

CitiMonthly

Grupa mocna, za mało na awans

- W temacie miesiąca przyglądamy się decyzjom agencji ratingowych i pokazujemy dlaczego w najbliższych latach nie spodziewamy się podniesienia ratingu ze strony agencji Fitch i Moody's.
- Europejski Bank Centralny zapowiedział, że od przyszłego roku program skupu aktywów (QE) w strefie euro zostanie zakończony. Jednocześnie jednak ton komentarzy przedstawicieli EBC był na tyle łagodny, że skutecznie złagodził rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp.
- Dotychczas perspektywa podwyżek stóp w strefie euro była głównym czynnikiem, który mógłby skłonić Radę Polityki Pieniężnej do szybszego zacieśnienia polityki monetarnej. Teraz, gdy moment podwyżek przez EBC oddala się, spadają również szanse na podwyżki w Polsce w 2019 r.
- Biorąc pod uwagę retorykę EBC przesunęliśmy oczekiwany przez nas moment pierwszej podwyżki stóp w kraju na 2020 rok. Wcześniej pierwszej podwyżki oczekiwaliśmy około września 2019 r.
- Niższa ścieżka stóp procentowych oraz słabszy złoty oznaczają, że wzrost gospodarczy w najbliższych latach może być nieco wyższy niż dotychczas prognozowaliśmy. Z czasem powinno to przyczynić się do wyższej inflacji bazowej. Według naszych szacunków wskaźnik CPI w przyszłym roku może sięgnąć około 3%.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

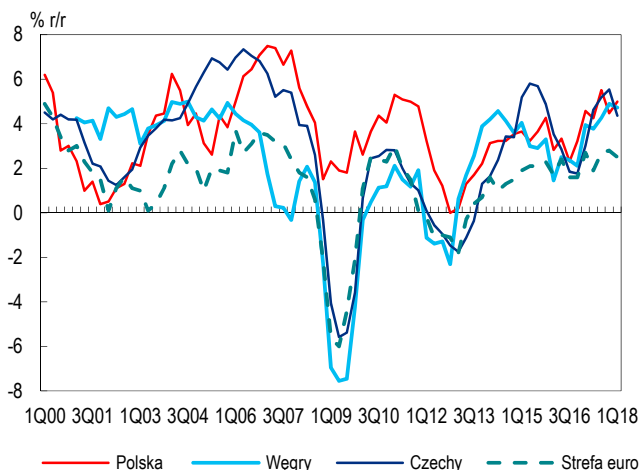
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	I kw. 18R	II kw. 18P	III kw. 18P	IV kw. 18P	I kw. 19P	II kw. 19P
PKB (% r/r)	5,2	5,0	4,4	4,2	3,6	3,9
Inwestycje (% r/r, śr.)	8,1	9,0	7,3	6,8	5,5	6,0
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,8	4,6	4,3	3,9	3,8	3,8
Inflacja (% r/r, średnia)	1,5	1,8	2,0	1,7	2,3	2,6
Stopa bezrobocia (%)	6,6	6,0	5,9	6,0	6,2	5,5
Stopa ref. NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	4,21	4,35	4,25	4,22	4,20	4,18
USDPLN	3,42	3,75	3,63	3,55	3,47	3,34
Rentown. obligacji 10L (%)	3,17	3,25	3,45	3,50	3,60	3,65
EURUSD	1,23	1,16	1,17	1,19	1,21	1,25
Stopa Fed (%)	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,75
Stopa depozytowa EBC (%)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40

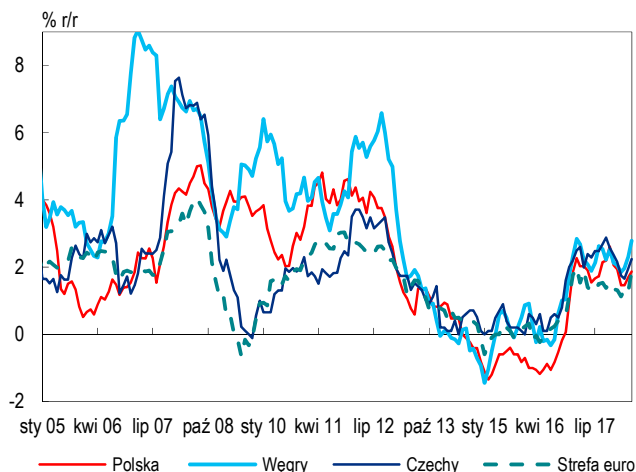
Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 20.06.2018 r.; R – realizacja, P-prognoza

Przegląd Makroekonomiczny

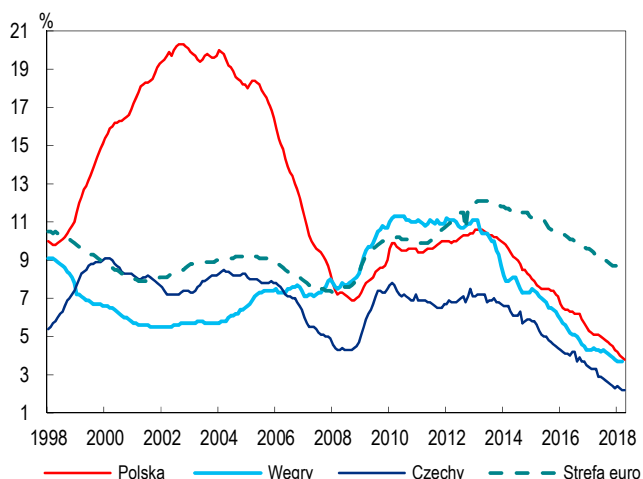
Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



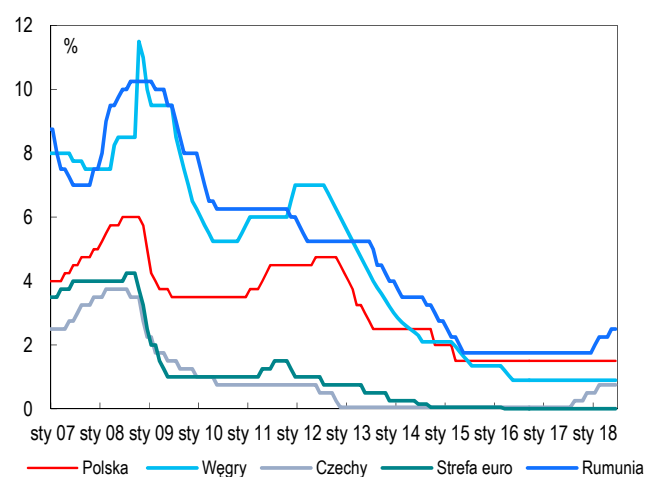
Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



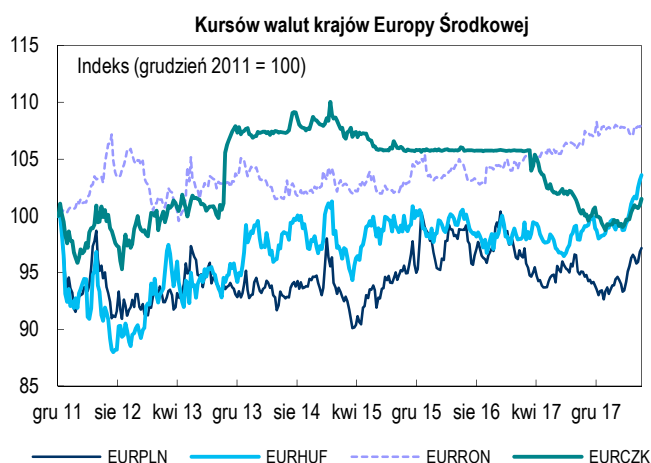
Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



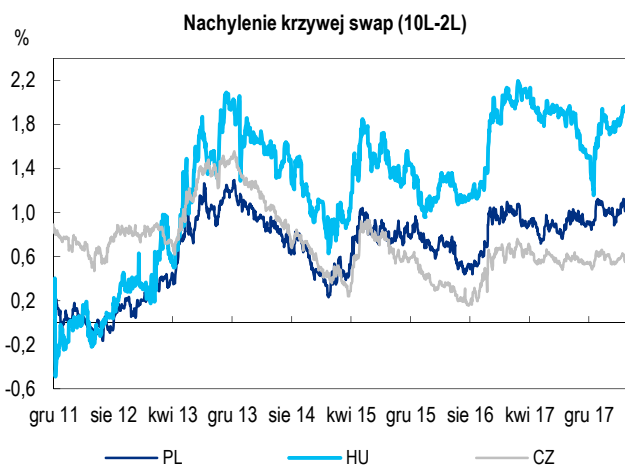
Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



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



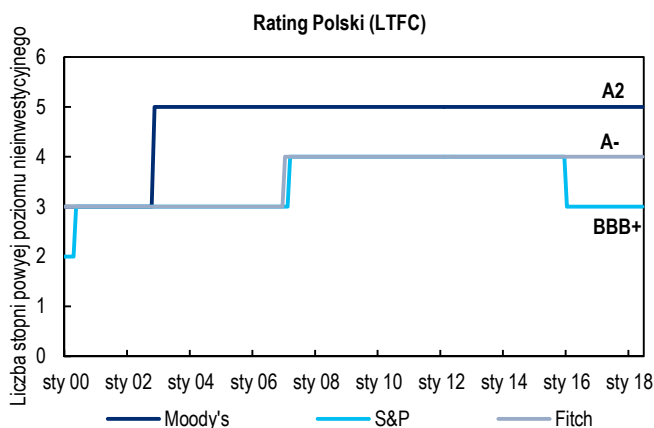
Temat miesiąca

Grupa mocna, za mało na awans

- W najbliższych dwóch latach nie spodziewamy się podniesienia ratingu ze strony agencji Fitch i Moody's.
- Pomimo dynamicznego wzrostu gospodarczego PKB *per capita* w Polsce pozostaje stosunkowo niski w porównaniu z innymi krajami z naszej (ratingowej) grupy. Poważnym ograniczeniem dla ratingu pozostaje również wysoki poziom zadłużenia zewnętrznego oraz długu walutowego.
- Przyjęcie euro najprawdopodobniej przyczyniło by się do podwyższenia ratingu o 1-2 stopnie. Taki scenariusz wydaje się jednak bardzo mało prawdopodobny w horyzoncie najbliższej dekady.

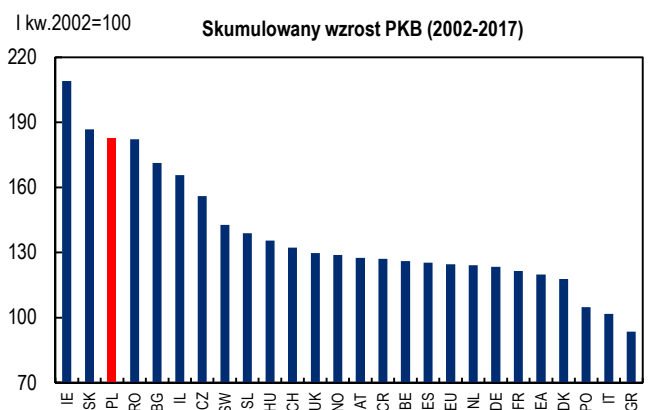
W kwietniu agencja ratingowa S&P podwyższyła perspektywę ratingu Polski do pozytywnej. Taka decyzja rozbudziła nadzieje części uczestników rynku na pozytywne zmiany w ocenie ratingowej przez pozostałe agencje. Powyższe oczekiwania mogłyby wydawać się uzasadnione bardzo dobrymi wynikami polskiej gospodarki w ostatniej dekadzie, gdyż Moody's i Fitch ostatni raz podwyższyły rating przed ponad dziesięcioma laty. Ostatecznie jednak na początku czerwca Fitch utrzymał zarówno rating, jak i jego perspektywę na niezmiennym poziomie.

Wykres 7. S&P może podwyższyć rating w najbliższych dwóch latach, ale nie oczekujemy takiej decyzji ze strony pozostałych agencji



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 8. Mimo bardzo dobrych wyników polskiej gospodarki i wzrostu PKB na mieszkańca w ostatnich latach wciąż pozostaje on poniżej mediany krajów z ratingiem A-/A+.



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Rozważając przyszłe decyzje agencji warto rozróżnić między decyzjami S&P oraz pozostałych agencji (Moody's oraz Fitch). Przypadek S&P jest o tyle specyficzny, że w 2016 r. agencja obniżyła rating Polski do BBB+ i jest to obecnie najniższy poziom ratingu spośród trzech głównych agencji. W związku z tym niewykluczone, że w najbliższych dwóch latach S&P podwyższy rating do A-, ale będzie to jedynie powrót do poziomu, który

obowiązywał przez wcześniejsze 9 lat. Decyzje Fitch oraz Moody's będą się rządzić innymi prawami.

Analiza metodologii stosowanej przez Fitch oraz Moody's skłania nas do wniosku, że mimo wielu lat bardzo dobrych wyników polskiej gospodarki istnieje kilka przeszkód do wyższej oceny ratingowej. Przy okazji ostatnich przeglądów agencja Fitch stwierdziła, że na podstawie wewnętrznego modelu *Sovereign Rating Model* bazującego na zmiennych makroekonomicznych odpowiedni dla Polski rating to A. Jednak agencja stosuje także „nakładkę” oceny jakościowej na wyniki modelu i postanowiła obniżyć rating Polski względem wyniku modelu o jeden stopień do finalnego A-. W uzasadnieniu Fitch zwracał uwagę przede wszystkim na wciąż wysoki poziom długu zewnętrznego szczególnie w ujęciu netto, który zgodnie z szacunkami agencji wyniósł na koniec 2017 r. około 32% PKB, wobec mediany na poziomie 6% PKB dla grupy krajów z ratingiem A.

Spośród 16 krajów z ratingiem A nadanym przez Fitch Polska plasuje się na jedenastym miejscu w zestawieniu długu zewnętrznego do PKB. Choć około jedną piątą zadłużenia zewnętrznego stanowią pożyczki wewnętrzne od spółek matek, tj. inwestorów długoterminowych, które charakteryzuje niskie ryzyko refinansowania, to dostrzegamy także inny istotny czynnik z punktu widzenia ratingu. Ograniczeniem w tym względzie jest naszym zdaniem wysoki poziom długu walutowego, który stanowi obecnie ok. 32% łącznego zadłużenia Skarbu Państwa. Choć celem Ministerstwa Finansów jest zmniejszenie tej relacji do 30%, to wydaje się, że nie jest to wystarczająca skala redukcji, aby usatysfakcjonować Fitch. Poziom długu walutowego jest także czynnikiem ograniczającym poprawę ratingu według metodologii Moody's, choć ta agencja już teraz przyznaje Polsce najwyższy rating spośród trzech głównych agencji.

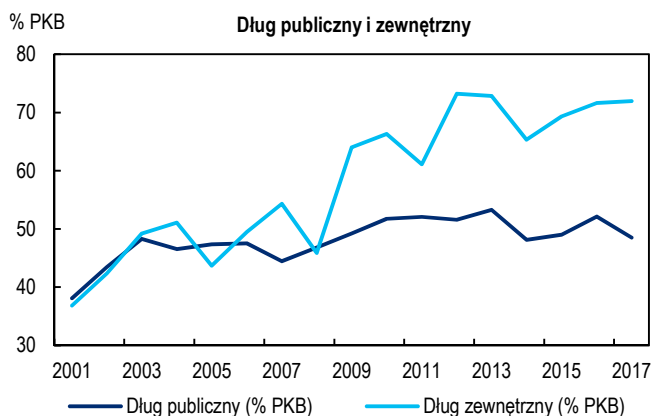
Tabela 2. Zestawienie głównych wielkości makroekonomicznych istotnych z punktu widzenia ratingu kraju

Kraj	Rating wg Fitch	PKB per capita (PPP, Int \$)	Dług zewnętrzny (% PKB)	PKB (% globalnego PKB)	Dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)	Saldo fiskalne (% PKB)	Pokrycie importu przez rezerwy walutowe (mies.)
Łotwa	A-	27644	150	0,0	35	0,0	--
Litwa	A-	32299	88	0,1	37	0,6	--
Malezja	A-	29041	69	0,7	54	-2,9	6
Polska	A-	29521	72	0,9	51	-1,7	5
Hiszpania	A-	38286	175	1,4	98	-3,1	--
Chile	A	24537	66	0,4	24	-2,7	6
Islandia	A	51842	91	0,0	41	1,6	10
Japonia	A	42832	74	4,3	236	-4,2	17
Chiny	A+	16660	14	18,2	48	-4,0	17
Czechy	A+	35512	96	0,3	35	1,3	6
Irlandia	A+	75538	727	0,3	69	-0,4	--
Izrael	A+	36340	25	0,2	61	-2,2	11
Malta	A+	41945	861	0,0	53	1,9	--
Arabia Saudyjska	A+	54777	22	1,4	17	-9,0	32
Słowacja	A+	33025	118	0,1	50	-1,6	--
Słowenia	A+	34407	107	0,1	75	-0,8	--

Źródło: MFW, Bank Światowy, Haver, Reuters, Citi Handlowy

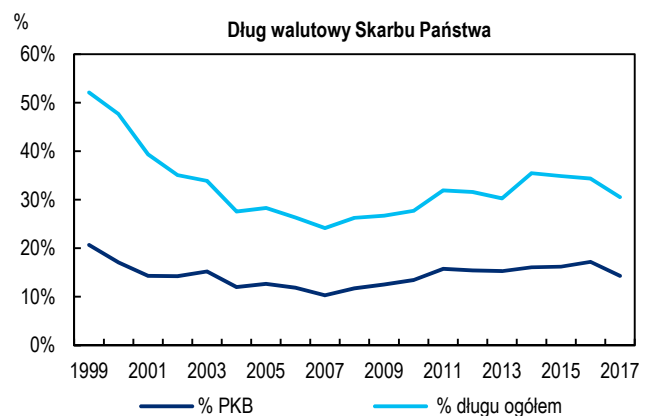
Fitch zwrócił uwagę, że poziom PKB na mieszkańca jest wciąż stosunkowo niski, szczególnie w odniesieniu do krajów z ratingiem A-/A/A+, mimo wielu lat szybkiego wzrostu gospodarczego i uniknięcia recesji. W tej grupie Polska plasuje się na dwunastym miejscu spośród szesnastu krajów. Jedyne dwa kraje z poziomem PKB na mieszkańca poniżej poziomu Polski, a z wyższym ratingiem to Chile i Chiny. Jednak w przypadku Chile rating jest w trendzie spadkowym między innymi przez pogorszenie perspektyw rynku miedzi i wpływu tego czynnika na potencjalne tempo wzrostu w Chile. Z kolei w Chinach kluczowe czynniki stojące za wyższym ratingiem to skala gospodarki i jej wpływ na globalną gospodarkę, poziom rezerw walutowych pokrywający kilkunastokrotnie średnio-miesięczną wartość importu oraz niski poziom długu zewnętrznego. Mimo zmniejszenia deficytu fiskalnego i długu publicznego oraz zrównoważenia bilansu obrotów bieżących, Polska wciąż plasuje się w tych kategoriach poniżej mediany krajów z ratingiem A. Poziom długu publicznego po znacznym spadku w 2017 r. zaledwie powrócił do poziomu z 2015 r. i jest zbliżony do poziomu z lat 2006-2007. Z kolei w przypadku deficytu fiskalnego inne kraje, do których Polska może być porównywana, poprawiły ten wskaźnik w większym stopniu.

Wykres 9. Dług publiczny jest obecnie na poziomach zbliżonych do roku 2007, a dług zewnętrzny jest wyraźnie wyższy



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 10. Naszym zdaniem wysoki udział długu walutowego w całkowitym zadłużeniu SP jest ograniczeniem dla podwyższenia ratingu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

W dłuższej perspektywie (kolejnych dekad) rating Polski będzie ograniczony przez pogarszającą się sytuację demograficzną. Niski przyrost naturalny i prognozowany spadek ludności w wieku produkcyjnym może prowadzić do obniżenia potencjalnego wzrostu PKB. Ponadto ograniczeniem dla wzrostu i ratingu może być także zmniejszenie puli środków unijnych dla Polski po 2020 r. Jednak zarówno konsekwencje wynikające z sytuacji demograficznej jak i przepływów środków unijnych nie mieszczą się w ramach czasowych tegorocznych przeglądów ratingów poszczególnych agencji. W związku z tym nie mają jeszcze negatywnego wpływu na ratingi.

Naszym zdaniem jedynie dalsze znaczne obniżenie długu zewnętrznego lub walutowego może doprowadzić do podwyższenia ratingu Polski przez Moody's oraz Fitch. Wyraźne obniżenie długu zewnętrznego może potrwać jeszcze kilka lat, podobnie jak obniżenie rządowego długu walutowego. Najszybszym sposobem na redukcję długu walutowego byłoby przyjęcie euro, co obniżyłoby udział długu denominowanego w innej walucie niż euro

automatycznie do ok. 7%. Przykład Słowacji, która nie wyróżnia się parametrami makroekonomicznymi w grupie krajów z ratingiem A-/A/A+, a posiada rating A+ (według Fitch i S&P), pokazuje korzyści z przyjęcia wspólnej waluty. Taka decyzja poza eliminacją ryzyka walutowego obniżyłaby koszty obsługi długu, redukując średnie oprocentowanie długu o ok. 1,0-2 pkt. proc. w skali rocznej w porównaniu do obecnych rentowności w złotych (porównując bieżące oprocentowanie 10-letnich obligacji złotych i eurowych). To mogłoby obniżyć koszty finansowania długu i deficyt nawet o ok. 0,5-1 pkt proc. PKB. Ponadto przyjęcie euro doprowadziłoby naszym zdaniem do podwyższenia ratingu Polski o 1-2 stopnie do A-A+, co dodatkowo obniżyłoby koszty obsługi długu w związku z wyższym ratingiem, a także niższą stopą podstawową EBC. Mimo to obecnie perspektywa przyjęcia euro wydaje się bardzo odległa i nie upatrujemy w niej czynnika mogącego w najbliższych latach przyczynić się do poprawy ratingu.

Gospodarka w skrócie

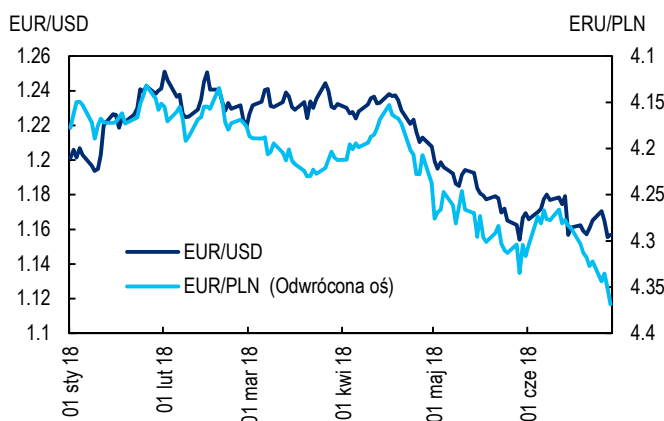
Lepiej późno niż wcale

- Dotychczas perspektywa podwyżek stóp w strefie euro była głównym czynnikiem, który mógłby skłonić Radę Polityki Pieniężnej do szybszego zacieśnienia polityki monetarnej. Teraz, gdy moment podwyżek przez EBC oddala się, spadają również szanse na podwyżki w Polsce w 2019 r.
- Niższa ścieżka stóp procentowych oraz słabszy złoty oznaczają, że wzrost gospodarczy w najbliższych latach może być nieco wyższy niż dotychczas prognozowaliśmy.
- Z czasem powinno to przyczynić się do wyższej inflacji bazowej. Według naszych szacunków CPI w przyszłym roku może sięgnąć około 3%.

Łagodny EBC daje RPP więcej czasu

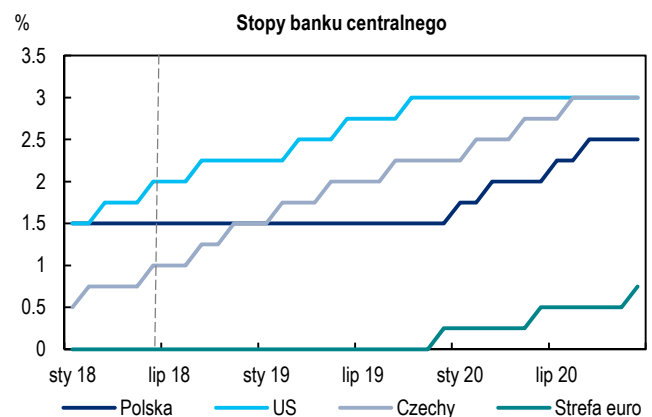
Jednym z najbardziej wyczekiwanym wydarzeń minionego miesiąca było posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego (EBC), podczas którego zarysowana została ścieżka wychodzenia z obecnej, bardzo łagodnej, polityki pieniężnej w strefie euro. EBC zapowiedział, że kwota comiesięcznych zakupów obligacji zostanie od października obniżona o połowę, a od stycznia proces kupowania obligacji zostanie przerwany. Ogłaszając de facto zacieśnienie polityki pieniężnej Europejski Bank Centralny bardzo postarał się, aby brzmieć gołębio. Mario Draghi zasugerował, że ścieżka polityki pieniężnej może ulec zmianie w reakcji na napływające dane oraz zasygnalizował, że do pierwszej podwyżki stopy depozytowej może dojść dopiero po wakacjach 2019 r., a więc później niż dotychczas oczekiwaliśmy. Łagodny ton EBC dał euro kolejny impuls do osłabienia, popychając EUR/USD. Siła dolara i słabość euro doprowadziły również do osłabienia złotego i innych walut rynków wschodzących, a także przesunęła prognozy walutowe w kierunku słabszej trajektorii kursu PLN.

Wykres 11. W reakcji na łagodny ton EBC euro ponownie straciło na wartości, a wraz z nim złoty



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 12. RPP zapewne odłoży podwyżki stóp na 2020 r. i pod tym względem pozostanie w tyle za innymi bankami centralnymi

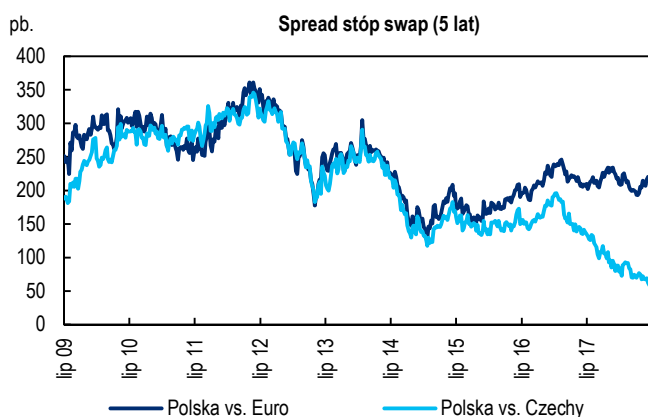


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Łagodny ton ze strony EBC ma również znaczenie dla stóp procentowych w kraju. Od miesięcy przedstawiciele Rady Polityki Pieniężnej wyraźnie sygnalizują, że chcą odłożyć moment pierwszej podwyżki stóp procentowych na odległą, bliżej nieokreśloną przyszłość. Dotychczas na RPP większego wrażenia nie robił bardzo wysoki wzrost PKB oraz konsumpcji, a także oznaki presji płacowej. Władze monetarne podkreślały za to, że bieżąca inflacja utrzymuje się poniżej celu, a inne banki centralne nie spieszą się z zacieśnieniem polityki pieniężnej. Z tego względu – jak argumentowaliśmy w naszych raportach - czynnikiem, który mógłby skłonić RPP do działania byłaby jednoczesna mieszanka wysokiej bieżącej (a nie tylko przewidywanej) inflacji oraz podwyżki stóp procentowych przez EBC. W takim scenariuszu trudno byłoby już RPP powoływać się na łagodną politykę stóp procentowych w strefie euro. Biorąc to pod uwagę, ostatnia decyzja EBC odkładająca podwyżki w strefie euro na koniec 2019 roku oznacza, że Radzie Polityki Pieniężnej będzie łatwiej trzymać się swojej dotychczasowej łagodnej retoryki. Tym bardziej, że inflacja bazowa w ostatnich miesiącach rozczarowywała, dodatkowo wzmacniając pozycję „gołębi” w RPP.

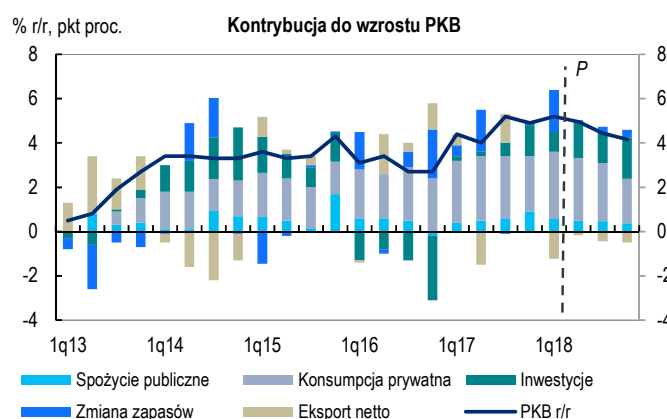
Uwzględniając zmianę retoryki EBC trudno spodziewać się aby RPP zdecydowała się na podwyżki w ciągu najbliższych kilkunastu miesięcy. Dlatego nasz bazowy scenariusz nie zakłada już podwyżki w II połowie 2019 roku, lecz dopiero na początku 2020 roku. Oznacza to, że cykl zacieśnienia monetarnego w kraju będzie opóźniony w stosunku do wielu banków centralnych (wykres 12). Do tego czasu stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych mogą być dwukrotnie wyższe niż w Polsce, a stopy w Czechach mogą osiągnąć polski poziom jeszcze przed końcem bieżącego roku.

Wykres 13. Wbrew pozorom stopy procentowe w Polsce wcale nie są na historycznie wysokim poziomie w porównaniu z Czechami (ani nawet ze strefą euro)



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy,

Wykres 14. Wzrost gospodarczy w II kwartale prawdopodobnie był porównywalny do wyjątkowo dobrego I kw.



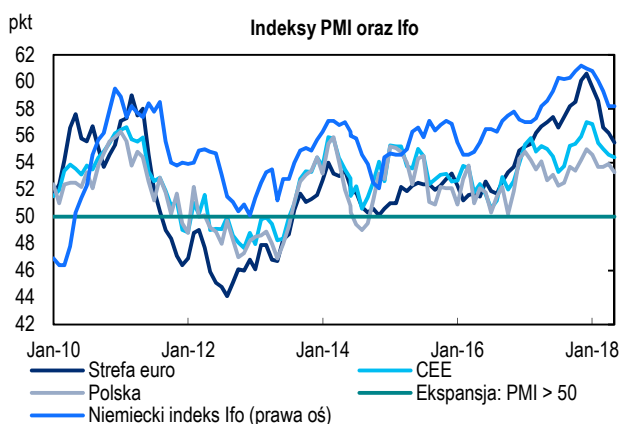
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kolejna rewizja prognoz wzrostu w górę

Niższa ścieżka stóp procentowych ma konsekwencje również dla innych zmiennych. Przede wszystkim oznacza ona, że wzrost gospodarczy w Polsce będzie nieco wyższy niż dotychczas oczekiwaliśmy.

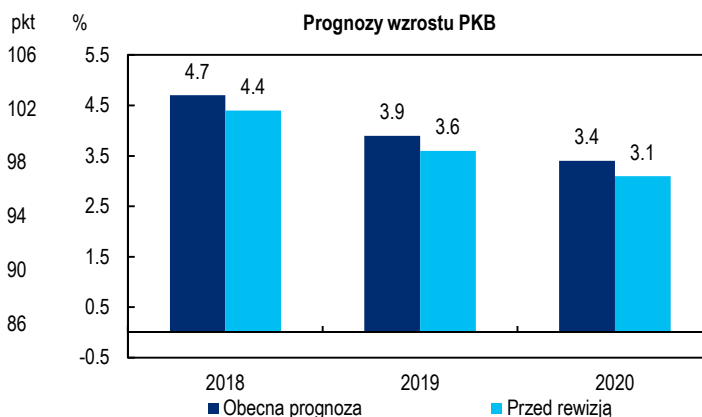
Jeżeli chodzi o 2018 rok, spodziewamy się, że PKB wzrośnie o około 4,7%, a w 2019 i 2020 r. wyniesie odpowiednio 3,9% oraz 3,4%. Korekta prognoz wzrostu na rok bieżący to przede wszystkim efekt bardzo dobrego pierwszej połowy roku oraz osłabienia złotego. Dostępne dane za kwiecień i maj sugerują bowiem, że w II kwartale wzrost mógł sięgnąć około 5-5,2%, a więc był zbliżony do I kwartału. Wysoki wkład zapasów z początku roku najprawdopodobniej nie będzie już do utrzymania w II kwartale, ale w krótkim czasie powinno to być kompensowane przez saldo handlu zagranicznego dzięki osłabieniu złotego.

Wykres 15. Wskaźniki nastrojów przedsiębiorców utrzymują się na wysokich poziomach pomimo słabszych odczytów w Niemczech



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 16. Słabszy złoty, niższe stopy procentowe i prawdopodobnie luźniejsza polityka fiskalna zapowiadają wyższy wzrost niż dotychczas zakładaliśmy



Źródło: Prognozy Citi Handlowy

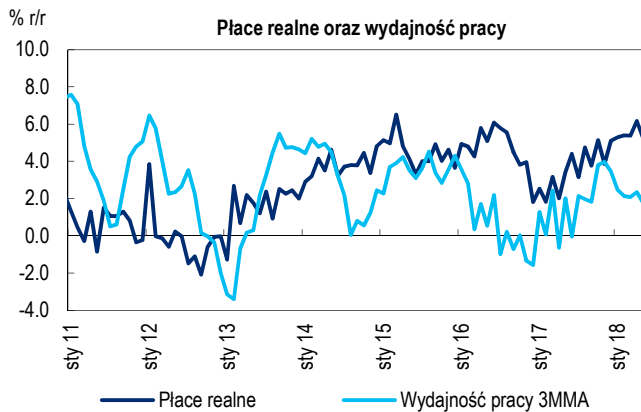
Z kolei rewizja wzrostu w 2019 oraz 2020 r. odzwierciedla bardziej akomodacyjną politykę gospodarczą. Po pierwsze, jak wspominaliśmy powyżej, ścieżka stóp procentowych w 2019-2020 będzie niższa niż dotychczas oczekiwaliśmy. Po drugie, dobra sytuacja budżetu wynikająca z pozytywnej koniunktury i poprawy ściągальności podatków zwiększa szanse lekkiego poluzowania polityki fiskalnej w 2019 roku. Tym bardziej, że mieszanka dobrej sytuacji budżetowej oraz bardzo napiętej sytuacji na rynku pracy będzie stymulowała żądania płacowe w sektorze publicznym. **Według naszych ocen łączny efekt luźniejszej polityki monetarnej oraz fiskalnej może podnieść wzrost w latach 2019-2020 o około 0,2-0,3 pkt. proc. w stosunku do naszych dotychczasowych prognoz, co pozwoliłoby na wzrost PKB na poziomie odpowiednio 3,9% oraz 3,4%.**

Silny wzrost płac

Wzrost wynagrodzeń w ostatnich miesiącach oscylował w pobliżu 7%, będąc na ścieżce spójnej z naszą prognozą średniorocznego wzrostu o 7,3% w całym 2018 r. Jak sygnalizowaliśmy w rocznym raporcie z grudnia 2017 r., osiągnięcie dwucyfrowych wzrostów w tym roku może być trudne, ale w przypadku poszczególnych branż wydaje się to jak najbardziej wykonalne. Już obecnie wynagrodzenia w budownictwie rosną o ponad 10%, a presja płacowa szczególnie uwidacznia się w firmach zajmujących się budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (infrastruktura). Z kolei firmy zajmujące się produkcją metali, administrowaniem oraz informacją i komunikacją zanotowały w pierwszych pięciu miesiącach roku średnioroczne podwyżki płac o ponad 8%. Mówienie o gasnącej presji

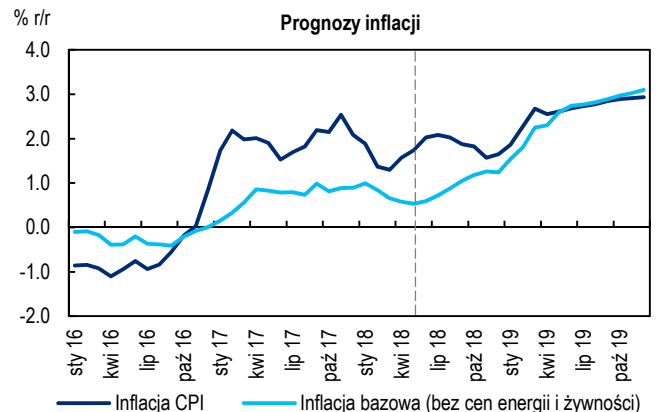
płacowej wydaje się więc przesadą, szczególnie, że od dłuższego czasu wynagrodzenia realne rosną w tempie szybszym niż wydajność pracy (wykres 17).

Wykres 17. Wynagrodzenia realne rosną w tempie szybszym niż wydajność pracy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 18. Przed inflacją kilka miesięcy fluktuacji, ale utrzymuje się trend wzrostowy



Źródło: NBP, GUS, prognozy Citi Handlowy

Największą niespodzianką ostatnich miesięcy jest uporczywie niska inflacja bazowa, która częściowo rekompensuje wyraźne podwyżki cen paliw. Niemniej scenariusz wyższego wzrostu gospodarczego, słabszego złota i niższych stóp procentowych powinien sprzyjać wzrostowi inflacji bazowej. Biorąc pod uwagę, że wydajność pracy nie nadąża nad rosnącymi realnymi płacami, zmniejszające się marże firm będą pchać inflację w górę. Liczba proinflacyjnych czynników jest na tyle wysoka, że łatwo wyobrazić sobie scenariusz znacznej niespodzianki inflacyjnej. Niemniej nauczani doświadczeniami ostatnich miesięcy, gdy inflacja bazowa uporczywie zaskakiwała w dół, pozostawiamy ścieżkę inflacyjną praktycznie nie zmienioną w stosunku do dotychczasowych prognoz.

Nasze prognozy wskazują na wzrost inflacji CPI do około 2,1% r/r w lipcu, a następnie jej obniżenie do końca roku do 1,7%, głównie za sprawą wysokiej bazy statystycznej. W trakcie 2019 roku jednak inflacja prawdopodobnie będzie stopniowo zmierzać w kierunku 3% i to za sprawą rosnącej inflacji bazowej (wykres 18 oraz tabela 3).

Tabela 3. Prognoza inflacji Citi Handlowy

	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19
CPI % r/r	2,0	2,1	2,0	1,9	1,8	1,6	1,7	1,9	2,3	2,7	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2017							2018					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9,3	4,5	6,3	8,8	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,8	9,3	5,3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	5,4	2,7	-8,4	5,9	6,0	5,1	-1,1	-9,9	4,0	-2,3	11,2	-6,8	1,6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	9,5	5,0	6,8	8,6	5,8	13,9	10,9	3,7	9,8	7,2	0,4	9,6	5,5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	8,3	11,6	19,7	23,5	15,5	20,2	19,8	12,9	34,8	31,1	16,1	19,7	20,7
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6
Stopa bezrobocia (%)	7,4	7,1	7,1	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7
Inflacja (% m/m)	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,5	0,5	0,2	0,3	-0,2	-0,1	0,5	0,2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	2,8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,6	-0,4	0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,2	0,6	0,3	1,1
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-202	-902	-296	311	218	436	278	-699	2.072	-972	-982	-21	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,5	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-70	-202	-136	288	479	284	208	-1175	-156	-601	-317	314	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	16797	16576	15592	15842	17408	17976	18354	15313	17046	16239	18117	17176	-
Eksport (% r/r)	19,1	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,5	-2,0	8,6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	16867	16778	15728	15554	16929	17692	18146	16488	17202	16840	18434	16862	-
Import (% r/r)	21,5	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	1,6	9,9	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,3	5,0	5,0	5,5	5,4	4,7	3,9	2,4	6,0	4,9	5,8	5,7	6,6
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6,2	5,3	4,7	5,0	5,0	4,9	4,0	3,9	3,8	4,1	4,6	4,5	5,9
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,9	1,3	2,7	3,3	2,6	5,4	3,8	2,4	4,3	3,8	4,5	4,5	3,6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3,4	3,1	2,9	3,0	3,3	2,8	1,7	1,7	2,3	2,7	3,3	3,3	4,9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5,3	6,1	5,9	6,6	5,8	6,1	4,9	6,0	6,4	6,9	6,9	5,0	7,5
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	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,57	1,61	1,56	1,41	1,50	1,26	1,27	1,47	1,35	1,40	1,34	1,32	1,36
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45
EUR/PLN (koniec okresu)	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31
USD/PLN (koniec okresu)	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69
EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	0,2	-5,9	-2,4	-4,9	-3,8	-2,7	2,4	25,4	-8,6	-4,5	-3,1	-9,3	-
Def. budżetowy skum. (% planu)	0,3%	-9,9%	-4,0%	-8,3%	-6,4%	-4,5%	4,1%	42,8%	-20,6%	-10,7%	-7,5%	-22,5%	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. 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	613	720
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 126	2 272
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	16 008	18 796
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	4,7	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	7,6	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,0	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,4	3,8
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	2,8	5,8
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	4,6	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,7	2,9
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	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,64	1,87
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,50	3,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,55	3,11
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,47	3,20
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,22	4,14
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,20	4,14
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,6	-3,6
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	-1,7	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	-0,2	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	47,0	45,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,6	4,7	3,9	3,4	2,9	2,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,7	2,6	2,8	2,4	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,1	-0,4	-0,5	-0,8	-0,8	-0,6
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	2,50	2,50	2,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,55	3,11	2,91	2,88	2,86
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,47	3,20	2,95	2,90	2,87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,18	4,22	4,14	4,10	4,10	4,10
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,20	4,14	4,10	4,10	4,10

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.
