę przynajmniej do końca roku i zdecyduje się na podwyżki stóp procentowych najwcześniej w I połowie 2019 r. z ryzykiem odłożenia takiej decyzji w czasie. W bazowym scenariuszu zakładamy 2-3 podwyżki stóp w przyszłym roku łącznie o 50-75 pb.
- Oczekujemy kontynuacji umacniania złotego w kolejnych miesiącach do 4,05 w perspektywie roku. Złoty będzie wspierany przez dobrą koniunkturę i równowagę w bilansie obrotów bieżących przy dalszym odreagowaniu napływu środków unijnych. Dodatkowym pozytywnym czynnikiem będzie oczekiwana przez nas kontynuacja umocnienia euro do dolara.
- Wciąż spodziewamy się wyższych rentowności obligacji w związku z siłą gospodarki, wyższą podażą długu i oczekiwanymi podwyżkami stóp w 2019 r., ale wzrost rentowności będzie stopniowy, hamowany przez gołębią retorykę RPP. Sądzymy, że krajowy rynek będzie w większym stopniu pod wpływem zachowania rynków bazowych.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Gospodarka w skrócie

Bezinflacyjny boom

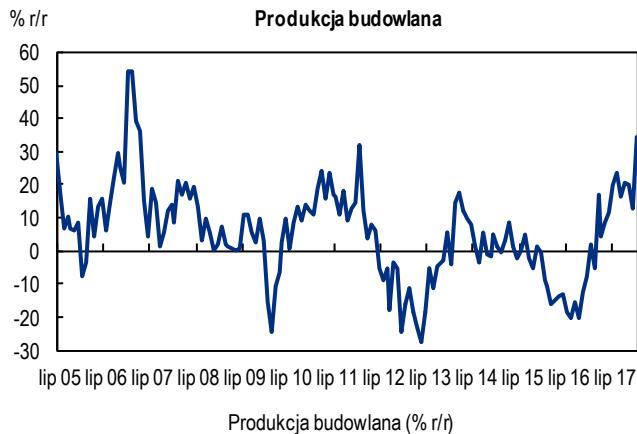
- Polska gospodarka przeżywa obecnie boom gospodarczy. Wzrost PKB przekroczył granicę 5% dzięki długo oczekiwanemu odbiciu inwestycji. W 2018 r., oczekujemy spowolnienia średnio do 4%, przy wolniejszym wzroście konsumpcji, ale przy szybszych inwestycjach, co wpłynie na dalsze narastanie luki popytowej.
- Presja na wzrost płac oraz cen będzie się zwiększać. Mimo to inflacja prawdopodobnie pozostanie pod kontrolą ze względu na niskie ceny paliw i żywności. Naszym zdaniem RPP utrzyma gołębią retorykę w kolejnych miesiącach, a podwyżek stóp spodziewamy się dopiero w I połowie 2019 r.
- Oczekujemy kontynuacji umacniania złotego w kolejnych miesiącach do 4,05 w perspektywie roku. Wciąż spodziewamy się wyższych rentowności obligacji w związku z siłą gospodarki, wyższą podażą długu i oczekiwanymi podwyżkami stóp w 2019 r., ale wzrost rentowności będzie stopniowy, a krajowy rynek będzie bardziej pod wpływem zachowania rynków bazowych.

Optymizm nie odpuszcza

Luty potwierdza, że gospodarka pozostaje na ścieżce bardzo dynamicznego wzrostu. Najnowsze dane GUS o PKB za IV kwartał pokazały wzrost o 5,1%, tj. znacznie powyżej prognoz z początku roku. Na taki wyniki według danych GUS złożyło się dalsze przyspieszenie konsumpcji prywatnej do 4,9% z 4,8% oraz wyraźne odreagowanie konsumpcji publicznej do 5,4% z 1,9% oraz inwestycji do 11,3% z 3,3% w III kw. W rezultacie popyt krajowy wzrósł w IV kw. aż o 6,1% wobec 3,9% w III kw. Najnowsze dane pokazały bowiem, że produkcja budowlana wzrosła w styczniu o 34% r/r, co sugerowałoby niezły start inwestycji, a przynajmniej inwestycji o charakterze infrastrukturalnym. Potwierdzają to również wyjątkowo wysokie napływy funduszy z Unii Europejskiej, które sięgnęły w pierwszym miesiącu roku 3,4 mld euro. Za tak silnym wynikiem produkcji budowlanej stać może relatywnie łagodna zima, która ułatwiła realizację projektów budowlanych. Biorąc to pod uwagę, dynamika produkcji budowlanej powinna wyhamować w lutym i marcu.

W przypadku produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej wzrosty w styczniu były nieco mniej imponujące (odpowiednio 8,6% oraz 7,7%), ale na tyle silne, że uzasadniają optymizm dotyczący PKB w I kwartale. Wyniki te wpisują się w trend stopniowej poprawy aktywności w przemyśle i powinny być możliwe do utrzymania w kolejnych miesiącach o ile podtrzymane zostanie wysokie tempo wzrostu w Niemczech. Niemal 3% wzrost gospodarczy największego partnera handlowego Polski oznacza, że krajowy eksport powinien rosnąć w szybkim tempie.

Wykres 1. Produkcja budowlana wzrosła w styczniu o ponad 34%



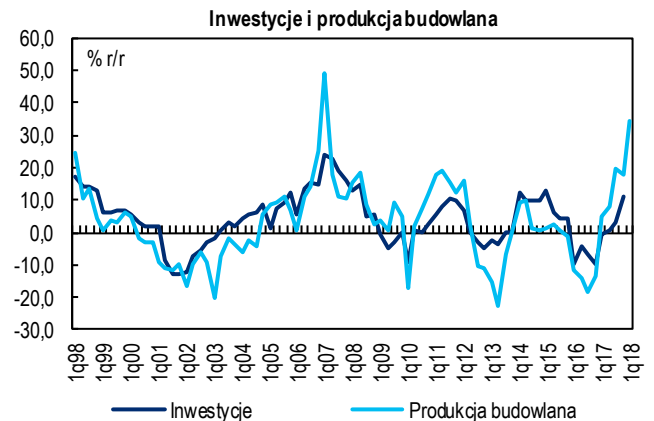
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Produkcja przemysłowa w styczniu także przekroczyła oczekiwania



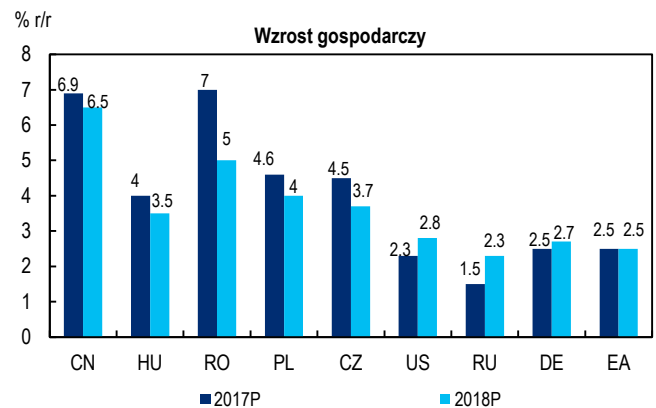
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 2. ... to sugeruje dobry wynik inwestycji także w I kw. 2018 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 4. Prognozy wzrostu PKB wybranych krajów (prognozy Citi)



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

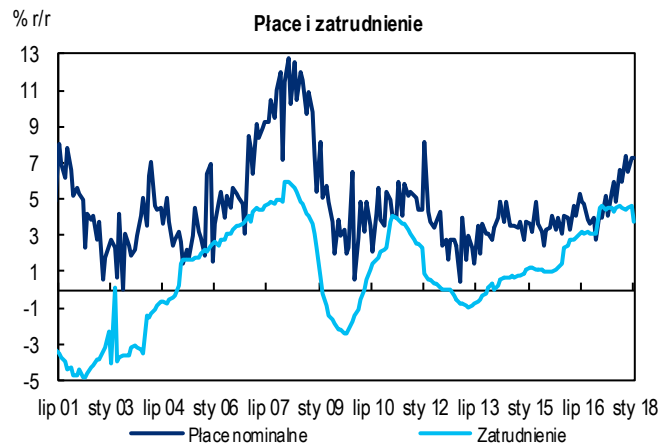
Po styczniowych informacjach o produkcji oraz po publikacji szczegółowego rozbięcia danych o PKB za IV kwartał szacujemy, że wzrost gospodarczy w całym 2018 roku może wynieść około 4,0% z asymetrycznym ryzykiem w górę. W porównaniu z 2017 rokiem spodziewamy się szybszego wzrostu inwestycji, wolniejszego wzrostu konsumpcji oraz prawdopodobnego negatywnego wkładu handlu zagranicznego (ze względu na mocniejszy import). Kolejny rok dynamiki PKB powyżej potencjału powinien zwiększyć widoczne już napięcia na rynku pracy i uwypuklić bariery, przed którymi stają polskie przedsiębiorstwa. W szczególności na znaczeniu zyskiwać będzie bariera związana z trudnościami ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników.

Wykres 5. Wykorzystanie mocy wytwórczych



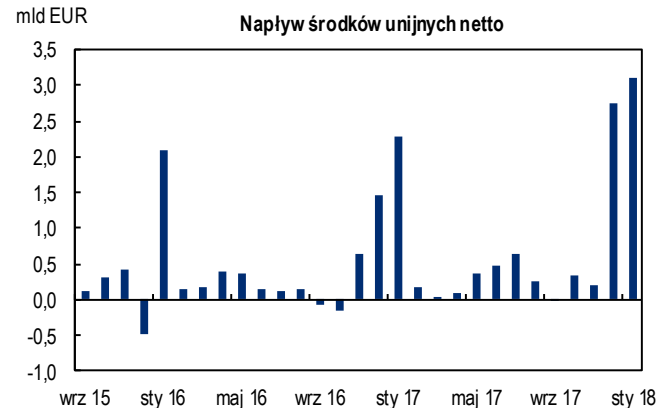
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 7. Płace nominalne wciąż rosną wolniej niż w okresie 2006-2007, ale trend na razie nie wyhamowuje



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Napływ środków UE wzrósł na początku roku



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 8. Liczba nowych bezrobotnych rekordowo niska a nowych ofert pracy rekordowo wysoka



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Rynek pracownika

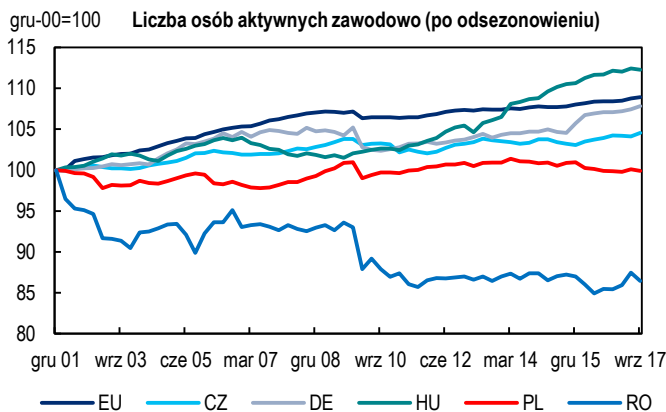
W najbliższych kwartałach najprawdopodobniej wzrost liczby pracujących w gospodarce pozostanie na relatywnie niskim poziomie (w IV kwartale wyniósł on 0,5%). Jednocześnie stopa bezrobocia powinna kontynuować swój trend spadkowy, choć w wolniejszym niż dotychczas tempie. Niezbyt wysokie tempo przyrostu liczby pracujących, notowane pomimo dynamicznego przyrostu liczby nowych ofert pracy, to zapewne oznaka problemów ze znalezieniem pracowników, przed jakimi stają przedsiębiorcy. Ostatnie dane BAEL pokazały na przykład, że spadki stopy bezrobocia w mniejszym stopniu niż dotychczas wynikały z przyrostu liczby pracujących. Paradoksalnie, gdyby nie zmniejszenie aktywności zawodowej związane z obniżeniem wieku emerytalnego pod koniec 2017 roku, spadek bezrobocia byłby jeszcze mniejszy.

Wykres 9. Stopa bezrobocia BAEŁ rekordowo niska ale spada coraz wolniej, a w IV kw. była w dużej mierze efektem spadku populacji



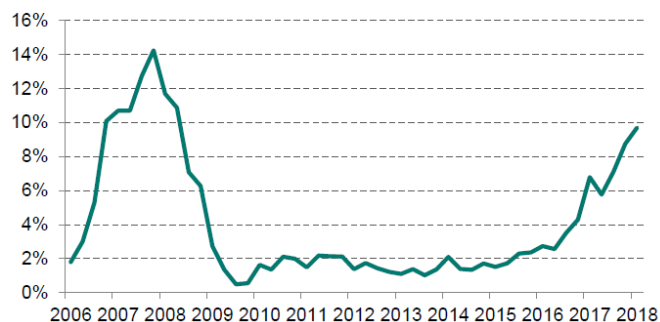
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 11. Liczba osób aktywnych zawodowo wzrosła nieznacznie w ostatnich latach



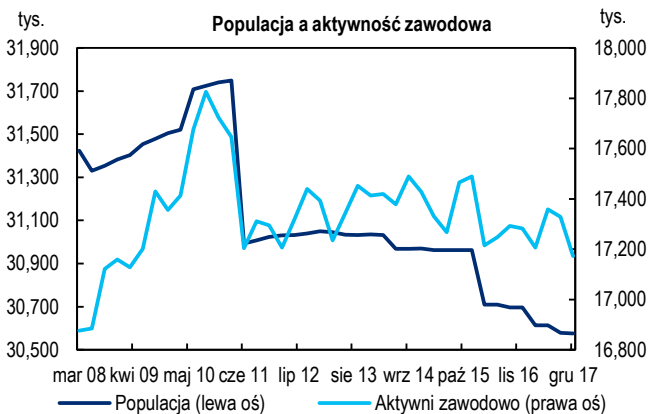
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 13. Coraz większy odsetek przedsiębiorstw zgłasza, że brak pracowników jest barierą rozwoju firmy



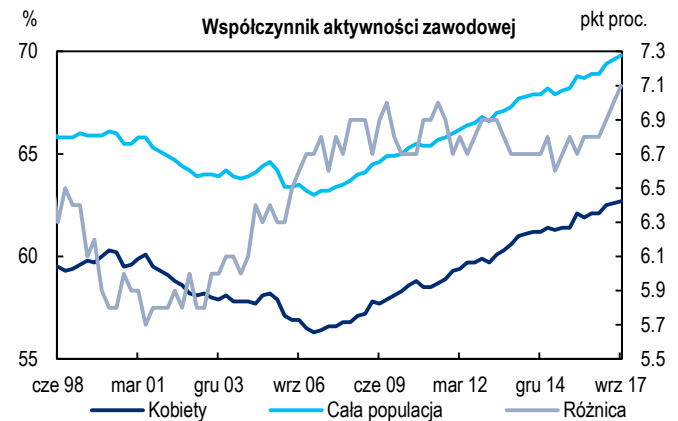
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 10. Liczba osób aktywnych zawodowo zaczyna się obniżać



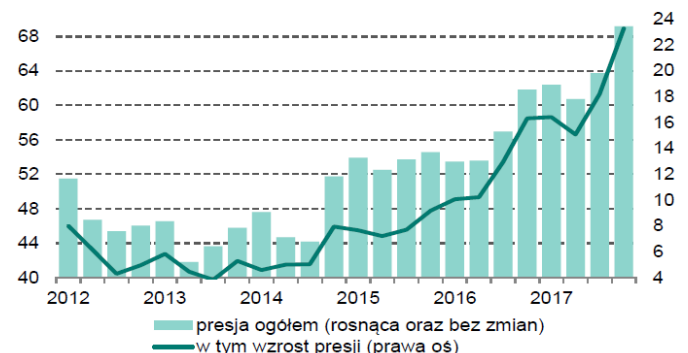
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 12. Aktywność wśród kobiet rośnie mimo 500+, ale wolniej niż wśród mężczyzn



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy, *dane odsezonowane

Wykres 14. Presja pracowników na wzrost płac wciąż narasta

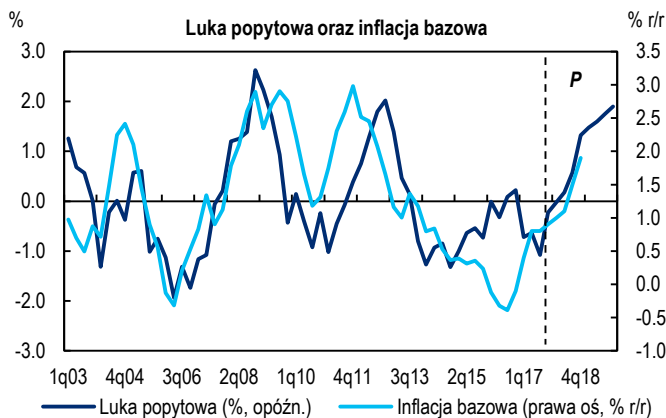


Źródło: NBP, Citi Handlowy

W obliczu coraz widoczniejszych napięć na rynku pracy, można spodziewać się, że obserwowany od 2017 roku trend wzrostowy dynamiki płac zostanie utrzymany. W styczniu wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyły się o 7,3%, wpisując się w tendencję z poprzednich miesięcy. Wciąż trudno nam dostrzec jakiegokolwiek sygnału świadczącego o zmniejszeniu presji na wzrost wynagrodzeń. Nawet przy nieco wolniejszym wzroście gospodarczym zapotrzebowanie na nowych

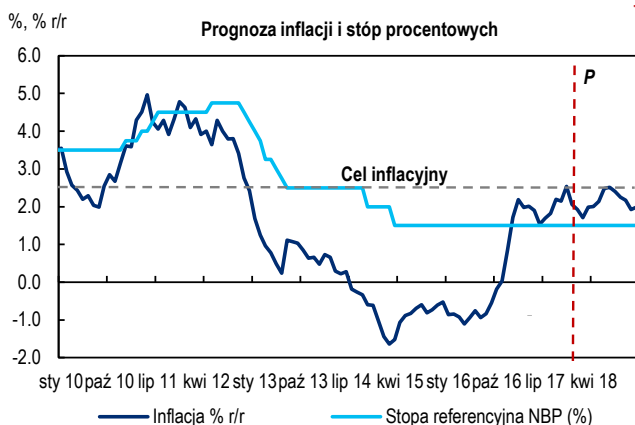
pracowników będzie wciąż rosnać w tempie, który będzie wymuszał podwyżki, szczególnie w firmach usługowych, budownictwie i handlu detalicznym. Choć jednostkowe koszty pracy zwiększają się w umiarkowanym tempie dzięki rosnącej wydajności, ten ostatni czynnik raczej nie wystarczy aby na stałe powstrzymać presję na wzrost cen. Wydajność pracy jest procykliczna i zazwyczaj jej wzrosty następują w okresach dynamicznego wzrostu gospodarczego, co nie przeszkadza jednak we wzroście inflacji.

Wykres 15. Wzrost luki popytowej prawdopodobnie doprowadzi do wyższej inflacji netto



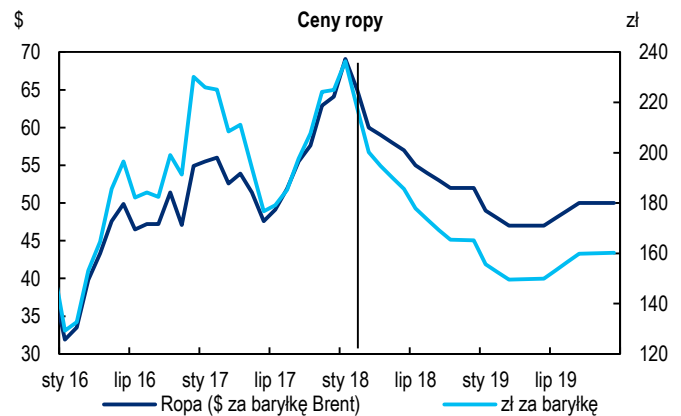
Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy

Wykres 17. Oczekujemy stabilnych stóp w 2018 r. przy inflacji poniżej 3%



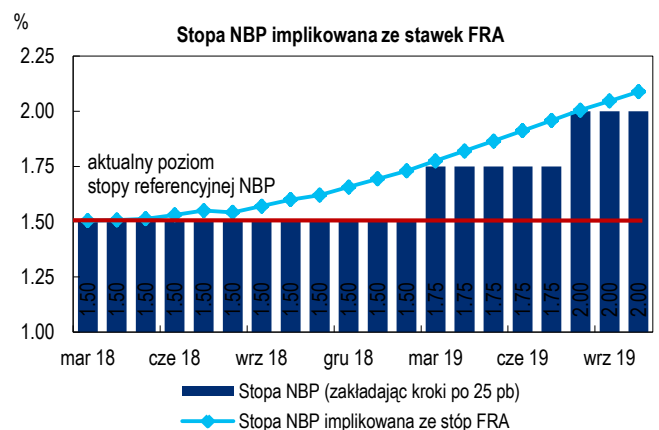
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 16. Oczekujemy spadku cen ropy



Źródło: Citi Research, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Rynek wycenia 2 podwyżki stóp w 2019 r.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Inflacja pod kontrolą

W przypadku danych inflacji nasza uwaga jest obecnie skierowana na coroczną (dokonywaną w marcu) aktualizację koszyka inflacyjnego, po której zazwyczaj następuje rewizja już opublikowanych styczniowych danych. W styczniu wskaźnik CPI wyniósł 1,9% r/r i istnieje ryzyko, że marcowa rewizja może przynieść jego niewielkie obniżenie. W przeszłości rewizje danych zazwyczaj następowały w dół, co odzwierciedla stopniową zmianę struktury konsumpcji w wyniku której gospodarstwa domowe powoli przesuwają się w kierunku coraz tańszego koszyka produktów. Niezależnie od kierunku rewizji danych spodziewamy się, że wskaźnik CPI pozostanie poniżej celu Narodowego Banku Polskiego przez większą część roku. Jak

już sygnalizowaliśmy w naszych poprzednich raportach wyraźny wzrost inflacji bazowej w najbliższych kwartałach powinien być zrekompensowany przez niższą dynamikę cen paliw i żywności, a więc przez czynniki „niebazowe”. Spodziewamy się, że w trakcie roku inflacja powinna utrzymać się przeciętnie w pobliżu, ale jednak poniżej celu NBP ustalonego na poziomie 2,5% r/r.

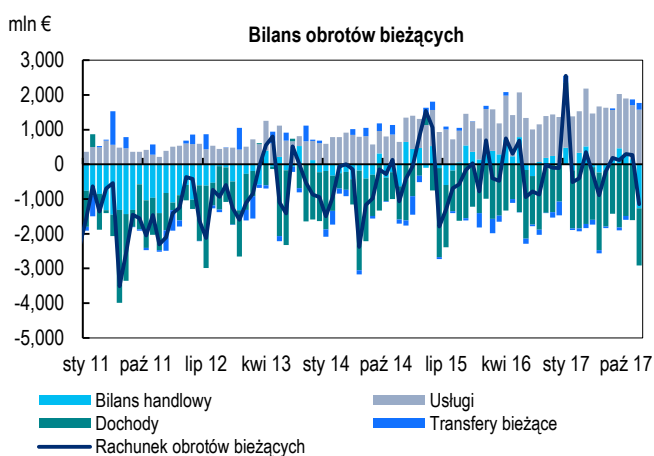
Rada Polityki Pieniężnej pozostaje gołębia. W tym na szczególną uwagę zwracają ostatnio komentarze członków RPP, którzy jeszcze kilka miesięcy temu sugerowali, że dostrzegają możliwość podwyżek stóp procentowych w tym roku. Obecnie, choć nie wykluczają oni takiego scenariusza sugerują, że jest on mniej prawdopodobny niż wcześniej mimo szybszego wzrostu PKB i wysokiego wzrostu płac. Szczególnie interesujący w tym kontekście był wywiad z K. Zubelewiczem, który wcześniej był zwolennikiem wyprzedzającej podwyżki stóp w celu uniknięcia nadrobienia zbyt późnej decyzji, a obecnie sygnalizuje, że w RPP może nie być większości do podwyżki stóp w 2018 i 2019 r. nawet gdyby inflacja na moment wzrosła do 4%. To ma związek jego zdaniem z dużą tolerancją na inflację wśród członków Rady. Choć nie sądzimy, aby bieżąca ocena sytuacji przez większość członków Rady mogłaby być wykorzystana dosłownie do zbudowania prognozy w tak długim horyzoncie i w ciągu dwóch lat wiele może się jeszcze wydarzyć, to jednak można takie wypowiedzi potraktować jako dobre odzwierciedlenie aktualnych nastrojów w RPP. Nasz obecny scenariusz zakłada rozpoczęcie cyklu podwyżek w I poł. 2019 r. i wzrost stóp w przyszłym roku łącznie o 50-75 pb, tj. nieco więcej niż zakłada rynek. Jednak zdajemy sobie sprawę, że dla takiego scenariusza istnieje ryzyko odłożenia podwyżek stóp w czasie, szczególnie jeśli ceny żywności i paliw będą ograniczać wzrost podstawowego wskaźnika inflacji CPI. Oczekujemy, że RPP pozostanie gołębia w najbliższych miesiącach, ignorując przynajmniej na razie jakiegokolwiek sygnały o narastającej presji płacowej.

Rynek walutowy

Oczekujemy większej skali umocnienia złotego w perspektywie najbliższego roku niż przed kilkoma miesiącami. Pozytywne perspektywy dla złotego utrzymują się od dłuższego czasu. Dane o PKB zaskakiwały pozytywnie w ostatnich kwartałach, co prowadziło do rewizji prognoz wzrostu w górę. To przy pozytywnym dla walut EM trendzie spadkowym dolara powoliło złotemu stać się w ubiegłym roku jedną z najlepiej zachowujących się walut gospodarek wschodzących wobec euro. Sądzymy, że także w tym roku optymizm dotyczący aktywności gospodarczej może przełożyć się na złotego, tym bardziej, że dostrzegamy ryzyko w górę dla naszych prognoz wzrostu. Ponadto zdecydowaliśmy się zrewidować prognozę bilansu obrotów bieżących w górę zakładając niewielką skalę pogorszenia bilansu w tym roku do ok. -0,4% PKB i stabilizację w kolejnych latach w pobliżu tego poziomu. Naszym zdaniem oczekiwane dalsze pogorszenie w obrotach towarowych i na rachunku dochodów będzie w dużej mierze równoważone dalszą poprawą na rachunku usług, które w ostatnich latach notuje coraz większe nadwyżki. Uwzględniając kolejne założenie dotyczące dalszego odreagowania napływu środków unijnych na rachunek kapitałowy sądzymy, że łączny efekt tych zmian będzie miał pozytywny wpływ na kurs złotego. Dodatkowym argumentem przemawiającym na korzyść złotego jest też zmiana naszych prognoz kursu EURUSD na kolejne lata, która zakłada szybszy wzrost kursu do 1,32 w perspektywie roku oraz 1,40 w horyzoncie

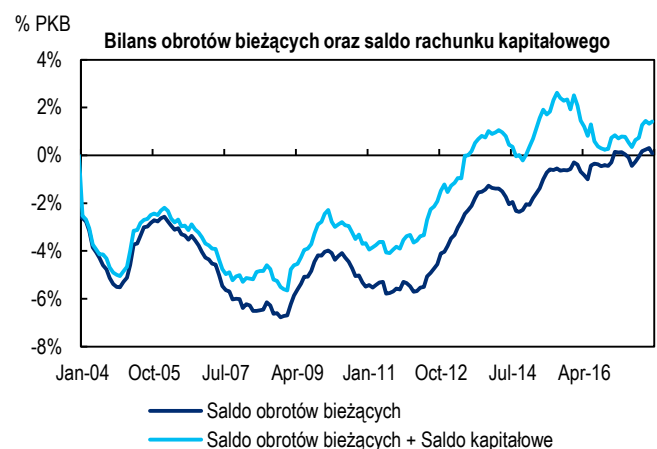
dwuletnim. W rezultacie oczekujemy umocnienia złotego wobec euro do 4,05 do końca roku oraz w stronę 4,00 w perspektywie najbliższych 2 lat oraz umocnienia względem dolara poniżej 3,00 w okolicach połowy 2019 r. Jednocześnie jednak sądzimy, że dalszy okres może przynieść nieco mniej sprzyjające warunki dla złotego, w tym m.in. słabszy wzrost gospodarczy i mniejsze napływy środków unijnych. Ponadto, obecnie przy stosunkowo wysokiej inflacji i wysokim wzroście PKB stopniowe umocnienie złotego nie przeszkadza szczególnie bankowi centralnemu. Jednak kurs zbliżony do 4,00 który byłby blisko obecnego poziomu brzegowej opłacalności eksportu (3,96 w IV kwartale 2017 r. według ostatnich badań NBP), co przy wolniejszym wzroście PKB mogłoby wywołać reakcję władz odpowiedzialnych za politykę pieniężną.

Wykres 19. Bilans obrotów bieżących pogorszył się w grudniu ...



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 20. ... ale skumulowany bilans za 12 miesięcy był na plusie w 2017 r. po raz pierwszy od lat 90-ych i będzie się pogarszał powoli

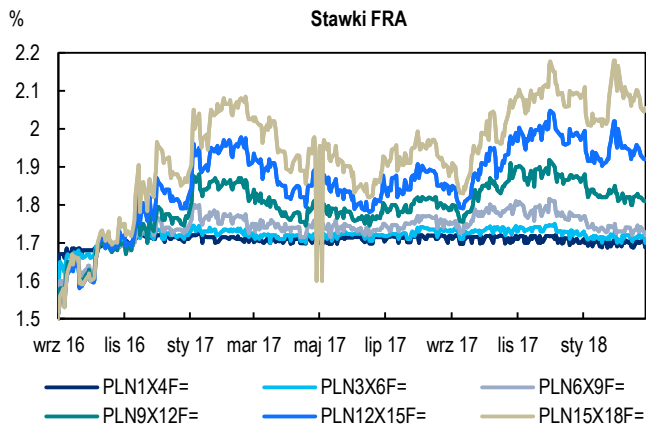


Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek obligacji

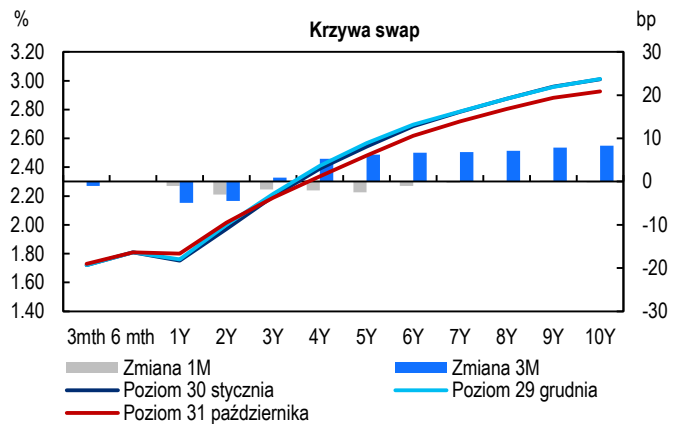
Oczekujemy dalszego wzrostu rentowności na całej krzywej, ale będzie on ograniczany przez gołębią RPP. Polski rynek długu pozostał stosunkowo stabilny w trakcie zawirowań na rynkach finansowych obserwowanych przed kilkoma tygodniami, które wywołały sporą przecenę na rynkach akcji, wzrosty rentowności na bazowych rynkach długu i wzrost zmienności. To może częściowo wynikać z gołębiego nastawienia RPP, a także bardzo dobrej sytuacji fiskalnej oraz wspomnianej równowagi zewnętrznej. Do spadku rentowności mogły się przyczynić gołębie wypowiedzi członków RPP, które częściowo pozwoliły na zniesienie wzrostu stóp rynkowych wywołanych przez jeden z komentarzy prezesa NBP sprzed kilku tygodni. Sądzimy, że przejściowy wzrost inflacji powyżej 2,5%, może doprowadzić do wzrostu rentowności podobnie jak oczekiwany przez nas nieco bardziej jastrzębi ton RPP pod koniec roku. Jednocześnie w kierunku wyższych rentowności powinny oddziaływać wyższe potrzeby pożyczkowe zaplanowane na ten rok. Póki co emisja na pierwszych aukcjach tego roku była stosunkowo niewielka, a mimo to resort finansów ma już zrealizowane 46% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok (181,5 mld zł). Choć ich finalna wysokość może być mniejsza niż planowano w budżecie to teogoroczne emisje będą naszym zdaniem większe niż w roku ubiegłym o 15-30 mld zł i w kolejnych miesiącach najprawdopodobniej sprzedaż obligacji będzie większa w porównaniu do początku roku.

Wykres 21. Rynek FRA zaczął korygować wzrost oczekiwań na podwyżki stóp



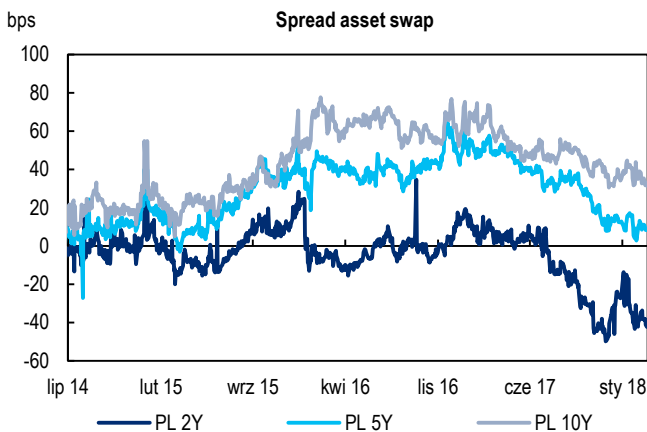
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Niewielkie zmiany krzywej swap



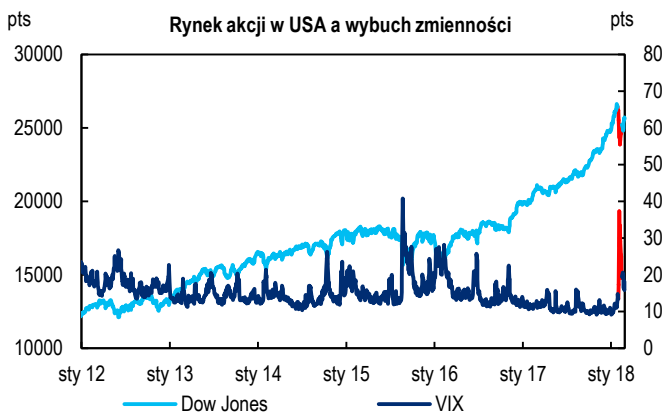
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 23. Asset swap spread wciąż niski



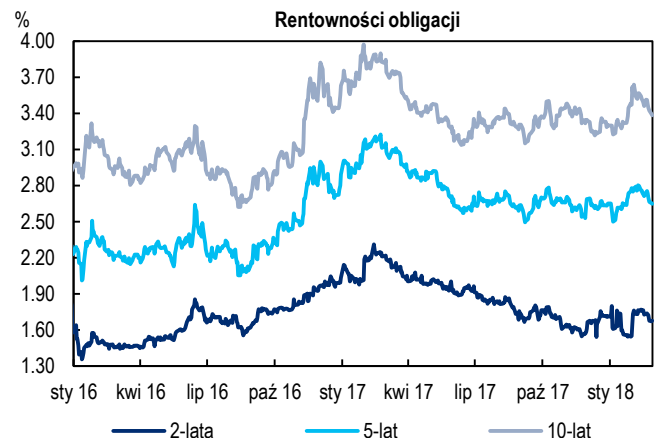
Źródło: Bloomberg, prognozy Citi Research

Wykres 25. Wzrostowi zmienności (VIX) towarzyszył znaczny spadek indeksów akcyjnych w USA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Rentowności obligacji ponownie spadły



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Wykres 26. Korekta na rynku akcji miała miejsce przy trendzie wzrostowym rentowności amerykańskich obligacji skarbowych



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016								2017				
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9.0	1.1	11.1	-0.6	9.1	4.5	6.2	8.8	4.3	12.3	9.0	2.7	8.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-1.9	-1.0	17.6	-13.3	5.5	2.7	-8.5	5.9	6.0	5.0	-1.2	-10.1	4.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	10.2	1.4	12.7	-0.8	9.6	5.0	6.9	8.6	5.8	14.0	10.9	3.5	9.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	2.1	-5.3	17.2	4.4	8.5	11.6	19.8	23.5	15.5	20.3	19.7	12.8	34.7
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	11.4	7.3	9.7	12.1	8.4	6.0	7.1	7.6	8.6	8.0	10.2	6.0	8.2
Stopa bezrobocia (%)	8.6	8.5	8.1	7.7	7.4	7.1	7.1	7.0	6.8	6.6	6.5	6.6	6.9
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4.5	4.6	4.5	4.6	4.5	4.3	4.5	4.6	4.5	4.4	4.5	4.6	3.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1.7	2.2	2.0	2.0	1.9	1.5	1.7	1.8	2.2	2.1	2.5	2.1	1.9
Inflacja (% m/m)	0.4	0.3	-0.1	0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.4	0.5	0.5	0.2	0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4.0	4.5	4.8	4.2	2.4	1.8	2.2	3.0	3.2	3.0	1.8	0.3	0.2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.6	-0.4	0.3	0.4	0.5	0.3	0.0	-0.3	0.1
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.3	4.0	5.2	4.1	5.4	6.0	4.9	6.6	6.0	7.4	6.5	7.3	7.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	2,548	-514	-405	350	-264	-892	-203	189	120	297	272	-1,152	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	477	-169	330	519	-83	-235	-172	162	466	321	150	-1268	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15256	15368	18487	15804	16811	16571	15368	15580	17179	17927	18253	15232	-
Eksport (% r/r)	15.1	6.4	19.7	3.2	19.2	7.2	13.3	11.5	10.0	15.5	14.9	2.1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14779	15537	18157	15285	16894	16806	15540	15418	16713	17606	18103	16500	-
Import (% r/r)	16.0	10.5	19.8	4.6	21.7	14.5	13.2	7.8	7.5	14.8	15.7	10.9	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.5	8.2	7.8	6.7	6.3	5.0	5.0	5.5	5.4	4.7	3.9	2.4	6.0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8.0	8.1	7.7	7.1	6.2	5.3	4.7	5.0	5.0	4.9	4.0	3.9	3.8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.0	6.5	6.9	3.1	3.9	1.3	2.7	3.3	2.6	5.4	3.8	2.4	4.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4.2	4.3	4.4	3.3	3.4	3.1	2.9	3.0	3.3	2.8	1.7	1.7	2.3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.1	3.8	5.2	5.3	5.3	6.1	5.9	6.6	5.8	6.1	4.9	6.0	6.4
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	1.72
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	1.72	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.71	1.68	1.59	1.56	1.57	1.61	1.56	1.41	1.50	1.26	1.27	1.47	1.35
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.19	2.22	2.00	1.99	1.92	1.91	1.84	1.72	1.76	1.63	1.61	1.71	1.64
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.17	3.13	2.92	2.90	2.66	2.65	2.73	2.62	2.70	2.66	2.69	2.65	2.78
EUR/PLN (koniec okresu)	4.32	4.31	4.23	4.23	4.18	4.23	4.25	4.25	4.31	4.24	4.20	4.18	4.15
USD/PLN (koniec okresu)	4.00	4.07	3.97	3.88	3.72	3.70	3.59	3.57	3.65	3.64	3.53	3.48	3.34
EUR/USD (koniec okresu)	1.08	1.06	1.06	1.09	1.12	1.14	1.18	1.19	1.18	1.16	1.19	1.20	1.24
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	-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)	-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	655	750
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	17,111	19,589
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	2,1	2,0	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,1	2,3
Place 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	1,65	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	3,14	2,88
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,74	3,24	3,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,05	4,01
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,07	4,02
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,8	-3,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
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	-1,8	-2,0	-2,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,2	-0,5	-0,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,2	49,0	47,5

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	2,1	2,3	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5	-0,5
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	3,14	2,88	2,84
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,94	3,74	3,24	3,01	2,86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,40	4,18	4,05	4,01	4,01
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,07	4,02	4,01

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 tożsamy 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.
