

CitiMonthly

Niedoceniane podwyżki stóp

- Gołębie komentarze ze strony członków Rady Polityki Pieniężnej odegrały istotną rolę w ograniczeniu oczekiwań na podwyżki stóp procentowych wśród inwestorów. Obecnie rynek FRA wycenia w pełni jedynie jedną podwyżkę stóp procentowych do końca 2018 r.
- Najnowsze dane z gospodarki sugerują, że oczekiwania wycenione przez rynek odchyliły się za bardzo w gołębią stronę. Inwestorzy wydają się ignorować oznaki tego, że gospodarka może być na najlepszej drodze to przegrzania.
- Od początku roku prognozy ekonomistów co do wzrostu gospodarczego w I kwartale wzrosły z 2,6% r/r do niemal 4%. Inflacja zaskoczyła w górę, a momentum w inflacji bazowej netto sugeruje, że dalsze wzrosty są prawdopodobne w kolejnych 12 miesiącach.
- Niedobory na rynku pracy powoli stają się przeszkodą do dalszego wzrostu i w przeciwieństwie do opinii konsensusu szacujemy, że napływ Ukraińców będzie niewystarczający, aby rozwiązać problem. W konsekwencji prawdopodobny jest dalszy wzrost żądań płacowych.
- Biorąc to pod uwagę, oraz ton komentarzy członków Rady, naszym zdaniem RPP najprawdopodobniej nie stanie się bardziej gołębia niż jest obecnie. Naszym zdaniem do zmiany tonu RPP może dojść po publikacji lipcowej projekcji inflacji i powinno to znaleźć odzwierciedlenie w odpowiedniej reakcji rynku. Widzimy przestrzeń do czterech podwyżek stóp procentowych w 2018 r, gdyż wzrost gospodarczy utrzymuje się powyżej potencjału, przyszłoroczna inflacja najprawdopodobniej przekroczy cel inflacyjny, a presja płacowa stanie się bardziej widoczna.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

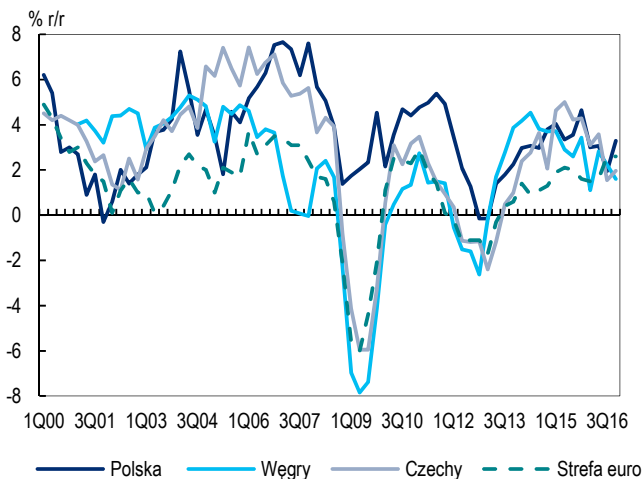
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

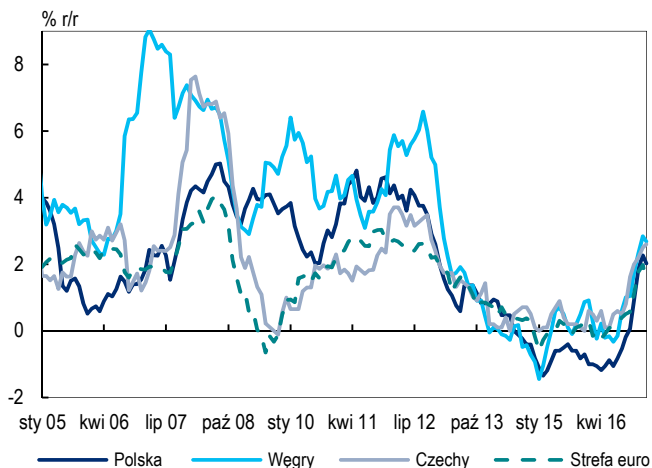
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



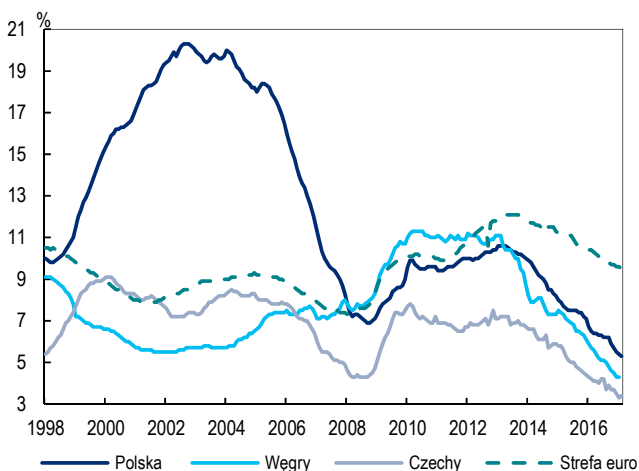
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



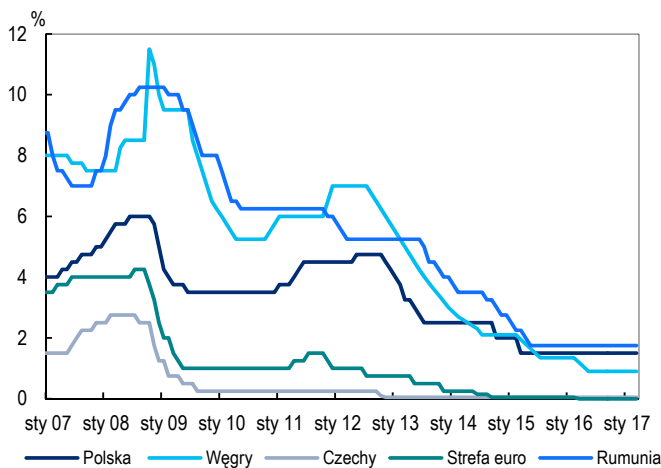
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



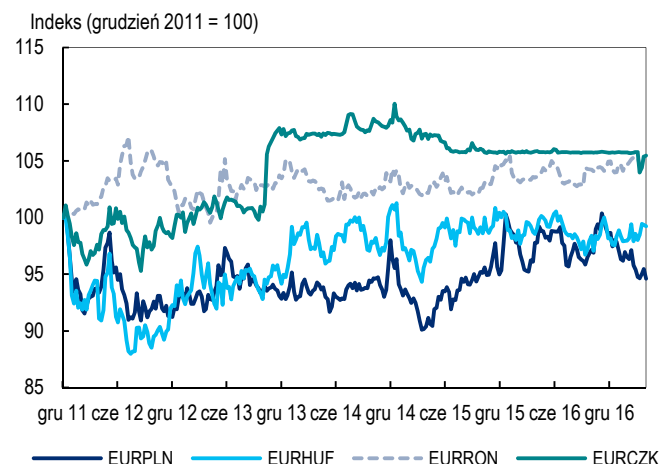
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



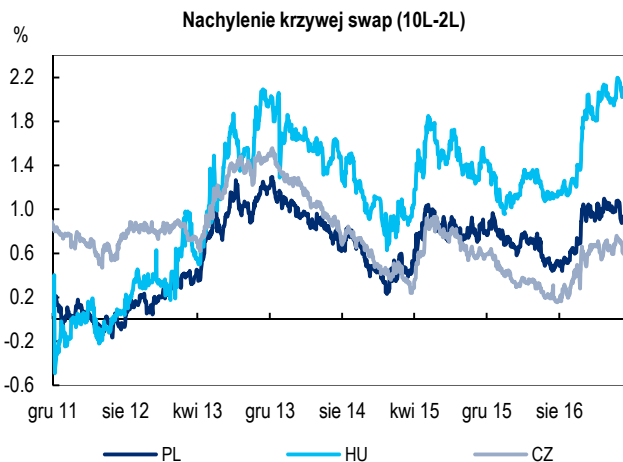
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

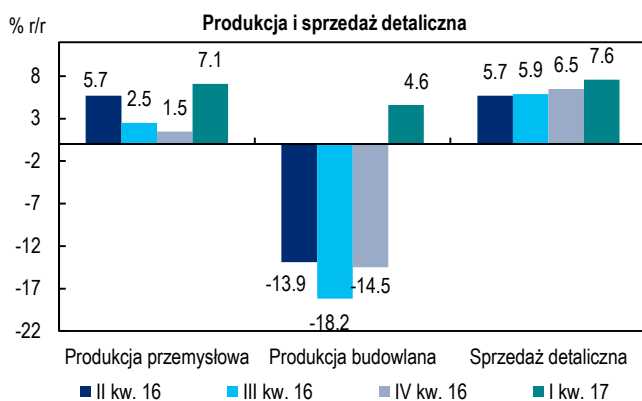
Gospodarka w skrócie

Niedoceniane podwyżki stóp

- Najnowsze dane z gospodarki zaskoczyły pozytywnie i pokazują wyraźne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w I kwartale do niemal 4%, wobec 2,6% oczekiwanych pod koniec ubiegłego roku.
- Inflacja w I kwartale zaskoczyła w górę, a momentum w inflacji bazowej netto sugeruje, że dalsze wzrosty są prawdopodobne w kolejnych 12 miesiącach. Niedobór siły roboczej powoli staje się przeszkodą do dalszego wzrostu i będzie przyczyniał się do narastania presji płacowej i inflacyjnej.
- Biorąc to pod uwagę wydaje się, że oczekiwania rynkowe co do skali podwyżek stóp odchyliły się za bardzo w gołębią stronę. Jednocześnie najprawdopodobniej ton komentarzy członków Rady nie stanie się już bardziej gołębi niż obecnie. Zmiana tonu RPP na bardziej jastrzębi może stopniowo następować po publikacji lipcowej projekcji inflacji. Widzimy przestrzeń do czterech podwyżek stóp procentowych w 2018 r.

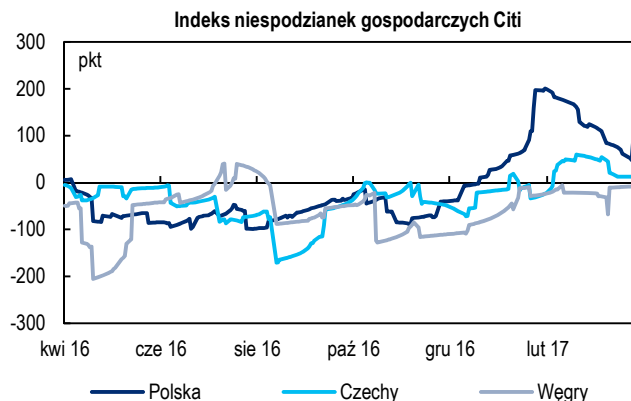
W ostatnich miesiącach doszło do wyraźnej poprawy krótkoterminowych perspektyw dla polskiej gospodarki. Po głębszym od oczekiwań spowolnieniu gospodarki w pierwszy trzech kwartałach 2016 r. wzrost gospodarczy nieoczekiwanie przyspieszył w IV kwartale, a ostatnie dane wskazują na bardzo silne momentum gospodarki także w I kwartale tego roku. Wzrost produkcji przemysłowej i budowlanej wyraźnie przyspieszył w pierwszych trzech miesiącach roku i zaskoczył pozytywnie, mimo że prognozy rynkowe już uwzględniały znaczną poprawę (Wykres 1.). Indeks niespodzianek gospodarczych Citi znajdował się powyżej zera przez wiele miesięcy z rzędu (Wykres 2.) i wydaje się, że ten fakt w końcu zaczyna przekładać się na prognozy PKB, gdyż konsensus stopniowo się podnosi.

Wykres 7. Dostępne dane sugerują, że wzrost w I kwartale był znacznie mocniejszy niż w IV kwartale



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Pozytywne niespodzianki są bardziej widoczne w Polsce w porównaniu do innych krajów CEE

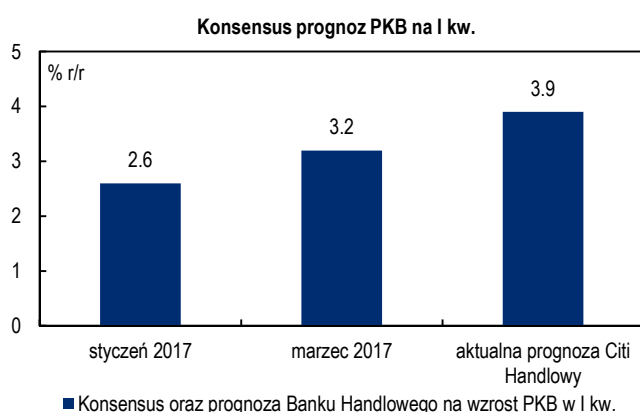


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Według naszych najnowszych szacunków wzrost PKB w I kwartale wyniósł ok. 3,9% wobec 2,5% w IV kwartale. Zmiana dotycząca perspektyw wzrostu jest szczególnie widoczna, jeśli się spojrzy na wcześniejsze szacunki. Konsensus wśród ekonomistów za I kwartał zakładał wzrost na poziomie 2,6%, znacznie poniżej naszej obecnej prognozy (3,6%) (Wykres 3). Jeśli chodzi o główne źródła optymizmu to jesteśmy obecnie bardziej pozytywnie nastawieni do inwestycji w 2017 r., na co też wskazuje poprawa w danych o produkcji budowlanej. Jednak, naszym zdaniem duże drogowe projekty infrastrukturalne rozpoczną się dopiero w dalszej części roku, a opóźnienia będą prawdopodobnie większym zagrożeniem niż się powszechnie oczekuje. Jednocześnie negatywnie na perspektywy odbicia inwestycji może oddziaływać zwiększony poziom niepewności wśród przedsiębiorstw. Jeśli chodzi o konsumpcję to wciąż spodziewamy się wzrostu o co najmniej 4% w I połowie roku oraz niewielkiego spowolnienia w II połowie roku w związku z wygasaniem wpływu programu 500+ na roczne tempo wzrostu. Jednak biorąc pod uwagę siłę rynku pracy wydaje się, że konsumpcja powinna wciąż rosnąć w II połowie roku w dobrym tempie przynajmniej 3,5%.

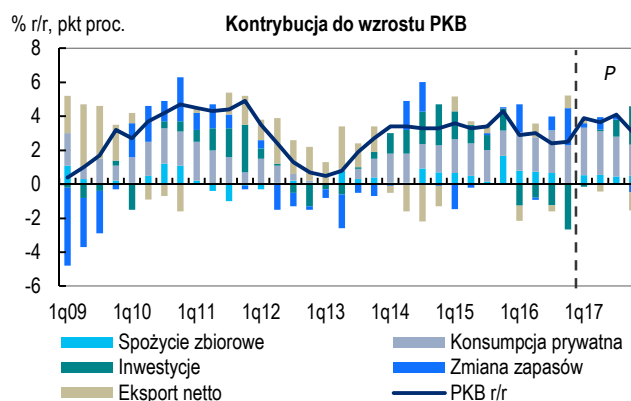
Ścieżka wzrostu PKB w 2017 r. będzie nierówna. Spodziewamy się mocnego tempa wzrostu PKB w pierwszych trzech kwartałach roku i nie byłibyśmy zaskoczeni, gdybyśmy zobaczyli wzrost powyżej 4% przynajmniej w jednym z tych kwartałów. Jednak prawdopodobnie ostatni kwartał tego roku przyniesie znaczne spowolnienie w okolice 3,1-3,3% w związku z efektem wysokiej bazy z zeszłego roku. W IV kwartale 2016 r. PKB wzrósł aż o 1,6% kw/kw, czyli niemal dwukrotnie bardziej niż średni wzrost w tym cyklu gospodarczym. Sądzymy, że będzie bardzo ciężko osiągnąć tak wysokie tempo wzrostu pod koniec tego roku, a w związku z tym zakładamy spowolnienie wzrostu w ujęciu rocznym. Tym samym zakładamy, że polska gospodarka urośnie w tym roku „jedynie” o 3,7%.

Wykres 9. Trwa proces rewizji w górę prognoz wzrostu



Źródło: konsensus prognoz PAP, Citi Handlowy

Wykres 10. Wzrost PKB może być zbliżony do 4% w I-III kw., a IV kw. może przynieść spowolnienie za sprawą wysokiej bazy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Biorąc pod uwagę siłę gospodarki oczekujemy dalszego wzrostu presji płacowej. Na rynku pracy już obecnie występują spore napięcia, a stopa bezrobocia jest na rekordowo niskim poziomie, poniżej poziomów zanotowanych podczas boomu gospodarczego z okresu 2007-2008. Ankiety przeprowadzone wśród polskich przedsiębiorstw pokazują, że znalezienie nowych pracowników stało się poważnym problemem, który

może negatywnie wpływać na średnioterminowe perspektywy wzrostu. Bankierzy centralni, podobnie jak wielu klientów, z którymi rozmawiamy, podkreślają, że imigracja z Ukrainy powinna ograniczać żądania płacowe. Faktycznie bliskość językowa i kulturowa sprawiają, że ukraińskim pracownikom jest stosunkowo łatwo zasymilować się z polskim społeczeństwem, a ostatnia fala imigracji jest dosyć spektakularna. Jednak naszym zdaniem faktyczny napływ osób z Ukrainy jest prawdopodobnie znacznie mniejszy niż się powszechnie przypuszcza. Liczby wymieniane przez lokalnych i zagranicznych inwestorów wskazują na ok. 1-2 mln imigrantów z Ukrainy w Polsce. Naszym zdaniem te dane są nierealistycznie wysokie i biorą się z braku zrozumienia dostępnych statystyk. W Polsce Ukraińcy mogą pracować na podstawie oficjalnych pozwoleń (od krótkiego okresu do 3 lat) lub na podstawie deklaracji pracodawców. Ta druga procedura jest łatwiejsza, ale wygodna głównie dla krótkoterminowych kontraktów, które przyczyniają się do tzw. cyrkulacyjnej migracji – pracownicy przyjeżdżają na okres do 6 miesięcy i potem wracają na Ukrainę na co najmniej 6 miesięcy. To oznacza, że liczba deklaracji od pracodawców, którzy chcą zatrudnić ukraińskich pracowników znacznie zawyża faktyczną liczbę Ukraińców pracujących w Polsce. Naszym zdaniem 1,26 mln deklaracji złożonych w 2016 r. oznacza, że pełny rok przepracowało w Polsce ok. 630 tys. Ukraińców. Dodając do tego Ukraińców pracujących na podstawie pozwoleń na pracę daje to łącznie ok. 750 tys. ukraińskich pracowników w 2016 r., ok. połowę z tego co często wymienia się w dyskusjach na temat rynku pracy. Mogą to być szacunkowe wartości, ale sądzimy, że lepiej oddają one skalę migracji.

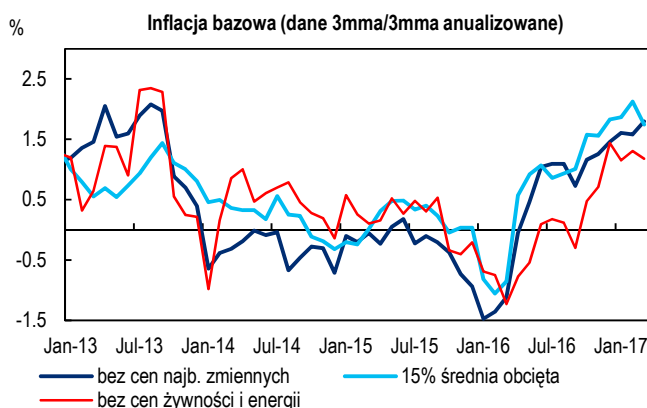
Naszym zdaniem tempo napływu ukraińskich migrantów może być niewystarczające do zaspokojenia potrzeb polskiej gospodarki. Po pierwsze w nadchodzących miesiącach Unia Europejska zniesie obowiązek wizowy dla Ukraińców. Choć zmiany nie zakładają jednoczesnego otwarcia unijnych rynków pracy to sądzimy, że część ukraińskich emigrantów, którzy rozważali dotychczas przyjazd do Polski zdecyduje się na pracę „na czarno” w krajach Europy Zachodniej, gdzie poziom płac może być trzykrotnie wyższy niż w Polsce. Po drugie nawet bez ruchu bezwizowego do Unii Europejskiej napływ imigrantów do Polski najprawdopodobniej by się obniżył, gdyż Ci którzy chcieli i byli w stanie opuścić Ukrainę zrobili to już wcześniej. Dane za pierwsze dwa miesiące tego roku nie pozwalają na jednoznaczne konkluzje, ale pokazują spowolnienie wzrostu liczby deklaracji składanych przez przedsiębiorców planujących zatrudnienie pracowników z Ukrainy w porównaniu do 2016 r. Po trzecie, obniżenie wieku emerytalnego w październiku będzie prowadzić do znacznego wzrostu liczby emerytów – według NBP o ok. 200 tys. w 2017 r. Wątpimy, aby wzrost imigracji w tym roku zdołał zniwelować nawet ten ostatni czynnik.

Wykres 11. Liczba pracodawców deklarujących chęć zatrudnienia Ukraińców mocno rośnie...



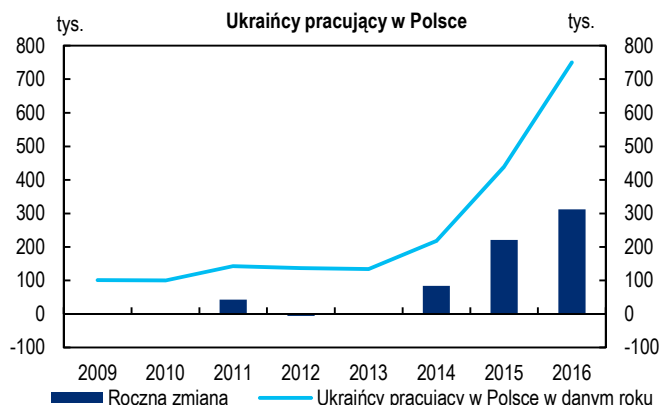
Źródło: Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Citi Handlowy

Wykres 13. Momentum inflacji bazowej wyraźnie wzrosło jeszcze przed ostatnim przyspieszeniem wzrostu PKB



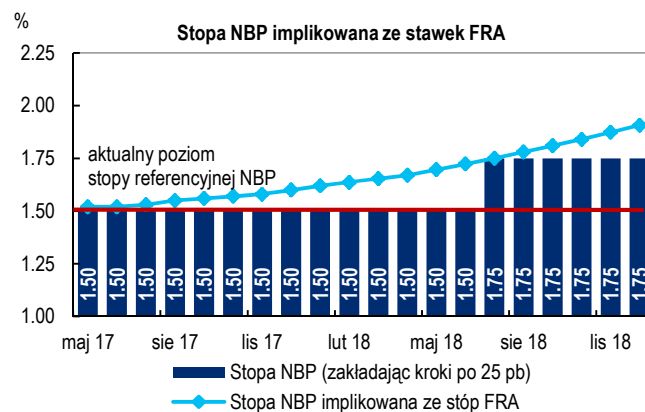
Źródło: NBP data, szacunki Citi Handlowy

Wykres 12. ... ale faktyczna liczba Ukraińców pracujących w Polsce w danych roku stanowi prawdopodobnie połowę raportowanych wartości



Źródło: Citi Handlowy szacunki na podstawie danych MPiPS

Wykres 14. Krzywa FRA wycenia jedynie jedną pełną podwyżkę stóp w kolejnych 18 miesiącach



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Sądzimy, że niedobór siły roboczej może stanowić poważną przeszkodę dla wzrostu w kolejnych kwartałach i będzie prowadził do wzrostu presji cenowej w gospodarce. Nasze szacunki wskazują, że ścieżka inflacji na najbliższe miesiące może być stosunkowo płaska za sprawą stopniowego spowolnienia rocznej dynamiki cen paliw. Jednak, jednocześnie miary inflacji netto będą najprawdopodobniej stopniowo rosły. Obecnie zannualizowane dane sygnalizują, że inflacja netto może rosnąć w stronę 1,2-2% r/r w perspektywie kolejnych 12 miesięcy. Jeśli warunki na rynku pracy będą dalej się zacieśniać tak jak przypuszczamy, presja na wzrost inflacji bazowej będzie jeszcze większa. Tym samym choć efekty bazy związane z cenami paliw utrzymują inflację relatywnie stabilną, to główny trend w gospodarce pokazuje wzrost presji cenowej i w związku z tym widzimy ryzyko, że inflacja osiągnie 3% w II połowie 2018 r. Gospodarka jest rozgrzana i najprawdopodobniej nie pozostanie to bez wpływu na inflację.

Na początku tego roku inwestorzy przeszacowali szanse na podwyżkę stóp procentowych w 2017 r., ale obecnie wahadło wydaje się odchylić w drugą stronę. Krzywa FRA wycenia jedynie nieco ponad 1 podwyżkę stóp w 2018 r. Choć gołębie nastawienie RPP jest jasno widoczne to scenariusz zakładający jedną podwyżkę stóp w 2018 r. stoi w

sprzeczności z oznakami boomu gospodarczego w Polsce, wzrostowym trendem inflacji bazowej i oczekiwanymi podwyżkami stóp przez amerykański Fed. Kilku bankierów centralnych zwracało uwagę, że moment publikacji lipcowej projekcji inflacji będzie dobry do tego, aby dokładnie przeanalizować sytuację i dostosować politykę RPP. Naszym zdaniem po publikacji kolejnej projekcji RPP będzie stopniowo zmieniać ton na bardziej jastrzębi i do końca roku Rada zacznie przygotowywać rynek na podwyżki stóp w 2018 r. Sądzymy, że mało prawdopodobne jest, aby Rada stała się bardziej gołębia niż obecnie i dlatego rynkowa wycena niewielkiego zacieśnienia polityki pieniężnej w przyszłym roku jest bardzo optymistyczna i nie potrwa zbyt długo. Widzimy przestrzeń dla czterech podwyżek stóp w 2018 r. w związku z utrzymaniem wzrostu gospodarczego powyżej potencjału i przekroczeniem celu NBP przez inflację w przyszłym roku oraz nasileniem presji płacowej.

Rynki finansowe

Wolny wzrost rentowności, mocny PLN

Widzimy przestrzeń do dalszego umocnienia złotego w kolejnych miesiącach. Po sporej aprecjacji krajowej waluty w najbliższym czasie nie wykluczamy technicznej korekty w stronę 4,30. Jednak w dłuższym horyzoncie nie dostrzegamy w naszym bazowym scenariuszu czynników, które miałyby mocno negatywny wpływ na złotego. Coraz szybszy wzrost gospodarczy i pozytywne niespodzianki w danych o aktywności oraz stopniowo rosnące oczekiwania na podwyżki stóp będą umacniać złotego w kolejnych kwartałach. Ten scenariusz będzie wspierać także większy napływ środków unijnych w tym roku. Druga runda wyborów prezydenckich we Francji (7go maja), gdzie spodziewamy się zwycięstwa E. Macrona, nie powinna przynieść negatywnego scenariusza dla apetytu na ryzyko. Nie dostrzegamy też ryzyka ze strony wyborów w Niemczech. Zagrożeniem dla scenariusza aprecjacji złotego byłby wzrost napięć geopolitycznych na świecie, w tym przede wszystkim między USA a Koreą Północną. Oczekujemy także w horyzoncie 3 miesięcy utrzymania dolara na słabszych poziomach wobec euro, jednak w rocznej perspektywie dolar może ponownie zyskiwać na wartości, co przełoży się na kurs USDPLN.

Spodziewamy się wzrostu rentowności obligacji do końca roku. Naszym zdaniem po ostatnio obserwowanym umocnieniu obligacji rentowności zaczną stopniowo piąć się w górę. Sprzyjać będzie temu rozwój sytuacji gospodarczej i oczekiwany przez nas szczególnie w II połowie roku wzrost oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej przez RPP. Jednak w związku z tym, że najmocniejszy wzrost inflacji mamy już za sobą, a w najbliższych miesiącach zakładamy jej stabilizację w pobliżu 2%, naszym zdaniem wzrost rentowności będzie powolny.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016												2017
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0.7	5.9	3.5	6.0	-3.4	7.5	3.2	-1.3	3.2	2.2	9.0	1.1	11.1
Produkcja przemysłowa (% m/m)	7.0	-3.2	-3.6	7.3	-10.0	3.4	10.4	-2.5	1.8	-4.5	-1.9	-1.0	17.6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2.1	8.3	5.5	7.2	-2.9	9.5	4.1	-0.4	4.1	3.5	10.2	1.4	12.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-15.8	-14.9	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5	-15.3	-20.1	-12.8	-8.0	2.1	-5.3	17.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	0.8	3.2	2.2	4.6	2.0	5.6	4.8	3.7	6.6	6.4	11.4	7.3	9.7
Stopa bezrobocia (%)	10.0	9.5	9.1	8.8	8.6	8.5	8.3	8.2	8.2	8.3	8.6	8.5	8.1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.7	2.8	2.8	3.1	3.2	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1	4.5	4.6	4.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.8	1.7	2.2	2.0
Inflacja (% m/m)	0.1	0.3	0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.1	0.7	0.4	0.3	-0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.9	-1.2	-0.4	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.6	1.8	3.2	4.0	4.5	4.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.3	0.3	1.2	0.2	-0.1	-0.4	0.3	0.5	1.2	1.2	0.3	0.1	-0.1
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.3	4.6	4.1	5.3	4.8	4.7	3.9	3.6	4.0	2.7	4.3	4.0	5.2
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-217	691	1,392	-723	-993	-739	-445	-531	-188	-533	2,457	-860	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.1	-0.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	337	487	375	641	-327	-409	2	-128	151	-151	225	-537	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15487	15079	14195	15303	13506	13902	15495	15327	15953	14615	14976	15044	-
Eksport (% r/r)	0.0	4.0	1.4	6.0	-5.2	9.2	2.7	-2.3	4.7	6.7	0.0	3.8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	15150	14592	13820	14662	13833	14311	15493	15455	15802	14766	14751	15581	-
Import (% r/r)	0.9	0.0	2.5	0.8	-6.9	10.8	3.1	2.1	6.2	9.0	0.0	9.1	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.9	11.4	11.5	11.3	10.7	10.0	9.7	8.7	9.7	9.5	8.5	8.2	7.8
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.5	10.3	10.4	11.2	10.8	10.0	9.3	9.2	10.0	9.1	8.0	8.1	7.7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.6	13.1	13.2	8.5	8.4	7.7	8.3	6.8	7.3	7.9	8.0	6.5	6.9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4.2	5.9	4.4	4.5	4.8	4.5	4.8	4.6	5.3	5.1	4.2	4.3	4.4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.9	10.7	8.8	6.7	7.3	5.1	5.1	5.0	5.6	5.6	2.1	3.8	5.2
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)	1.67	1.67	1.67	1.70	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.67	1.67	1.68	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.37	1.43	1.52	1.66	1.56	1.49	1.57	1.58	1.55	1.46	1.71	1.68	1.59
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.45	1.52	1.61	1.66	1.64	1.64	1.77	1.81	1.96	2.04	2.19	2.22	2.00
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.20	2.28	2.32	2.24	2.29	2.15	2.35	2.51	2.87	2.89	3.17	3.13	2.92
EUR/PLN (koniec okresu)	4.24	4.37	4.38	4.38	4.35	4.36	4.29	4.31	4.45	4.40	4.32	4.31	4.23
USD/PLN (koniec okresu)	3.73	3.81	3.94	3.94	3.90	3.91	3.82	3.92	4.20	4.18	4.00	4.07	3.97
EUR/USD (koniec okresu)	1.14	1.15	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	1.10	1.06	1.05	1.08	1.06	1.06
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	9.6	11.1	13.5	18.7	14.4	14.9	20.6	24.6	27.6	--	-6.8	-0.9	2.3
Def. budżetowy kum. (% planu)	17.5%	20.3%	24.6%	34.1%	26.3%	27.3%	37.7%	45.0%	50.4%	--	-11.4%	-1.4%	3.9%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	492	518
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,071
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	12,857	13,545
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	7,6	7,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	3,7	3,2
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,4	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,7	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,0	3,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	5,8	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	6,7	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,9	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,1	2,5
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,50
WIBOR3M, (%) koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,63	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	4,00	4,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,18	4,01	3,96
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,98	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,21	4,16
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,24	4,18
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-3,4	-6,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,7	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	-0,5	-4,2
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	195,5	203,0
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	195,9	207,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,5	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,9	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,9	50,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3.8	2.7	3.7	3.2	2.9	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	-0.9	-0.6	2.1	2.5	2.7	2.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.6	-0.3	-0.7	-1.3	-1.4	-1.5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	2.50	2.50	2.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.95	4.18	4.01	3.96	3.77	3.54
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.94	3.98	4.00	3.87	3.65
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.29	4.40	4.21	4.16	4.15	4.15
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.36	4.24	4.18	4.15	4.15

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. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy nie stanowi również „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. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamych bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu

art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.
