

CitiMonthly

Kolejny rok niespodzianek budżetowych

- Tym razem w temacie miesiąca przyglądamy się perspektywom budżetu w 2018 roku.
- Dane z pierwszego kwartału dobrze wróżą wykonaniu budżetu w całym roku. Spodziewamy się, że deficyt w 2018 roku wyniesie około 24 mld zł i będzie znacznie niższy niż planowane 41,5 mld.
- Będzie to zapewne zasługa zarówno niskiego wykonania wydatków, jak i dalszej poprawy ściągальności podatków VAT (choć w mniejszej skali niż w 2017 r.) oraz wyższej dynamiki PIT.
- W optymistycznym scenariuszu, zakładającym utrzymanie wysokiego wzrostu oraz większą poprawę ściągальności, deficyt w bieżącym roku mógłby spaść poniżej 20 mld zł.
- Wzrost gospodarczy w IV kwartale był nieco niższy niż wskazywały wstępne dane, jednak inwestycje okazały się znacznie słabsze od pierwotnych szacunków. Według naszych szacunków inwestycje prywatne rosną w tempie nie przekraczającym 2% (nominalnie).
- Inflacja pozostaje niska, choć rosnące ceny ropy naftowej zapowiadają jej odbicie w najbliższych miesiącach.
- W kwietniu S&P podniósł perspektywę ratingu do pozytywnej. Naszym zdaniem na początku czerwca taką samą decyzję podejmie Fitch.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

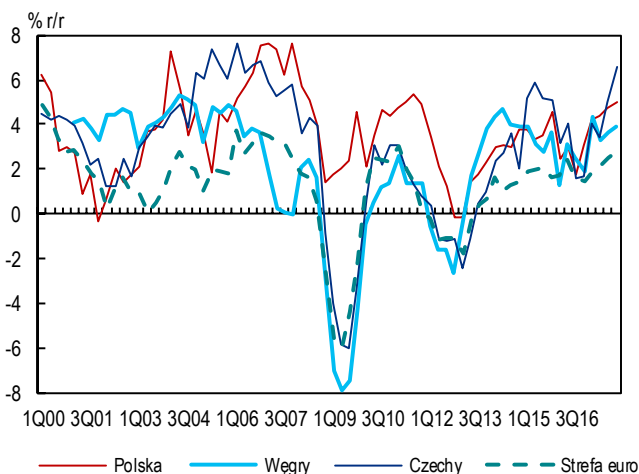
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	I kw. 18	II kw. 18	III kw. 18	IV kw. 18	I kw. 19	II kw. 19
PKB (% r/r)	4,7	4,5	4,0	3,8	3,7	3,6
Inwestycje (% r/r, śr.)	9,5	9,0	7,3	5,0	5,5	6,0
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,8	4,3	4,0	3,9	3,7	3,6
Inflacja (% r/r, średnia)	X	1,7	1,9	1,5	2,1	2,6
Stopa bezrobocia (%)	X	6,0	5,9	6,0	6,2	5,5
Stopa ref. NBP (%)	X	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	X	4,14	4,12	4,10	4,09	4,08
USDPLN	X	3,28	3,24	3,20	3,12	3,07
Rentown. obligacji 10L (%)	X	3,35	3,45	3,50	3,60	3,65
EURUSD	X	1,24	1,26	1,28	1,30	1,32
Stopa Fed (%)	X	2,00	2,25	2,25	2,50	2,75
Stopa depozytowa EBC (%)	X	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 18.04.2018 r.

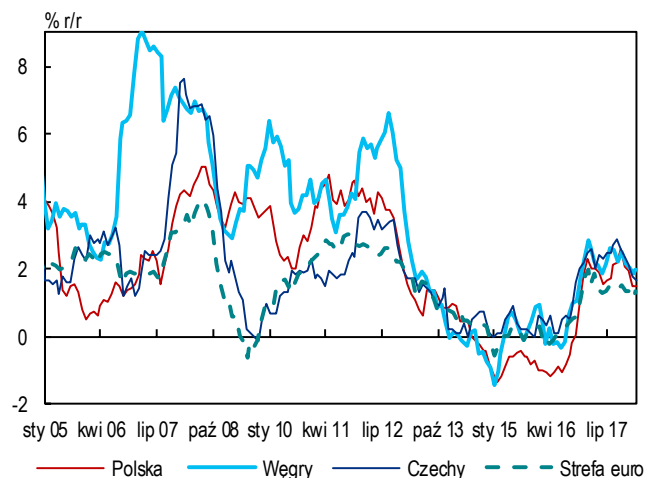
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



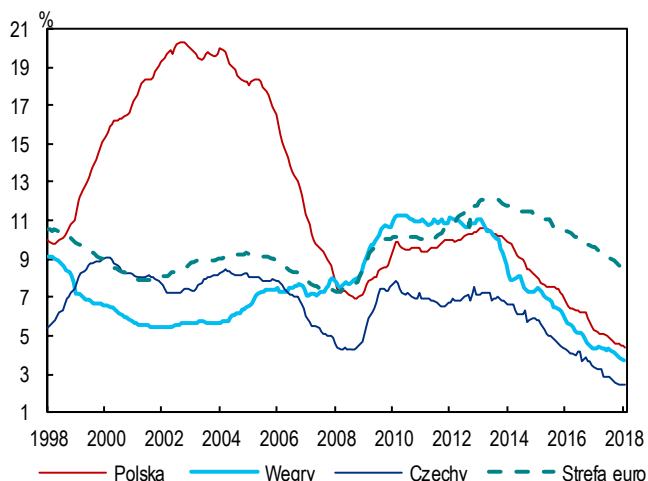
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



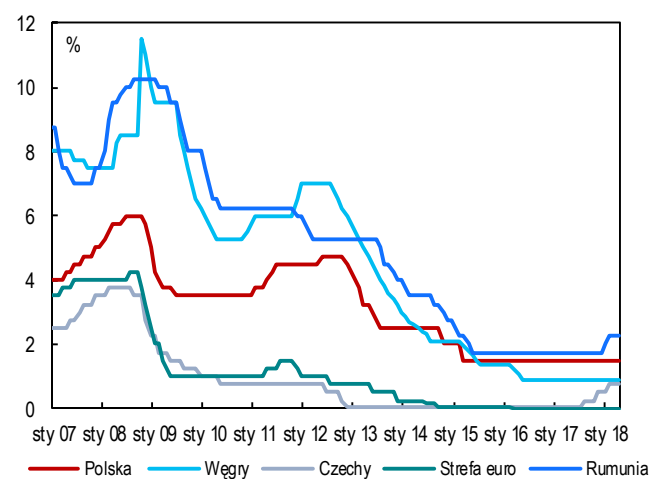
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopy bezrobocia (%)



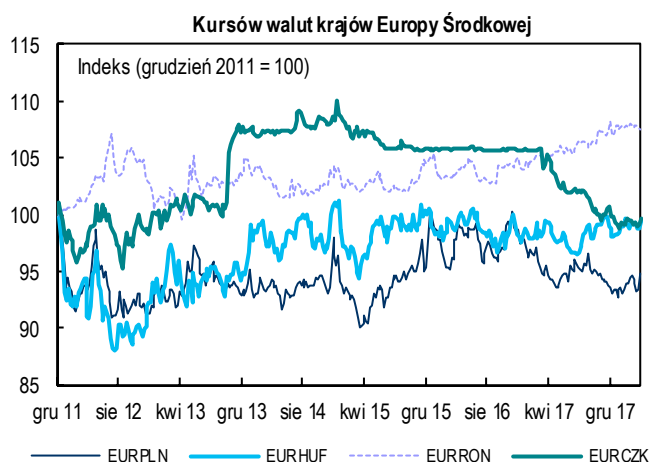
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



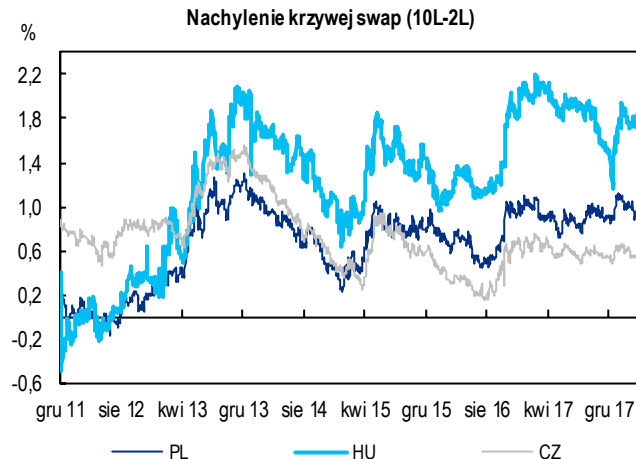
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Temat miesiąca

Jaki deficyt w 2018 r.?

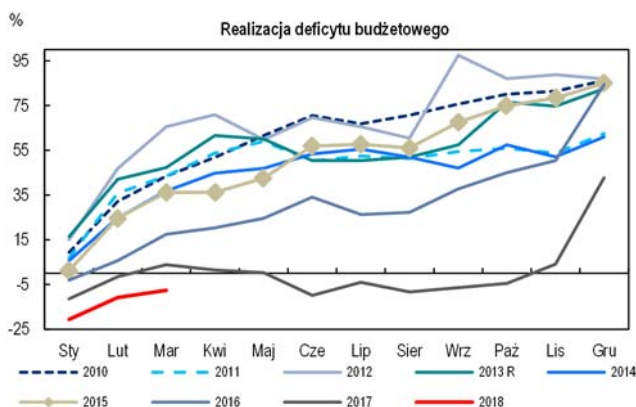
- Dane z pierwszego kwartału dobrze wróżą wykonaniu budżetu w całym roku.
- Spodziewamy się, że deficyt w 2018 r. wyniesie około 24 mld zł i będzie znacznie niższy niż planowane 41,5 mld.
- Będzie to zapewne zasługa zarówno niskiego wykonania wydatków, jak i dalszej poprawy ściągalności podatków VAT (choć w mniejszej skali niż w 2017 r.) oraz wyższej dynamiki PIT.

Nadwyżka w pierwszych miesiącach roku

Najnowsze dane Ministerstwa Finansów pokazują, że po trzech miesiącach budżet państwa wciąż notuje nadwyżkę w wysokości 3,1 mld zł, podczas gdy w całym roku deficyt jest planowany na 41,5 mld zł. Spoglądając na strukturę tych danych, wyraźnie widać, że po rozczarującym styczniu w lutym i marcu ponownie odnotowano dwucyfrowe wzrosty wpływów z VAT (odpowiednio o 12,3% oraz około 27,5% r/r). Nawet jeżeli w porównaniu do ubiegłego roku dane te nie wydają się imponujące, to są one jednak wciąż wysokie na tle nominalnego PKB. Pod względem dynamiki wzrostu, na uwagę zasługują również wpływy z tytułu PIT, wynikające zarówno z wzrostu wynagrodzeń, jak i zatrudnienia.

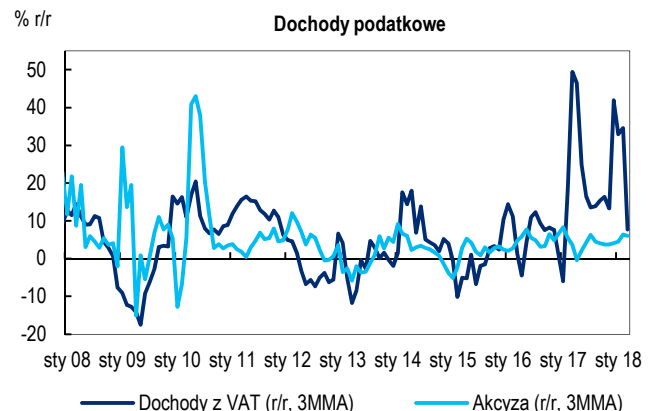
Niewątpliwie niski deficyt to w znacznym stopniu zasługa niskiego wykonania wydatków budżetowych. Naszym zdaniem czynnik ten odpowiada za około 70% pozytywnej niespodzianki w budżecie, podczas gdy wyższe dochody odpowiadają za około 30% (porównując ze średnim wykonaniem planu dochodów i wydatków w poprzednich latach).

Wykres 7. Budżet zaczął rok na plusie



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 8. Wzrost wpływów VAT wyhamował na początku 2018 roku



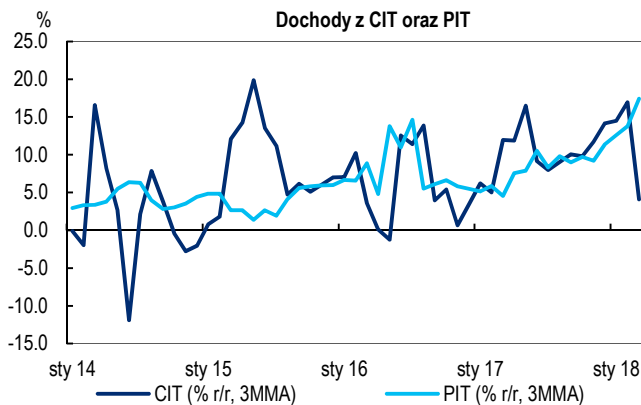
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Jaki deficyt w całym 2018 roku?

Po pierwszych miesiącach roku można się pokusić o ocenę perspektyw deficytu budżetowego w całym 2018 r. W ubiegłym roku źródłem pozytywnej niespodzianki był dynamiczny wzrost dochodów z VAT wynikający z silnego wzrostu popytu krajowego, wzrostu inflacji oraz poprawy ściągalności

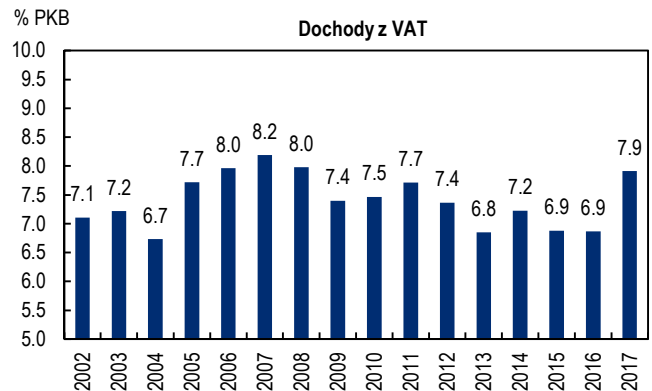
podatków. Dane z pierwszego kwartału 2018 r. sugerują, że również i w tym roku dochody z podatku od towarów i usług mogą okazać się wyższe od planu, choć skala niespodzianki zapewne będzie znacznie niższa niż rok wcześniej. Szacujemy, że w tym roku wpływy z VAT mogą przekroczyć plan o 2-6 mld zł (wobec 13 mld zł w 2017 r.). Na pozytywną niespodziankę można również liczyć w przypadku PIT, gdzie dochody mogą przekroczyć plan nawet o około 2-4 mld zł. Z kolei wpływy z CIT wydają się mniej obiecujące, przynajmniej jeżeli wnioskować na podstawie wyników z ostatnich miesięcy.

Wykres 9. Dochody z PIT rosną coraz szybciej, jednak wpływy z CIT rozczarowują



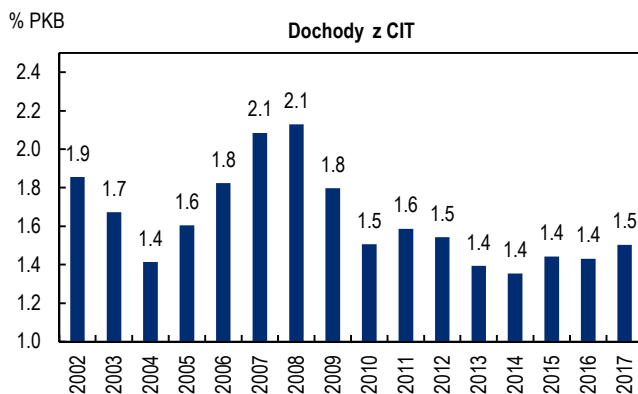
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 10. Wpływy z VAT osiągnęły poziomy notowane na szczycie cyklu gospodarczego, sprzed kryzysu 2008 roku



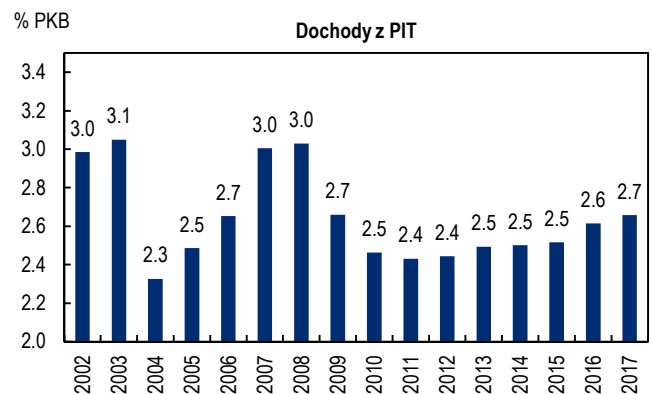
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane MF

Wykres 11. Na razie jednak dochody z CIT wzrosły znacznie mniej niż VAT...



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane MF

Wykres 12. ... podobnie zresztą jak wpływy z PIT



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane MF

W sumie nasze szacunki sugerują, że dochody podatkowe mogą być o 6-10 mld zł wyższe od planu, przy czym osiągnięcie górnej granicy tego przedziału może być utrudnione przez prawdopodobne wyhamowanie wzrostu gospodarczego w 2018 r. Nasze prognozy zakładają wzrost dochodów podatkowych w tempie szybszym niż nominalny PKB, co byłoby wynikiem poprawy ściągальności podatków. Niemniej w porównaniu do 2017 roku proces ten będzie trudniejszy. Po pierwsze jest to związane z faktem, że gospodarka krajowa najprawdopodobniej będzie rosła w wolniejszym tempie niż w poprzednim roku. Po drugie, wpływy z VAT wzrosły już w relacji do PKB do historycznie wysokich poziomów (wykres 11), co sugeruje, że pozostałe rezerwy będą już trudniejsze do wykorzystania. Spoglądając z tej

perspektywy, wydaje się, że w kolejnych latach Ministerstwo Finansów może w większym stopniu koncentrować się na dochodach z tytułu CIT, gdzie obecne wpływy na poziomie 1,5% PKB są wyraźnie mniejsze niż 2,1% PKB w 2008 roku (wykres 12). Niemniej biorąc pod uwagę narastającą presję płacową i rosnące koszty surowców, wysiłki w kierunku zwiększenia dochodów z CIT mogą napotkać przeszkody w postaci niższej zyskowności firm.

Jeżeli chodzi o wydatki budżetu, to w pierwszym kwartale okazały się one wyjątkowo niskie, sięgając zaledwie 21,5% planu, podczas gdy w poprzednich latach na tym samym etapie średnio wynosiły one prawie 25%. Doświadczenia minionego roku pokazują, że wydatki mogą pozostawać niskie przez znaczną część roku, jednak ostatecznie przyspieszą najpóźniej w IV kwartale. Nawet jeżeli utrzymają się oszczędności na kosztach obsługi długu oraz dotacjach do FUS (co wydaje się prawdopodobnym scenariuszem), możliwe będzie zwiększenie innych wydatków, podobnie jak to miało miejsce w minionym roku. Oznacza to, że wykonanie wydatków na koniec roku zapewne będzie zbliżone do wieloletniej średniej (ok. 97%), co dałoby budżetowi „oszczędności” rzędu 12 mld zł.

Biorąc pod uwagę nasze szacunki dotyczące zarówno dochodów, jak i wydatków, wynik budżetu w całym roku może okazać się lepszy od planu o około 18-22 mld zł. Oznacza to, że deficyt wyniósłby około 24 mld zł, wobec planu na poziomie 41,5 mld zł. Nie można również wykluczyć, że w optymistycznym scenariuszu zakładającym utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego (pomimo oznak spowolnienia w Niemczech) oraz dalszą poprawę ściągальności podatków, deficyt mógłby być nawet niższy od 20 mld zł. Spadek deficytu oznaczałby również porównywalne zmniejszenie potrzeb pożyczkowych a przez to również redukcję podaży obligacji w skali roku.

Gospodarka w skrócie

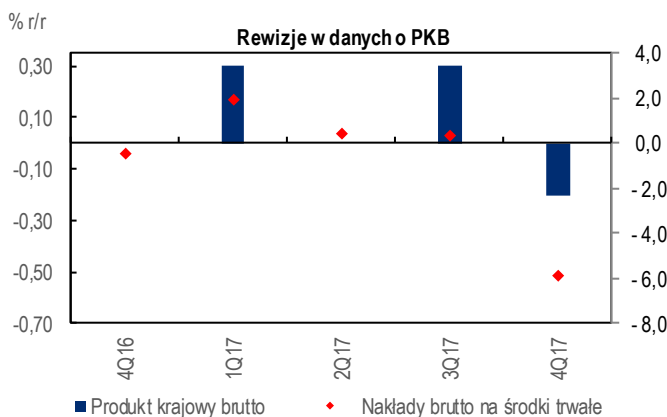
Normalizacja wzrostu, ale nie stóp

- Wzrost gospodarczy w IV kwartale był nieco niższy niż wskazywały wstępne dane, jednak inwestycje okazały się znacznie słabsze od pierwotnych szacunków. Według naszych szacunków inwestycje prywatne rosną w tempie nie przekraczającym 2% (nominalnie).
- Inflacja pozostaje niska, choć rosnące ceny ropy naftowej zapowiadają jej odbicie w najbliższych miesiącach.
- W kwietniu S&P podniósł perspektywę ratingu do pozytywnej. Naszym zdaniem na początku czerwca taką samą decyzję podejmie Fitch.

Wbrew nadziejom inwestycje wciąż słabe

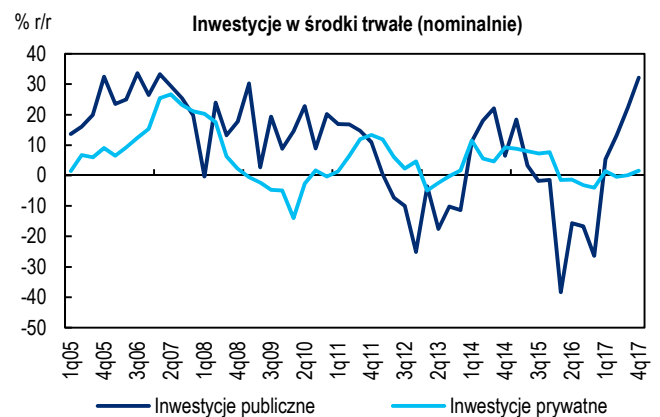
GUS zrewidował swoje pierwotne szacunki dotyczące PKB w poszczególnych kwartałach minionego roku i okazuje się, że końcówka 2017 r. nie była jednak aż tak dobra jak wcześniej szacowano. Wzrost gospodarczy w IV kwartale wyniósł 4,9% i był nieco niższy od wstępnego szacunku na poziomie 5,1%. Różnica była relatywnie niewielka i nawet po rewizji wzrost PKB wydaje się imponujący. Niemniej na uwagę zasługują zmiany w strukturze wzrostu, w tym bardzo wyraźna rewizja danych o inwestycjach.

Wykres 13. Wzrost PKB w IV kwartale zrewidowany w dół z powodu niższych inwestycji



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 14. Rosną głównie nakłady sektora rządowego i samorządowego, sektor prywatny wciąż czeka

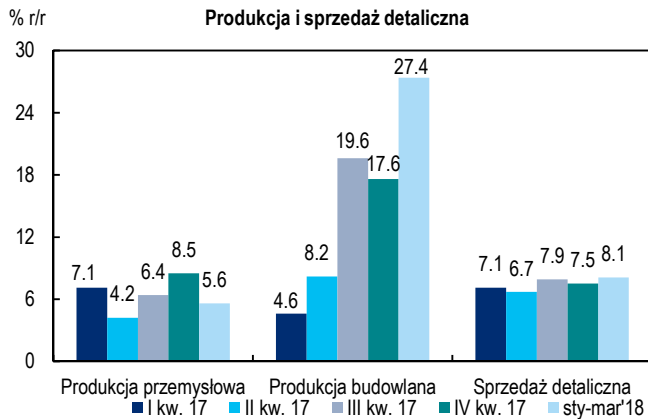


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat i GUS

O ile wstępne szacunki zakładały wzrost nakładów inwestycyjnych o 11,3%, po rewizji wynosi on zaledwie 5,4% r/r. Tym samym nadzieje na długo oczekiwane odbicie nakładów ponownie okazały się przedwczesne i to pomimo bardzo wyraźnego przyspieszenia napływu funduszy unijnych. GUS poinformował, że rewizja była związana z niższymi nakładami sektora samorządowego. Nie zmienia to jednak faktu, że to właśnie inwestycje publiczne pozostają głównym motorem wzrostu inwestycji ogółem. Według naszych szacunków nakłady sektora rządowego i samorządowego wzrosły nominalnie o 32% r/r, podczas gdy inwestycje sektora prywatnego zaledwie o 1,6% r/r. Choć wyniki dla sektora prywatnego są lepsze niż w poprzednich dwóch kwartałach, trudno mówić na razie o przełomie. Spodziewamy się, że

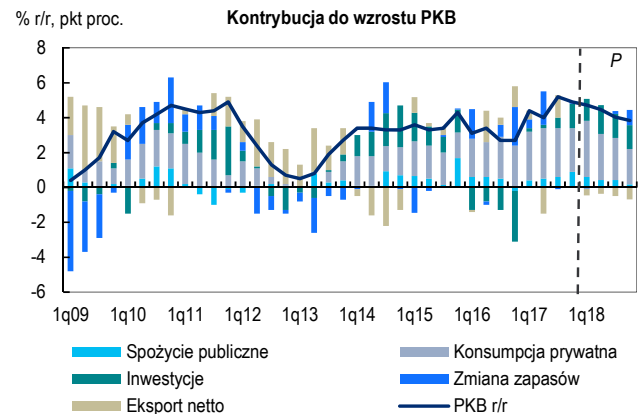
wzrost inwestycji sektora prywatnego będzie nabierał tempa w kolejnych kwartałach wraz z większymi wydatkami w maszyny oraz budynki. Wciąż jednak w szybszym tempie rosnąć będą nakłady sektora rządowego i samorządowego.

Wykres 15. Słabsze wyniki przemysłu w I kwartale zostały w pełni zrekomensowane przez poprawę w budownictwie i handlu



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

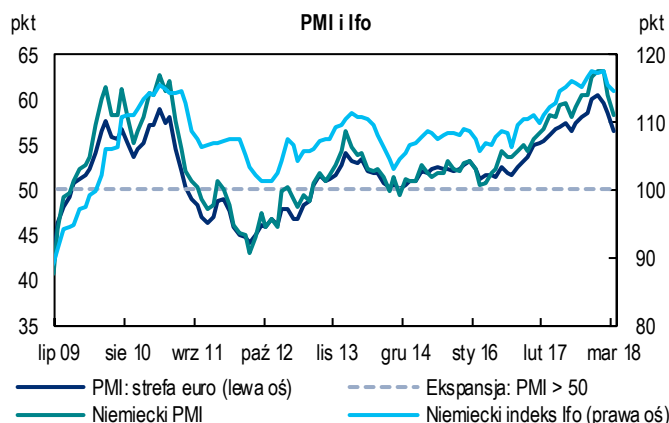
Wykres 16. W kolejnych kwartałach wzrost będzie powoli hamował, choć wzrośnie wkład nakładów inwestycyjnych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Rewizja danych za 2017 rok niewiele zmienia w naszych oczekiwaniach dotyczących 2018 roku, jednak potwierdza, że gospodarka ma już za sobą okres najszybszego wzrostu i w kolejnych kwartałach PKB będzie spowalniać. W tym kontekście na uwagę zasługuje seria słabych danych ze strefy euro, w tym również z Niemiec. Na razie przełożyła się ona co najwyżej na osłabienie produkcji przemysłowej (wzrost o 5,6% w I kwartale), choć w tym przypadku spowolnienie dynamiki rocznej może również odzwierciedlać statystyczne efekty bazy. Z drugiej strony sprzedaż detaliczna lekko przyspieszyła, a produkcja budowlana wzrosła o ponad 27% r/r (wykres 15). Łączny efekt słabszej produkcji przemysłowej oraz poprawy w handlu i budownictwie jest neutralny dla dynamiki PKB. Biorąc to pod uwagę szacujemy, że wzrost gospodarczy w I kwartale wyniósł około 4,7-4,8%, a w porównaniu z poprzednimi szacunkami spodziewamy się nieco silniejszej konsumpcji oraz słabszych inwestycji. W całym roku oczekujemy wzrostu gospodarczego na poziomie 4,2% r/r.

Wykres 17. Indeksy koniunktury dla strefy euro spadły do najniższych poziomów od ponad roku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

Wykres 18. Rozczarowały też twarde dane z gospodarki strefy euro



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

RPP wciąż łagodna

Po stronie inflacji pierwsze miesiące roku minęły pod znakiem rozczarowań. Wskaźnik CPI obniżył się w marcu do 1,3%, a wynik ten był związany ze spadkiem inflacji bazowej. Wzrost cen ropy naftowej wyrażonej w złotych oznacza, że w najbliższych miesiącach paliwa mogą ponownie pchać inflację w górę. Na tej podstawie oczekujemy wzrostu indeksu CPI do około 1,5-1,6% w kwietniu oraz około 2,1% w czerwcu. Biorąc pod uwagę siłę wzrostu gospodarczego słabość presji cenowej jest zaskoczeniem, które powinno ułatwić RPP utrzymywanie łagodnej retoryki i odsuwanie w czasie podwyżek stóp procentowych. Z drugiej strony choć wśród przedstawicieli RPP pojawiają się głosy o możliwych obniżkach, wątpimy aby taki scenariusz znalazł poparcie większości w Radzie. Przewodniczący RPP w swoich wypowiedziach podczas comiesięcznych konferencji wyraźnie sygnalizuje, że stabilność stóp jest sama w sobie wartością dla decydentów.

Aby temat zmian stóp procentowych był rozważany na poważnie, zmianie musiałaby ulec sytuacja inflacyjna lub perspektywy wzrostu gospodarczego. Biorąc pod uwagę procykliczną politykę fiskalną oraz sytuację na rynku pracy, wciąż uważamy, że kolejnym ruchem RPP będzie podwyżka stóp. Niemniej będzie na nią trzeba poczekać zapewne do drugiej połowy 2019 roku.

Poprawa perspektyw dla ratingu

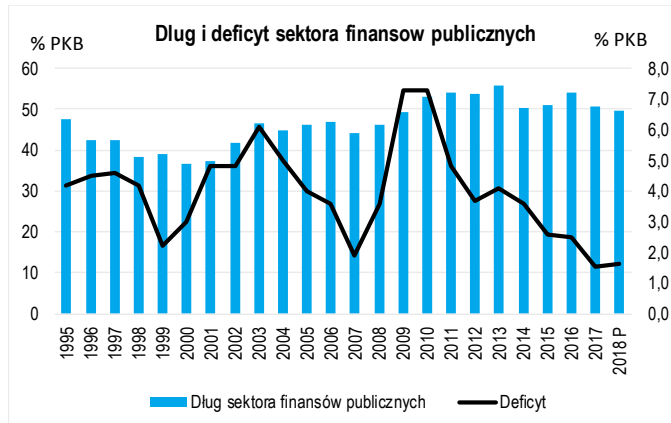
Od pewnego czasu sygnalizowaliśmy, że stopniowa poprawa parametrów makroekonomicznych oraz korzystne perspektywy znajdą odzwierciedlenie w działaniach agencji ratingowych. Dostyc nieoczekiwanie dla większości analityków, ale zgodnie z naszymi przypuszczeniami agencja S&P zdecydowała się w kwietniu na rewizję perspektyw ratingu Polski do pozytywnej ze stabilnej. S&P utrzymał rating na poziomie BBB+, ale wyższa perspektywa oznacza spore szanse na jego podniesienie w perspektywie dwóch lat.

W uzasadnieniu do decyzji agencja S&P stwierdziła, że jednym z głównych czynników przemawiających za podniesieniem perspektywy jest silny wzrost gospodarczy oraz szanse, że utrzyma się on dłużej niż wcześniej szacowano. S&P wspomniał również o poprawie sytuacji fiskalnej oraz przekonaniu analityków agencji, że „*rząd będzie w stanie poradzić sobie ze (...) skomplikowanymi relacjami z UE*” (cytat za PAP). O ile podwyżka samego ratingu w bieżącym roku wydaje się mało prawdopodobna, naszym zdaniem S&P najprawdopodobniej zdecyduje się na taki krok w 2019 roku. W rezultacie takiej decyzji rating Polski powróciłby do poziomu A-, a więc poziomu sprzed kontrowersyjnej obniżki na początku 2016 r. S&P jest obecnie agencją, która ocenia wiarygodność kredytową Polski najniżej (w porównaniu z Fitch i Moody's). Za podniesieniem ratingu przemawiać będzie ścieżka spadkowa długu publicznego Polski w relacji do PKB oraz silny wzrost gospodarczy, co pozwoli na kontynuację poprawy PKB *per capita* w relacji do średniego poziomu UE.

Podtrzymujemy również nasze zdanie, że na podniesienie perspektywy do pozytywnej może zdecydować się również w tym roku agencja Fitch, która zaplanowała przegląd ratingu Polski na 8 czerwca. Niemniej w przypadku Fitch na podwyżkę samego ratingu zapewne będzie trzeba poczekać znacznie dłużej. Agencje ratingowe zazwyczaj potrzebują więcej czasu aby

ocenić na ile dobre dane o wzroście gospodarczym i poprawie fiskalnej mają charakter trwały, a na ile są odzwierciedleniem czynników przejściowych. Ponadto rating przygotowany przez Fitch jest wyższy od ratingu S&P i lepiej odzwierciedla stan fundamentów polskiej gospodarki.

Wykres 19. Dług publiczny i deficyt spadły w relacji do PKB i okazały się niższe od oczekiwań w 2017 r.



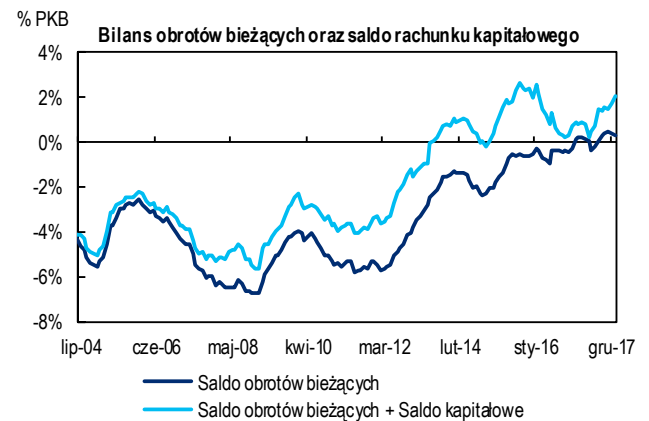
Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Wykres 21. Dług zewnętrzny obniżył się w 2017 r. dzięki umocnieniu złotego



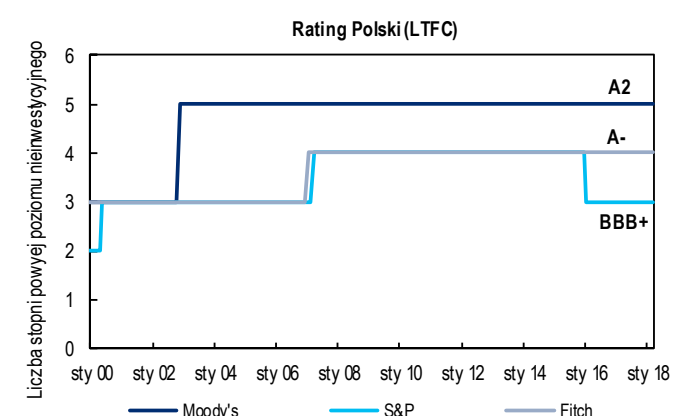
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 20. Bilans obrotów bieżących był dodatni w 2017 r. po raz pierwszy od lat 90-ych



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Wykres 22. S&P podwyższył perspektywę ratingu Polski i możliwe są kolejne pozytywne działania agencji ratingowych



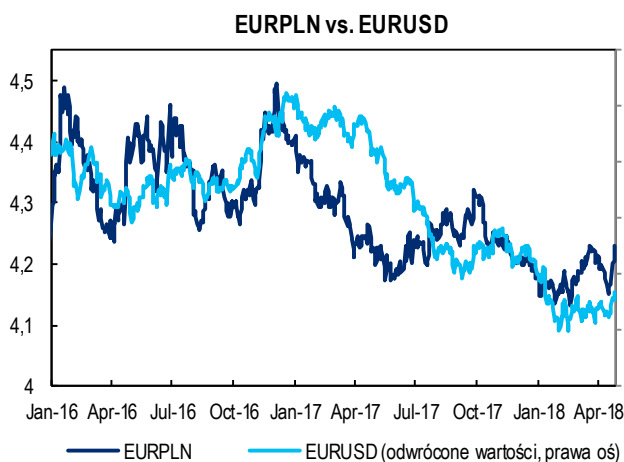
Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Złoty pod wpływem dolara

Mimo ostatniego osłabienia złotego sądzimy, że perspektywy dla krajowej waluty nie uległy pogorszeniu i oczekujemy stopniowego umocnienia w kolejnych miesiącach. Ostatnio obserwowana deprecjacja złotego zarówno wobec euro, jak i dolara w dużej mierze mogła być związana ze spadkowym ruchem kursu EURUSD, w związku z tym, że często złoty skorelowany jest z siłą euro. Umocnienie dolara po części mogło wynikać ze wzrostu długoterminowych stóp obligacji skarbowych w USA oraz rosnącego spreadu wobec rentowności niemieckich Bundów. Sam wzrost rentowności działał niekorzystnie na apetyt na bardziej ryzykowne aktywa, z kolei wyższy spread wobec Bundów sprawiał, że obligacje amerykańskie mogły wydawać się bardziej atrakcyjne niż niemieckie, co wywoływało przepływy w stronę dolara. Sądzymy, że w krótkim terminie możliwa jest kontynuacja spadkowego ruchu EURUSD w kierunku 1,21, ale w dłuższym horyzoncie wciąż jesteśmy zdania, że euro będzie stopniowo zyskiwało na wartości.

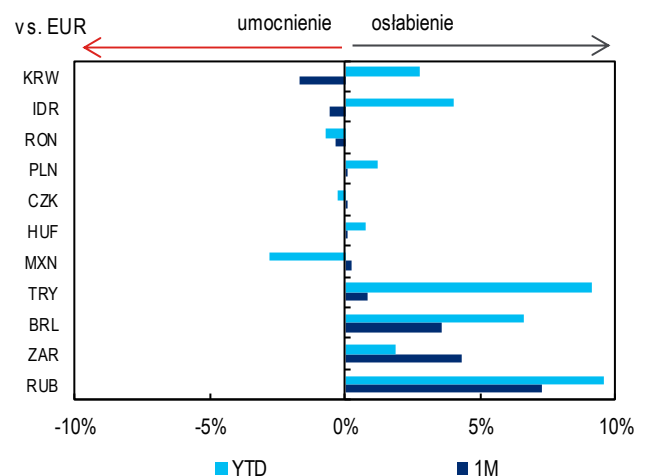
Przemawia za tym trwała nadwyżka w obrotach bieżących i oczekiwane wycofanie się EBC ze skupu aktywów, które miałyby zwiększyć popyt prywatnego kapitału na obligacje krajów strefy euro. Te czynniki miałyby być także istotniejsze niż dalsze podwyżki stóp procentowych w USA, a spodziewamy się 2 kolejnych w tym roku oraz trzech podwyżek w 2019 r. W rezultacie oczekujemy, że do końca roku kurs EURUSD wzrośnie w stronę 1,28, a do końca 2019 r. wzrośnie w stronę 1,40. Z kolei w przypadku kursu EURPLN sądzimy, że obecnie trwająca korekta niedługo się skończy i złoty zacznie stopniowo odrabiać straty tym bardziej, że sytuacja gospodarcza jest wciąż bardzo dobra, bilans obrotów bieżących bliski zera, napływ środków UE zwiększa się i mimo gołębiej RPP dysparytet stóp wobec strefy euro pozostaje wysoki.

Wykres 23. Złoty osłabił się wraz z umocnieniem dolara na światowych rynkach



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Krajowa waluta pozostaje jedną z lepiej zachowujących się walut gospodarek wschodzących wobec euro



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

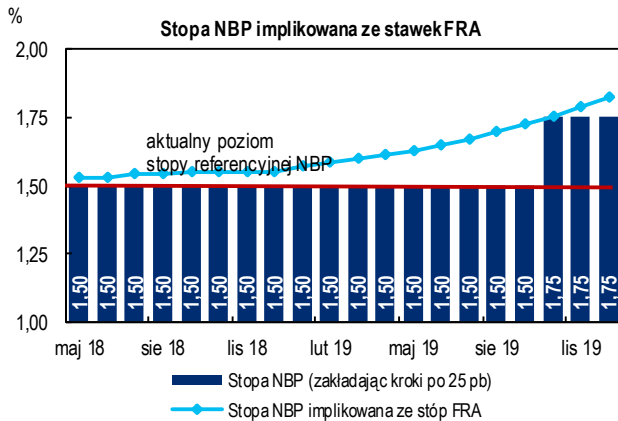
Niższa inflacja i emisje wspierają dług

Naszym zdaniem w najbliższych tygodniach rentowności obligacji mają jeszcze niewielką przestrzeń do spadków, jednak do końca roku powinny być znacznie wyższe, biorąc pod uwagę oczekiwany wzrost rentowności na rynkach bazowych.

Wyjątkowo gołębi ton RPP doprowadził do wyraźnego spadku rentowności na całej krzywej od początku lutego. W kwietniu doszło do lekkiej korekty, ale była ona stosunkowo najmniejsza na długim końcu krzywej, tak że w rezultacie rentowności obligacji 10-letnich spadły od końca marca o kilka punktów bazowych. Na koniec kwietnia inwestorzy otrzymali 11,5 mld zł z tytułu zapadających obligacji i 3 mld zł odsetek, wobec podaży na aukcji obligacji na poziomie ok. 4 mld zł. Tym samym inwestorzy mają w portfelach środki na zakup długu w maju, co powinno w krótkim okresie wspierać ceny obligacji. Ponadto, choć oczekujemy, że kolejne dane o inflacji za kwiecień pokażą jej wzrost to będzie on nieznaczny, a cała ścieżka na ten rok po ostatnich niespodziankach przesunęła się w dół. Niska inflacja będzie także pozytywnie oddziaływać na dług, podobnie jak dobra sytuacja fiskalna w tym roku i niższe od oczekiwań potrzeby pożyczkowe. Trudno przewidzieć jak długo dane ze strefy euro będą rozczarowywać, a niemieckie Bundy będą się umacniać, ale do końca roku oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności obligacji niemieckich, co obok podwyższonych rentowności w

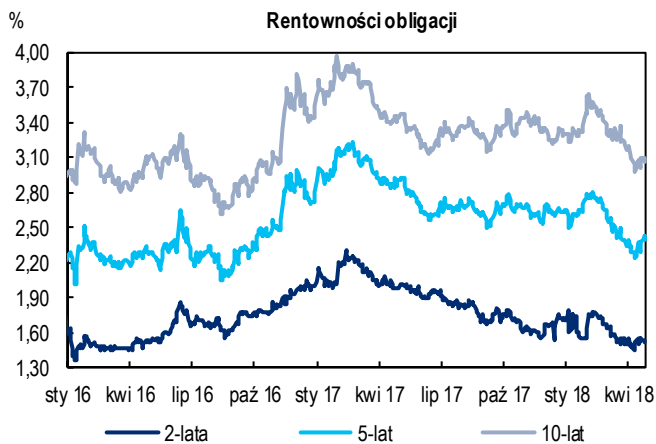
USA będzie oddziaływało także w kierunku wyższych rentowności w Polsce. Biorąc pod uwagę gołębią retorykę RPP i planowane dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w USA możliwe jest dalsze zacieśnianie spreadów wobec rynków bazowych.

Wykres 25. Rynek wycenia obecnie jedną podwyżkę stóp NBP pod koniec przyszłego roku



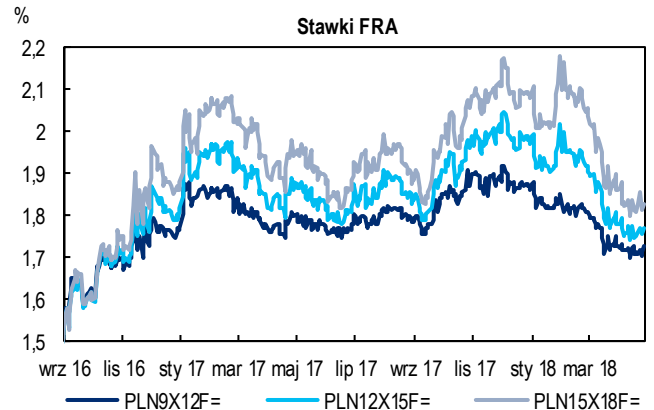
Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Wykres 27. Umocnieniu rentowności na długim końcu sprzyjała sytuacja spadku spreadu asset swap



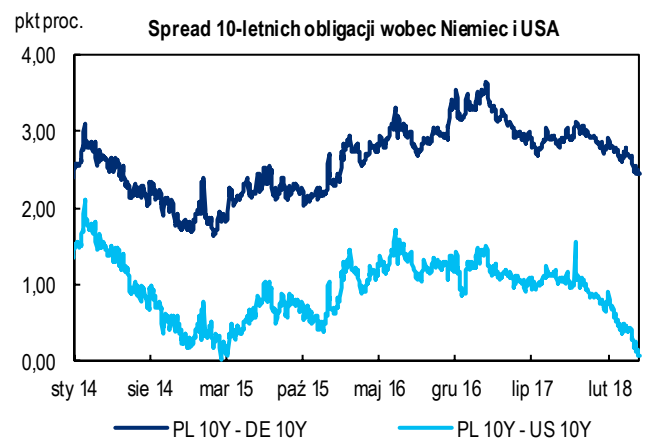
Źródło: Reuters, dane GUS

Wykres 26. Stawki FRA spadły zdecydowanie od lutego



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 28. Zacieśnienie wobec rynków bazowych może być kontynuowane



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2017										2018		
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	11,1	-0,5	9,3	4,5	6,3	8,8	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,4	1,8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	17,6	-13,3	5,4	2,7	-8,4	5,9	6,0	5,1	-1,1	-9,9	4,0	-2,2	11,4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	12,7	-0,8	9,5	5,0	6,8	8,6	5,8	13,9	10,9	3,7	9,8	7,3	0,6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	17,2	4,4	8,3	11,6	19,7	23,5	15,5	20,2	19,8	12,9	34,8	31,3	31,4
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	9,7	12,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2
Stopa bezrobocia (%)	8,1	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3
Inflacja (% m/m)	-0,1	0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,5	0,5	0,2	0,3	-0,2	-0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,2	0,3
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,1	-0,2	-0,6	-0,4	0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,3	0,4
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-280	284	-202	-902	-296	311	218	436	278	-699	2 072	-1 017	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	344	472	-70	-202	-136	288	479	284	208	-1175	-156	-573	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	18483	15811	16797	16576	15592	15842	17408	17976	18354	15313	17046	16271	-
Eksport (% r/r)	19,7	3,3	19,1	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	18139	15339	16867	16778	15728	15554	16929	17692	18146	16488	17202	16844	-
Import (% r/r)	19,7	5,0	21,5	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,5	5,4	4,7	3,9	2,4	6,0	4,9	5,8
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	7,7	7,1	6,2	5,3	4,7	5,0	5,0	4,9	4,0	3,9	3,8	4,1	4,6
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	6,9	3,1	3,9	1,3	2,7	3,3	2,6	5,4	3,8	2,4	4,3	3,8	4,5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4,4	3,3	3,4	3,1	2,9	3,0	3,3	2,8	1,7	1,7	2,3	2,7	3,3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5,2	5,3	5,3	6,1	5,9	6,6	5,8	6,1	4,9	6,0	6,4	6,9	6,9
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	1,72	1,72	1,71
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,59	1,56	1,57	1,61	1,56	1,41	1,50	1,26	1,27	1,47	1,35	1,40	1,34
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2,00	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,92	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35
EUR/PLN (koniec okresu)	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21
USD/PLN (koniec okresu)	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42
EUR/USD (koniec okresu)	1,06	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	2,3	0,9	0,2	-5,9	-2,4	-4,9	-3,8	-2,7	2,4	25,4	-8,6	-4,5	-3,1
Def. budżetowy skum. (% planu)	3,9%	1,5%	0,3%	-9,9%	-4,0%	-8,3%	-6,4%	-4,5%	4,1%	42,8%	-20,6%	-10,7%	-7,5%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	639	740
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 116	2 256
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	16 692	19 308
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	3,0	4,6	4,2	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	7,5	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	3,8	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,2	3,5
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	7,3	6,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	8,7	7,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,5	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,6
Place nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
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	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,64	2,18
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,50	3,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,50	3,80
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,20	2,96
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,75	3,33	3,08
EUR/PLN (Średnia)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,10	4,06
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,7	-3,7
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	109,5	108,0	116,0	125,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-1,6	-2,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	-0,1	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,7	47,1	45,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,0	4,6	4,2	3,6	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,6	2,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5	-0,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,19	3,48	3,20	2,96	2,88
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,94	3,75	3,33	3,08	2,90
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,40	4,18	4,10	4,06	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,14	4,08	4,06

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 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.
