

CitiMonthly

Normalizacja

- Polska gospodarka nie pozostaje obojętna na sygnały znacznego spowolnienia w strefie euro. Dane z ostatnich miesięcy wskazują na wyhamowanie dynamiki PKB w IV kwartale, a trend ten zapewne będzie kontynuowany w 2019 r.
- O ile w Niemczech mówi się o ryzyku recesji, w Polsce sytuacja wygląda zupełnie inaczej. Zamiast o recesji lub o poważnym tąpnięciu, na razie mówimy jednak tylko o normalizacji wzrostu.
- Inflacja w 2019 roku będzie niższa niż szacowano jeszcze kilka tygodni temu, głównie za sprawą słabszej dynamiki cen energii. Jest szansa, że w bieżącym roku średnioroczny wskaźnik CPI nie przekroczy 2%.
- RPP stara się aby przekonać rynek do scenariusza zgodnie z którym stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca roku. Taka wizja wydaje się nam nie tylko realistyczna, ale również prawdopodobna.
- Blisko końca normalizacji stóp jest Fed. Z kolei EBC może ten proces rozpocząć w tym roku, choć wśród inwestorów coraz częściej pojawiają się wątpliwości czy taki scenariusz jest możliwy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

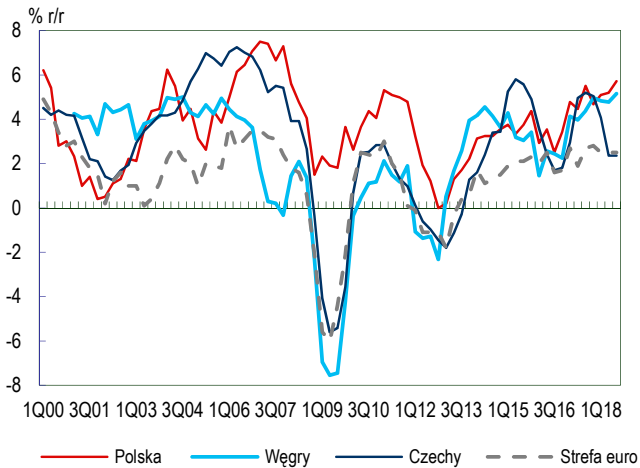
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	III kw.18P	IV kw.18P	I kw.19P	II kw.19P	III kw.19P	IV kw.19P
PKB (% r/r)	5,1	4,7	4,1	3,8	3,5	3,9
Inwestycje (% r/r, śr.)	9,9	7,6	6,1	5,6	4,4	5,4
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,5	4,3	4,5	4,3	4,2	4,1
Inflacja (% r/r, średnia)	2,0	1,4	1,6	1,7	1,6	1,9
Stopa bezrobocia (%)	5,7	5,8	6,2	5,5	5,4	5,7
Stopa ref. NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	4,28	4,29	4,30	4,30	4,29	4,29
USDPLN	3,69	3,77	3,74	3,68	3,61	3,55
Rentown. obligacji 10L (%)	3,24	2,93	2,85	2,90	2,95	3,05
EURUSD	1,16	1,14	1,15	1,17	1,19	1,21
Stopa Fed (%)	2,25	2,50	2,50	2,75	3,00	3,00
Stopa depozytowa EBC (%)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,25	0,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 21.1.2019 r.; R – realizacja, P-prognoza

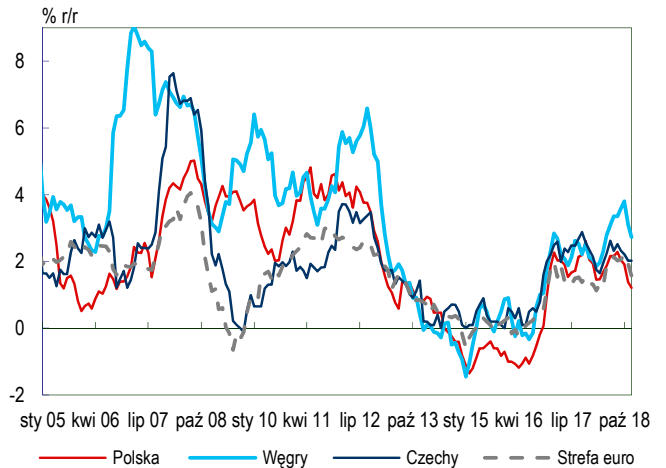
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



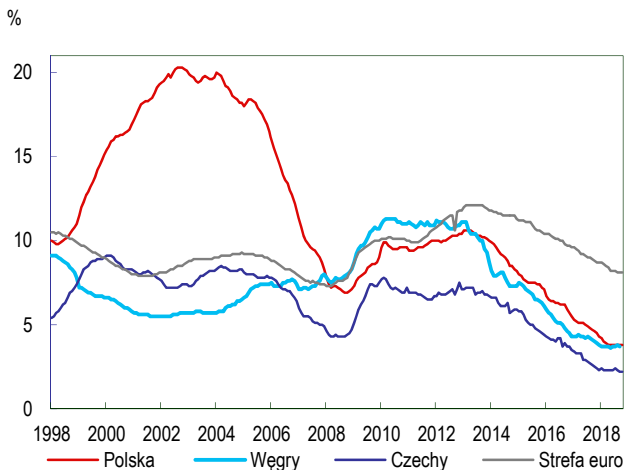
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



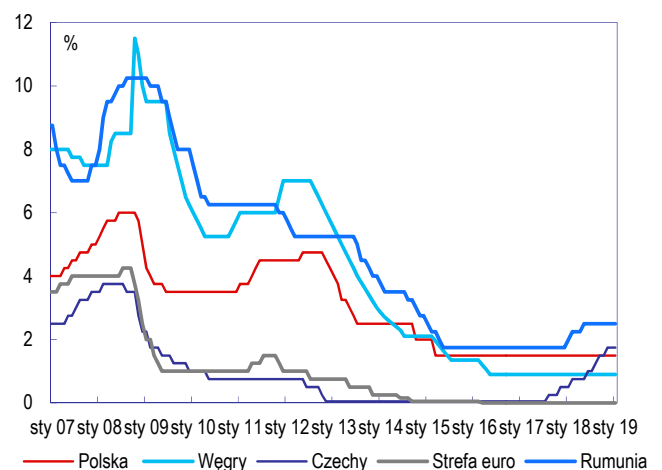
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



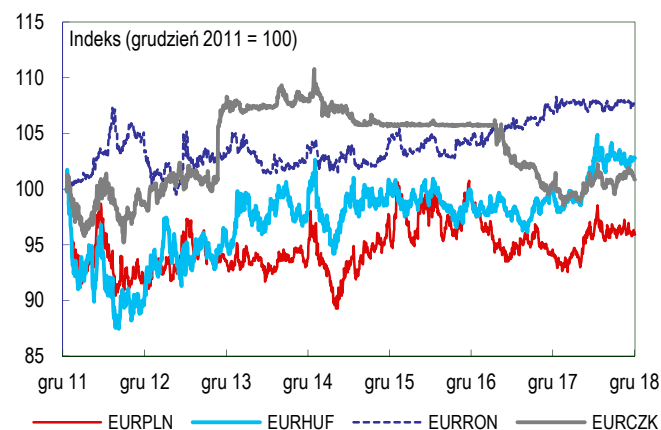
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



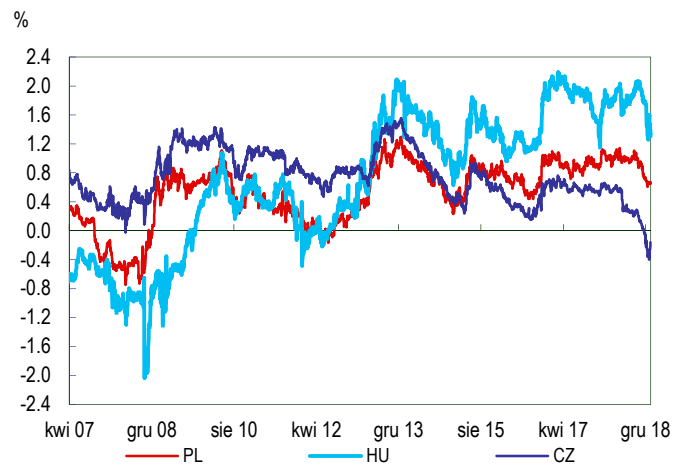
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

Normalizacja

- Polska gospodarka nie pozostaje obojętna na sygnały znacznego spowolnienia w strefie euro. Dane z ostatnich miesięcy wskazują na wyhamowanie dynamiki PKB w IV kwartale, a trend ten zapewne będzie kontynuowany w 2019 r.
- O ile w Niemczech mówi się o ryzyku recesji, w Polsce sytuacja wygląda zupełnie inaczej. Zamiast o recesji lub o poważnym tąpnięciu, na razie mówimy jednak tylko o normalizacji wzrostu.
- Inflacja w 2019 roku będzie niższa niż szacowano jeszcze kilka tygodni temu, głównie za sprawą słabszej dynamiki cen energii. Jest szansa, że w bieżącym roku średnioroczny wskaźnik CPI nie przekroczy 2%.
- RPP stara się przekonać rynek do scenariusza zgodnie z którym stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca roku.

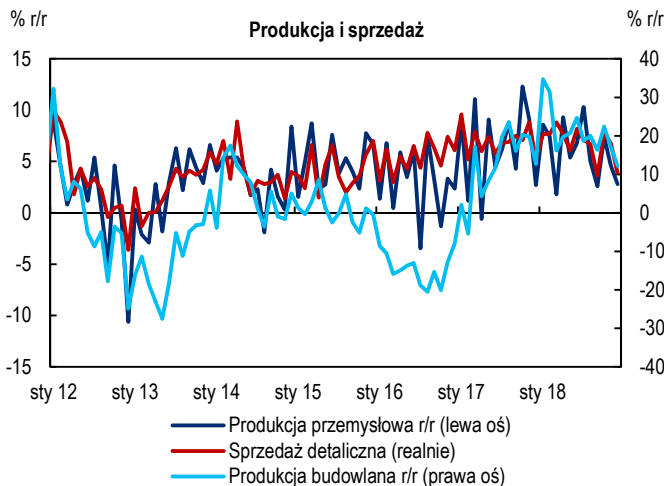
Wytracanie prędkości

Publikowane w styczniu dane za grudzień potwierdzają, że polska gospodarka zaczęła wytracać dotychczasową dynamikę. Produkcja budowlana i przemysłowa zaskoczyły negatywnie, podobnie jak indeks PMI. Ten ostatni wskaźnik prawdopodobnie rysuje nadmiernie pesymistyczny obraz, ponieważ inne – historycznie bardziej „celne” – indeksy nastrojów kształtują się na mniej niepokojących poziomach. Indeksy nastrojów przedsiębiorstw w sektorze budowlanym i handlu także zaczęły się obniżać ale wciąż znajdują się na stosunkowo wysokich poziomach. Ponadto udział wartości dodanej sektora przetwórczego w PKB jest mniejszy niż w innych krajach Europy Środkowej. Niemniej nawet biorąc poprawkę na potencjalnie mylące wskazania PMI, wzrost gospodarczy w ostatnich miesiącach minionego roku najprawdopodobniej wyhamował. Nasz indeks „momentum” obliczony na podstawie danych miesięcznych sugeruje wyhamowanie wzrostu PKB poniżej 1% kw/kw w IV kwartale, wobec 1,7% w III kw. W praktyce jednak wzrost z III kw. był wyjątkowo wysokim wynikiem, który był – naszym zdaniem - nie do utrzymania w dłuższym okresie. Z tego punktu widzenia osłabienie z IV kwartału można uznać co najwyżej za powrót wzrostu do trendu (a więc za normalizację), a nie za poważne tąpnięcie. Szacujemy, że w ujęciu rok-do-roku wzrost wyniósł w IV kwartale około 4,7% r/r.

O ile wzrost pod koniec minionego roku był wciąż wysoki, kolejne kwartały mogą być gorsze. W obliczu niesprzyjającego otoczenia zewnętrznego spowolnienie z IV kwartału może pogłębić się bardziej w I połowie 2019. Biorąc pod uwagę niższe prognozy dla Niemiec (ok. 1% w 2019 roku) nasz model sugeruje wzrost o około 3,8% w Polsce w całym bieżącym roku. Biorąc pod uwagę dynamikę zmian z ostatnich miesięcy, bilans ryzyk wydaje się jednoznacznie przechylony w dół. Przemawia za tym również „mechanika” cyklu gospodarczego. Po dwóch latach boomu, ochłodzenie koniunktury może łatwo przynieść spowolnienie poniżej potencjału, który jest szacowany obecnie na około 3,5%. O ile przez ostatni rok głosy (w tym również nasze) o zbliżającym się spowolnieniu i powrocie wzrostu do

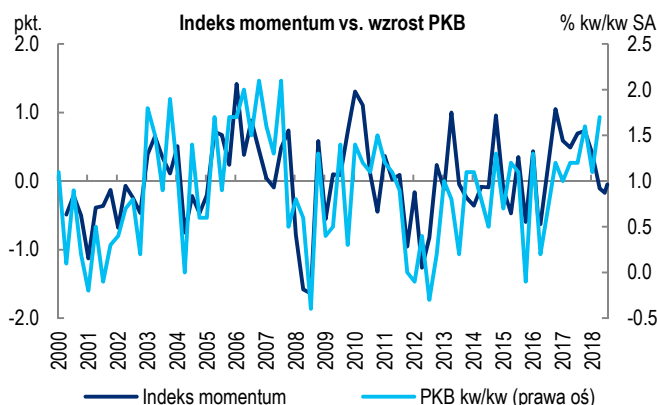
bardziej naturalnych poziomów okazały się nietrafione, teraz otrzymują one poparcie w danych.

Wykres 7. Miesięczne dane o aktywności za grudzień rozczarowały.



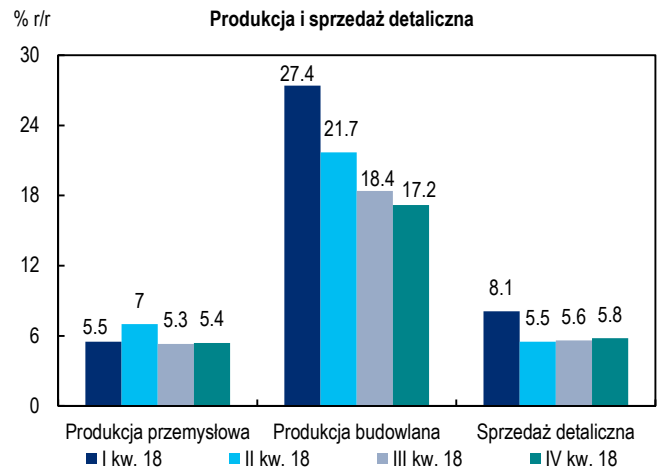
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 9. Nasz indeks „momentum” sygnalizuje, że wzrost PKB w IV kw. był poniżej 1% s.a. wobec 1,7% w III kw.



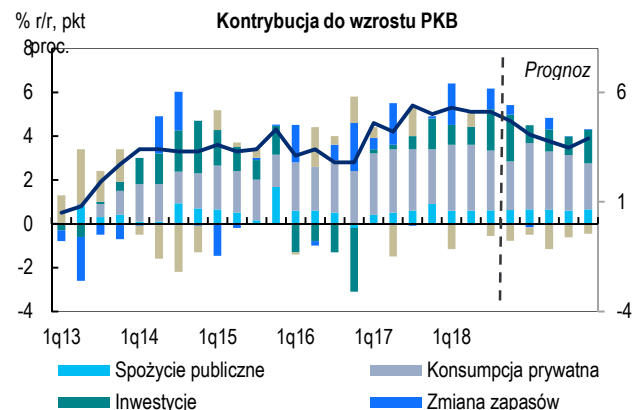
Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 8. Wzrost produkcji budowlanej spowolnił w IV kw., a produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna minimalnie przyspieszyły.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

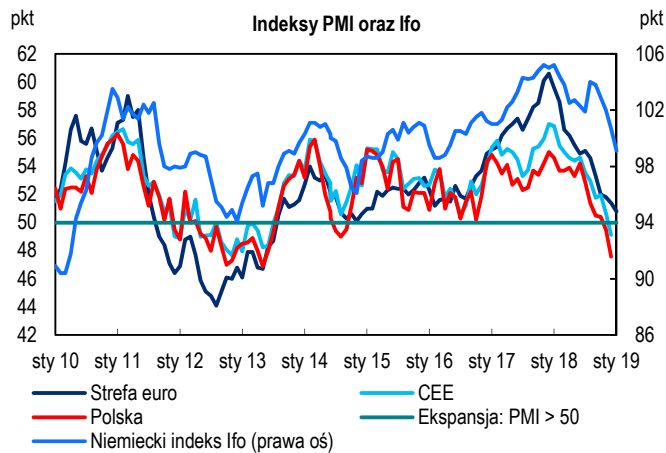
Wykres 10. Nasze szacunki wskazują na spowolnienie wzrostu w ujęciu rocznym w IV kw. do 4,7%.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

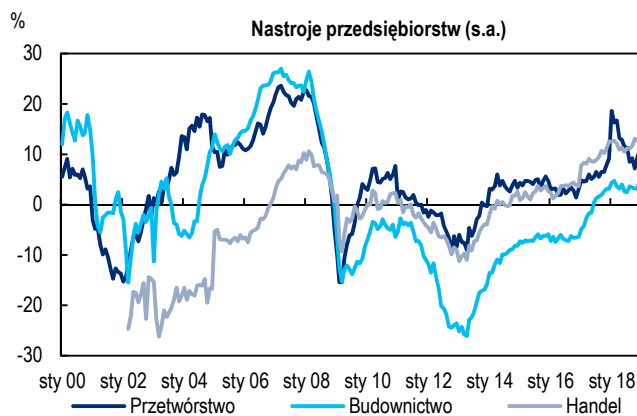
Powyższy scenariusz spowolnienia z 5% do poniżej 4% prowadzi do kilku wniosków. Po pierwsze przy słabszym wzroście napięcia na rynku pracy mogą nieco zelżeć, ale trudno spodziewać się znacznego pogorszenia siły przetargowej pracowników. Nawet jeżeli osłabnie dynamika płac, to powinna ona wciąż być wyższa niż tempo wzrostu wydajności pracy. Nasze przypuszczenia potwierdzają zresztą ostatnie badania ankietowe NBP, które sygnalizują ponowny wzrost presji płacowej. Po drugie, chociaż w skali gospodarki wzrost nieco poniżej 4% nie jest problemem, dla niektórych firm, które w ostatnich latach straciły konkurencyjność, trudniejsze warunki rynkowe mogą okazać się wyzwaniem. Można więc oczekiwać, że wolniejszy wzrost uwypukli problemy w poszczególnych firmach i przyczyni się do wzrostu liczby upadłości.

Wykres 11. Wskaźniki wyprzedzające koniunktury sygnalizują pogorszenie sytuacji gospodarczej.



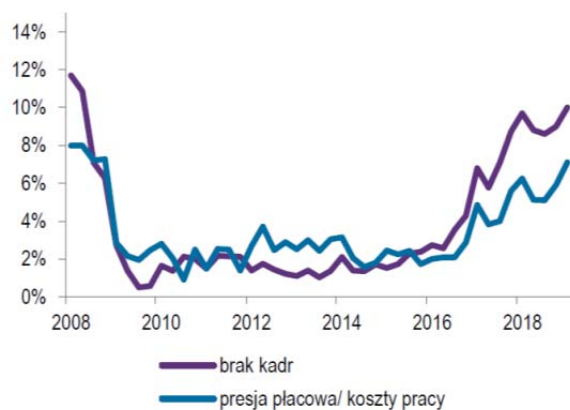
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 13. Choć ocena bieżącej sytuacji w innych branżach poza przemysłem jest wciąż dobra ...



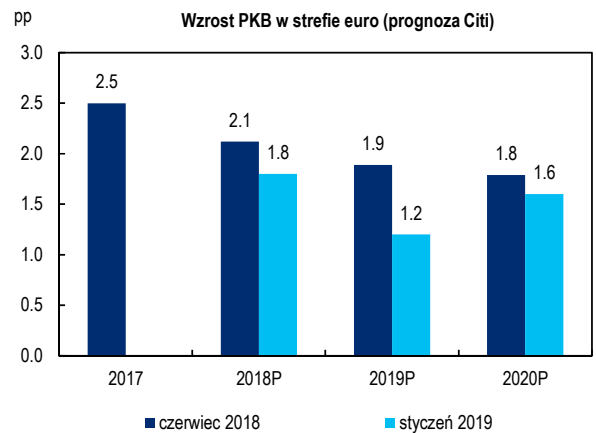
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 15. Badania NBP pokazują ponowny wzrost indeksu niedoboru siły roboczej do najwyższego poziomu od początku 2008 r.



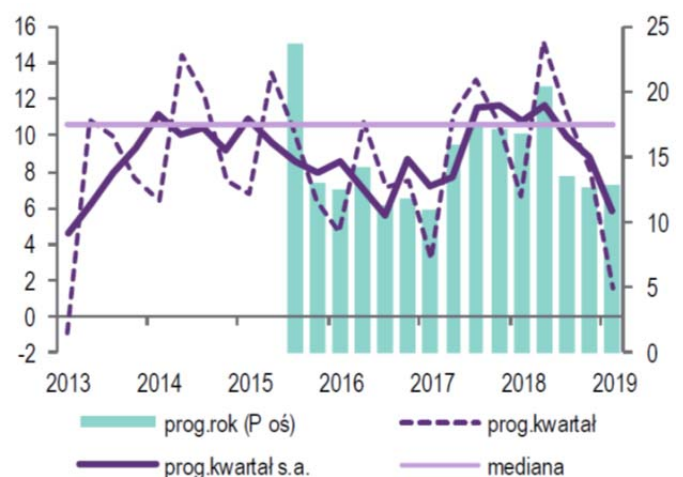
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Od połowy 2018 r. prognozy wzrostu dla strefy na lata 2018-2020 zostały znacznie obniżone.



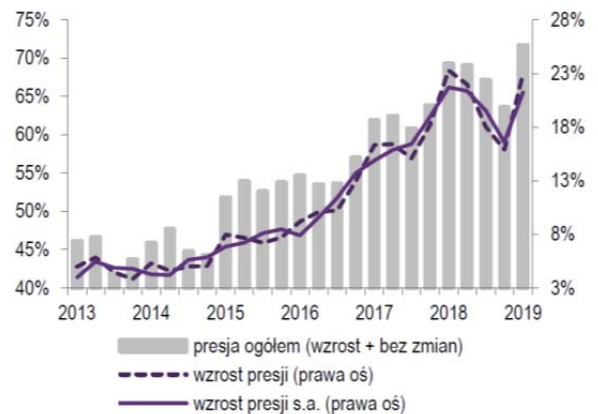
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. ... to firmy prognozują pogorszenie swojej sytuacji.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

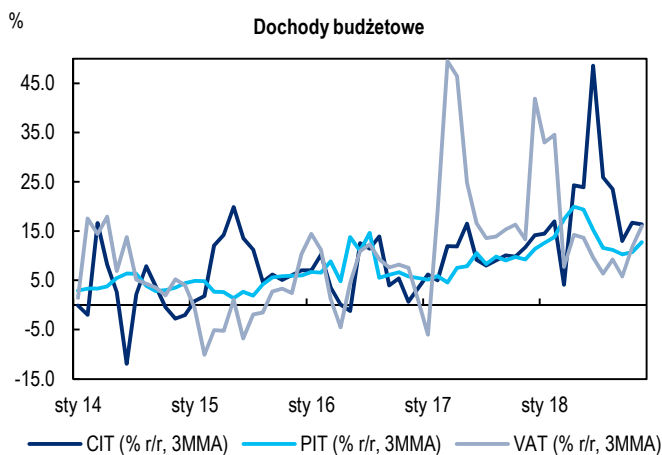
Wykres 16. Pod koniec 2018 r. ponownie wzrósł także indeks presji płacowej do historycznego maksimum.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

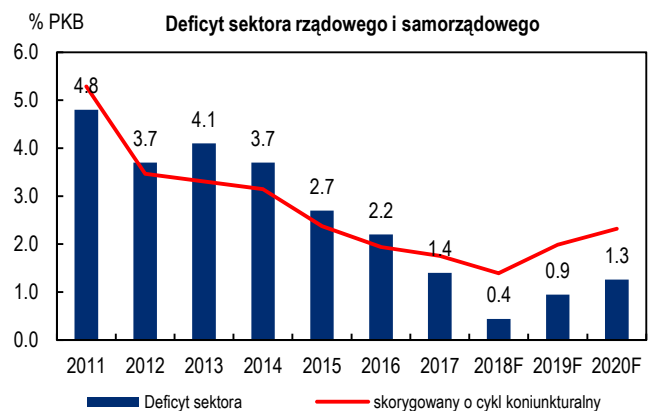
Po trzecie, w okresie spowolnienia trudno będzie powtórzyć wyjątkowo dobre wyniki fiskalne z lat 2017-2018. Dotychczasowa poprawa ściągalności podatków będzie wsparciem dla budżetu, jednak wraz ze stopniowym osłabieniem popytu konsumpcyjnego tempo wzrostu bazy podatkowej będzie się obniżać. Dlatego spodziewamy się wzrostu deficytu sektora rządowego i samorządowego do około 0,9% PKB w 2019 roku. Gdyby doniesienia prasowe o pracach rządu nad nowym pakietem fiskalnym (obejmującym na przykład wyższe wydatki na transfery do gospodarstw domowych) potwierdziły się, mogłoby to dodatkowo zwiększyć deficyt.

Wykres 17. Wzrost dochodów podatkowych pozostał wysoki w 2018 dzięki przyspieszeniu dochodów CIT i PIT, pomimo spowolnienia w VAT.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 18. Oczekujemy wyższego deficytu w tym roku m.in. w związku z wolniejszym wzrostem PKB.



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy

Brak energii do wzrostu cen

Nasz oraz „rynkowy” scenariusz inflacyjny uległ istotnej zmianie w ciągu ostatnich tygodni, a to głównie za sprawą przyjętej ustawy stabilizującej koszt rachunków za energię elektryczną. W ostatnich dniach grudnia rząd zdecydował się zmodyfikować ustawę i oprócz stabilizacji cen dla gospodarstw domowych wprowadził do niej również zapisy ustalające ceny dla firm oraz samorządów. Pozostaje wiele znaków zapytania odnośnie konsekwencji tej ustawy, jednak powinna ona znacznie obniżyć ścieżkę inflacji w stosunku do poprzednich oczekiwań, a to głównie za sprawą powstrzymania wzrostu kosztów produkcji. W rezultacie nasza prognoza sugeruje, że wskaźnik CPI w całym 2019 roku pozostanie średnio poniżej 2%, a więc nie tylko poniżej celu Narodowego Banku Polskiego (2,5%) oraz naszej grudniowej prognozy (2,2%), lecz również poniżej projekcji banku centralnego (3,2%). Brak wzrostu kosztów produkcji oznacza, że obniżona zostanie nie tylko ścieżka CPI, lecz również prognoza inflacji bazowej.

Wciąż dostrzegamy zagrożenia inflacyjne związane z napiętą sytuacją na rynku pracy, wysokim wykorzystaniem mocy produkcyjnych oraz faktem, że marże polskich firm znajdują się obecnie na wieloletnich minimach. Niemniej wpływ niższych cen energii był na tyle istotny, że w horyzoncie roku trudno realistycznie oczekiwać wzrostu inflacji do niepokojących poziomów.

Tabela 2. Prognozowana ścieżka inflacji.

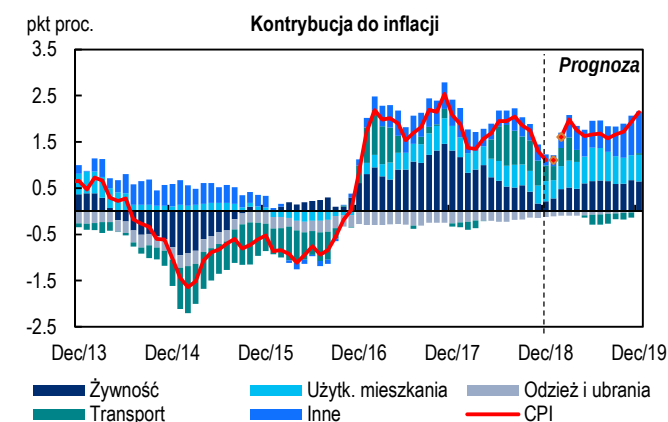
	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19
CPI % r/r	1,1	1,6	2,0	1,8	1,6	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7	1,9	2,1

Pełna kadencja bez zmian stóp?

Na początku roku zrewidowaliśmy naszą prognozę stóp procentowych i obecnie nie oczekujemy zmian stóp przynajmniej do końca kadencji RPP. Wypowiedzi członków RPP, które pojawiły się od tego czasu tylko nas w tym przekonaniu utwierdzają. Podczas styczniowej konferencji po posiedzeniu RPP prezes Głapiński rzeczywiście zasygnalizował, że stopy mogą pozostać bez zmian do końca kadencji. Biorąc pod uwagę, że Rada nie wykazywała chęci podwyżek nawet gdy projekcja pokazywała inflację powyżej celu przez dwa kolejne lata (tak było w przypadku projekcji na lata 2019-2020 w listopadzie ub.r.), w obecnym scenariuszu niższej inflacji i niższego wzrostu gospodarczego trudno spodziewać się prób zacieśnienia polityki pieniężnej.

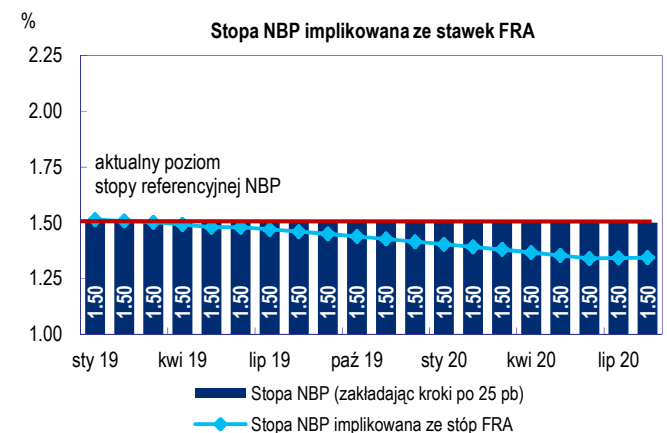
Po stronie RPP nie widać również zapału do cięcia stóp. Prezes NBP zasugerował w styczniu, że według analiz banku centralnego obniżki stóp mogłyby zaszkodzić bankom spółdzielczym, a przez to stać się zagrożeniem dla stabilności sektora finansowego (dodał jednak, że najnowsze analizy na ten temat są już mniej jednoznaczne). Gdyby rozluźnienie polityki pieniężnej miało rzeczywiście nastąpić, Rada mogłaby pokusić się o wypróbowanie niekonwencjonalnych działań. Tak przynajmniej twierdzą przedstawiciele NBP, którzy jednak nie sprecyzowali jakie działania mogłyby wchodzić w grę. Naszym zdaniem na razie droga do luzowania polityki pieniężnej wydaje się długa i dlatego w podstawowym scenariuszu zakładamy, że najbliższe lata, miną pod znakiem braku zmian w polityce monetarnej (ani w postaci zmian stóp, ani wykorzystania narzędzi niekonwencjonalnych).

Wykres 19. Spodziewamy się utrzymania inflacji poniżej celu do końca kadencji RPP.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 20. Rynek nie wycenia obecnie podwyżek stóp procentowych.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Stabilny kurs złotego

Sądzimy, że kurs złotego wobec euro utrzyma się na stosunkowo słabych poziomach w pobliżu 4,30 do końca roku. W ostatnich miesiącach kurs złotego wobec euro był wyjątkowo stabilny w związku z bardzo dobrymi parametrami fundamentalnymi, tj. wciąż wysokim wzrostem, niskim deficytem obrotów bieżących i niskim deficytem fiskalnym, ale prawdopodobnie przede wszystkim dzięki stabilnemu kursowi EURUSD. Sądzimy, że kurs złotego wobec euro może utrzymać się do końca roku na zbliżonych poziomach, choć okresowo zmienność kursu może rosnąć. W kierunku mocniejszego złotego powinno oddziaływać oczekiwane przez nas umocnienie euro wobec dolara do 1,21 do końca roku i do 1,30 w 2020 r. Z drugiej strony w przeciwną stronę powinno oddziaływać oczekiwane stopniowe spowolnienie wzrostu PKB, stopniowy wzrost deficytu obrotów bieżących i deficytu fiskalnego oraz utrzymanie gołębiego tonu i stóp NBP na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas, co przy wciąż oczekiwanych przez nas podwyżkach stóp przez EBC będzie prowadzić do zmniejszenia dysparytetu stóp procentowych.

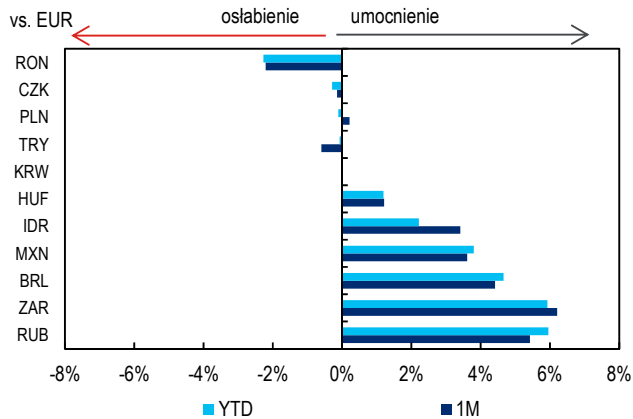
Przejściowe wzrosty zmienności mogłyby nastąpić w tym roku w reakcji na wydarzenia prowadzące do wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach takie jak np. Brexit w przypadku braku wypracowania porozumienia między Wielką Brytanią i Unią Europejską przed 29 marca i wzrostem ryzyka „twardego Brexitu”. Jednocześnie podobny scenariusz możliwy jest przed lub także po wyborach parlamentarnych w Polsce w związku z niepewnością co do ostatecznego ich wyniku i kształtu przyszłego parlamentu oraz rządu.

Obligacje w cenie

Oczekujemy wzrostu rentowności w kolejnych kwartałach w związku z oczekiwanym stopniowym odbiciem inflacji oraz sporą emisją obligacji krajowych w kolejnych miesiącach. Prognozujemy także wzrost rentowności niemieckich 10-letnich Bundów do końca roku do poziomu ok. 0,55% z obecnych 0,18%, co powinno sprzyjać osłabieniu krajowych obligacji w ciągu roku z obecnych bardzo mocnych poziomów, ale także zawężeniu spreadów do Bundów. Niskie rentowności są częściowo wynikiem przeszacowania oczekiwań rynkowych odnośnie zmiany stóp procentowych, które naszym zdaniem może się utrzymać przez dłuższy czas. Spadek stawek na krótkim końcu krzywej sprawił, że rynek częściowo wycenia nawet możliwość obniżenia stóp procentowych. W przypadku wzrostu awersji do ryzyka lub odbicia cen ropy, wyższych odczytów płać czy osłabienia złotego w związku z niepewnością dotyczącą Brexitu rynek mógłby ponownie zacząć wyceniać podwyżki stóp. Jednak naszym zdaniem będą to przejściowe odchylenia.

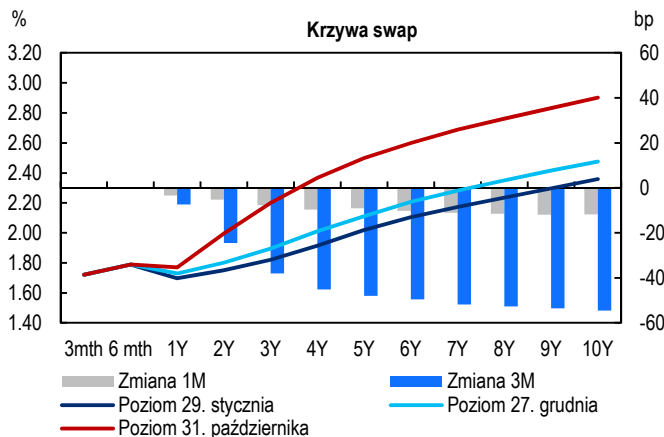
Przegląd rynku

Wykres 21. W ciągu ostatniego miesiąca złoty pozostał relatywnie stabilny.



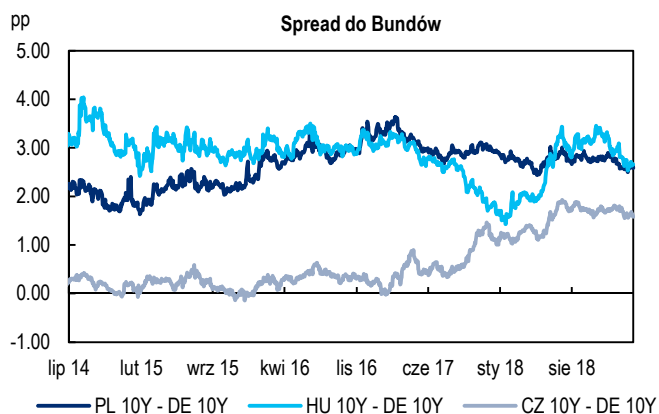
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 23. Krzywa stóp swap w ostatnich trzech miesiącach spłaszczyła się.



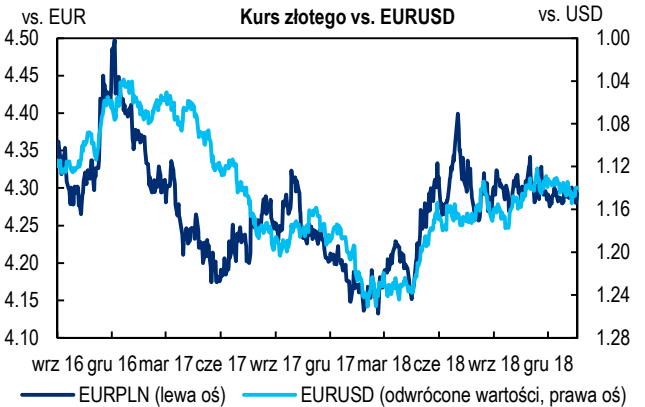
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 25. Spreads wobec Bundów zawęziły się w ostatnich miesiącach.



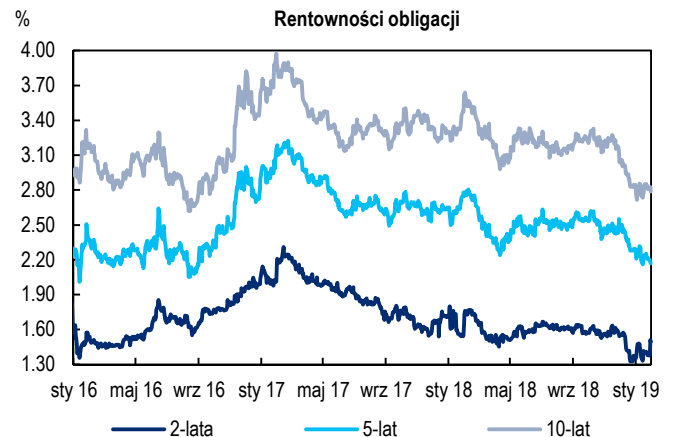
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Złoty pozostaje skorelowany z dolarem i zarówno EURPLN jak i EURUSD pozostają wyjątkowo stabilne.



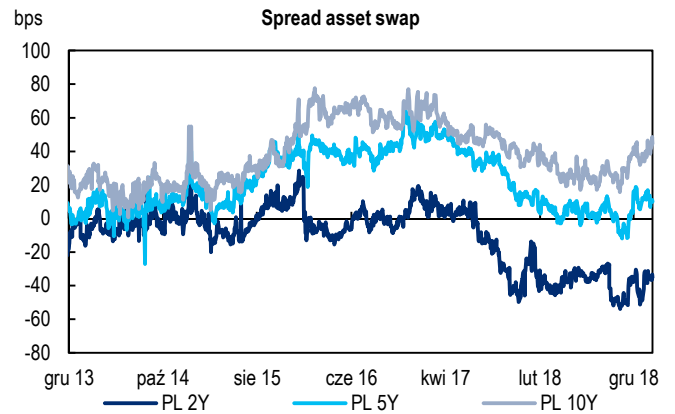
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Rentowności obligacji spadły w ostatnim miesiącu.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Spread kredytowe asset swap zaczęły rosnąć od końca ubiegłego roku.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2017						2018						
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.8	8.6	7.3	1.8	9.3	5.2	6.7	10.3	5.0	2.7	7.4	4.6	2.8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-9.9	4.0	-2.3	11.2	-6.8	1.4	4.1	-5.4	0.8	3.4	9.9	-3.7	-11.5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3.7	9.8	7.2	0.4	9.6	5.3	6.5	10.2	5.5	1.9	7.4	4.1	2.1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	12.9	34.8	31.1	16.1	19.7	20.6	24.8	18.6	20.1	16.5	22.5	17.1	12.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	6.0	8.2	7.9	9.2	4.6	7.6	10.3	9.3	9.0	5.6	9.7	8.2	4.7
Stopa bezrobocia (%)	6.5	6.6	6.9	6.8	6.6	6.3	6.1	5.9	5.9	5.8	5.7	5.7	5.8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4.6	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.5	3.4	3.2	3.2	3.0	2.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.5	2.1	1.9	1.4	1.3	1.6	1.7	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.3
Inflacja (% m/m)	0.5	0.1	0.3	-0.2	-0.1	0.5	0.2	0.1	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0.3	0.2	-0.1	0.5	1.0	3.0	3.7	3.4	3.0	2.9	3.0	3.2	2.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.3	0.1	-0.2	0.6	0.3	1.3	0.3	0.1	0.0	0.4	0.5	0.5	-0.5
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	7.3	7.3	6.8	6.7	7.8	7.0	7.5	7.2	6.8	6.7	7.6	7.7	6.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,354	2,289	-792	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-221	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0.2	0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1196	-59	-602	-451	139	-68	-374	-417	-363	-506	-569	-229	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15641	17761	16619	17918	17552	17372	18226	17107	17170	17624	20500	20025	-
Eksport (% r/r)	4.8	15.5	6.6	-4.4	9.9	1.4	7.0	8.4	7.3	0.0	12.1	7.1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	16837	17820	17221	18369	17413	17440	18600	17524	17533	18130	21069	20254	-
Import (% r/r)	13.2	19.0	9.5	0.3	13.6	2.9	8.7	10.0	11.2	5.4	17.5	9.9	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	2.4	6.0	4.9	5.8	5.7	6.6	7.2	7.3	7.5	7.9	9.3	9.5	11.6
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	3.9	3.8	4.1	4.6	4.5	5.9	6.3	7.0	7.4	7.8	9.0	9.5	10.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.4	4.3	3.8	4.5	4.5	3.6	6.5	6.5	6.8	6.0	3.9	4.7	4.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	1.7	2.3	2.7	3.3	3.3	4.9	4.7	5.1	5.9	5.3	6.1	6.6	7.0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.0	6.4	6.9	6.9	5.0	7.5	7.0	6.7	6.4	6.9	7.2	7.3	7.6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	1.73	1.72	1.72	1.71	1.70	1.70	1.70	1.70	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.72	1.72	1.72	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.47	1.35	1.40	1.34	1.32	1.36	1.39	1.38	1.35	1.31	1.27	1.11	0.90
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.71	1.64	1.65	1.50	1.51	1.58	1.63	1.64	1.57	1.58	1.56	1.54	1.35
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.65	2.78	2.61	2.35	2.37	2.45	2.54	2.54	2.52	2.55	2.47	2.48	2.29
EUR/PLN (koniec okresu)	4.18	4.15	4.17	4.21	4.24	4.31	4.37	4.27	4.30	4.28	4.34	4.29	4.29
USD/PLN (koniec okresu)	3.48	3.34	3.42	3.42	3.51	3.69	3.74	3.66	3.71	3.69	3.84	3.79	3.74
EUR/USD (koniec okresu)	1.20	1.24	1.22	1.23	1.21	1.17	1.17	1.17	1.16	1.16	1.13	1.13	1.15
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	25.4	-8.6	-4.5	-3.1	-9.3	-9.6	-9.5	0.9	-1.1	-4.1	-6.5	-	-
Def. budżetowy skum. (% planu)	42.8%	-20.6%	-10.7%	-7.5%	-22.5%	-23.1%	-23.0%	2.1%	-2.5%	-10.0%	-15.6%	-	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	585	611
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.629	1.657	1.720	1.799	1.858	1.982	2.111	2.236
PKB per capita (USD)	12.994	13.622	14.200	12.415	11.944	13.696	15.230	15.964
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	39,5	38,4	38,4	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,9	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	5,0	3,8
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	7,5	5,4
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,3	4,1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,6	4,2
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,1	4,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	5,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,2
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,7
Place nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,2	7,2
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)	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	3,05
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,77	3,55
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,67
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,30	4,29
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-7,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-1,1
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-5,2	-10,0
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	222,8	247,4	259,7
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,2	252,7	269,7
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	24,0	25,7
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,8	-21,9	-22,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	112,0	119,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,4	-0,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,1	0,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,5	44,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,6	5,0	3,8	3,6	3,3	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	1,7	2,4	2,3	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-0,6	-1,1	-1,3	-1,0	-0,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,77	3,55	3,27	3,15	3,05
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,67	3,40	3,19	3,10
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,18	4,30	4,29	4,25	4,22	4,21
EUR/PLN (Średnia)	4,25	4,26	4,30	4,27	4,23	4,22

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, CFA

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.
