

31 lipca 2017 r. 13 stron

## CitiMonthly

### Na jesień odlatują gołębie

- Spodziewamy się, że po przerwie wakacyjnej Rada Polityki Pieniężnej może zacząć lekko dostosowywać swój sposób komunikacji do nowych realiów coraz bardziej rozgrzanej gospodarki, mocnego rynku pracy i rosnącej inflacji netto. Wciąż oczekujemy podwyżek stóp w II poł. 2018 r., nieco wcześniej niż rynek.
- W związku z obniżoną ścieżką inflacji na najbliższe miesiące spodziewamy się wolniejszego wzrostu stóp swap. Dobra sytuacja fiskalna, mniejsze potrzeby pożyczkowe będą ograniczać spadki cen obligacji. Z kolei mocny wzrost PKB i dobre fundamenty korzystanie wpłyną na złotego.
- Biorąc pod uwagę miesięczne dane za okres kwiecień-czerwiec sądzymy, że polska gospodarka nieznacznie spowolniła w II kwartale do 3,7% r/r przy wzroście inwestycji i dalszym przyspieszeniu konsumpcji.
- Po tym przejściowym osłabieniu, III kwartał powinien przynieść ponownie silny wzrost PKB, najprawdopodobniej o ponad 4%, czemu sprzyjać będzie m.in. efekt niskiej bazy w inwestycjach.
- Kwestią czasu jest to, kiedy płace wyraźnie przyspieszą, pokazując w pełni skalę napięć na rynku pracy. Czerwcowy wzrost wynagrodzeń o 6% r/r był częściowo związany z wypłatami w górnictwie, jednak wysoka dynamika jest widoczna również w innych sektorach gospodarki, szczególnie w handlu.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

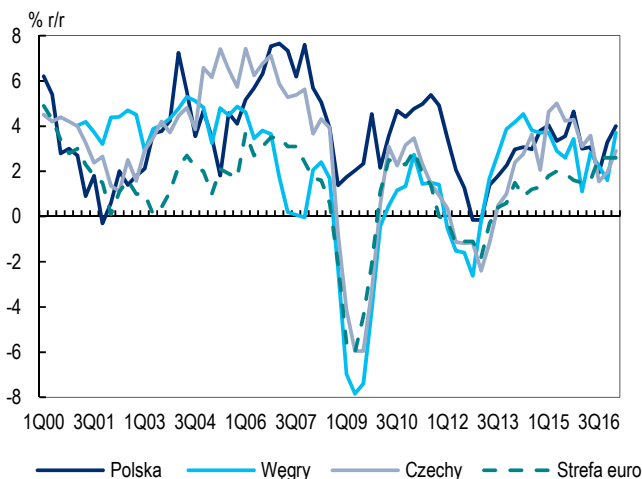
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

---

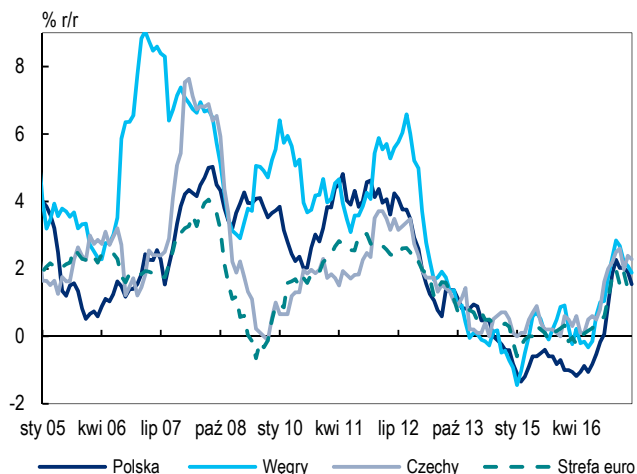
## Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



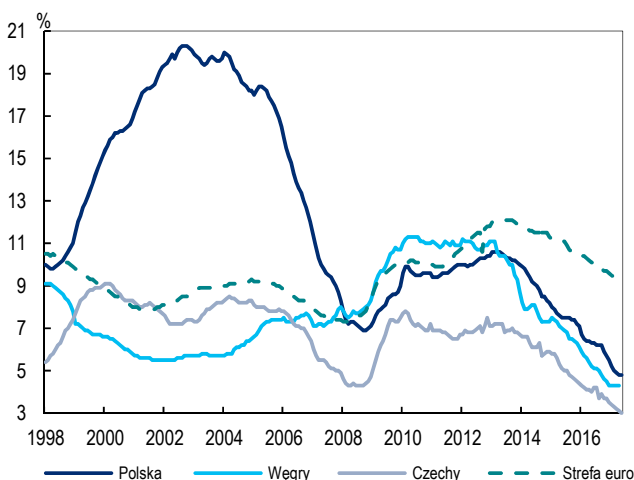
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



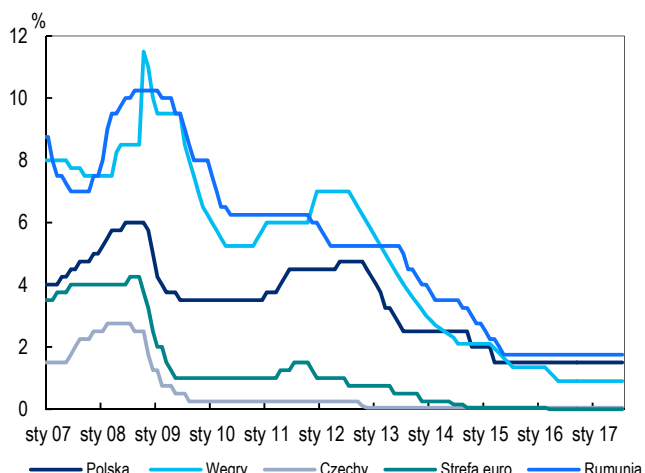
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



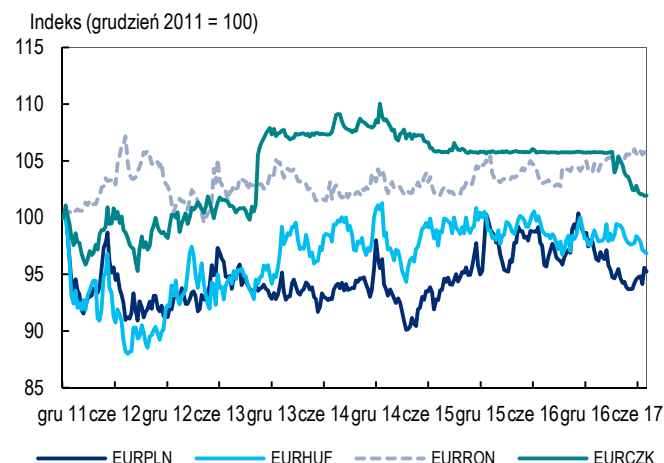
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



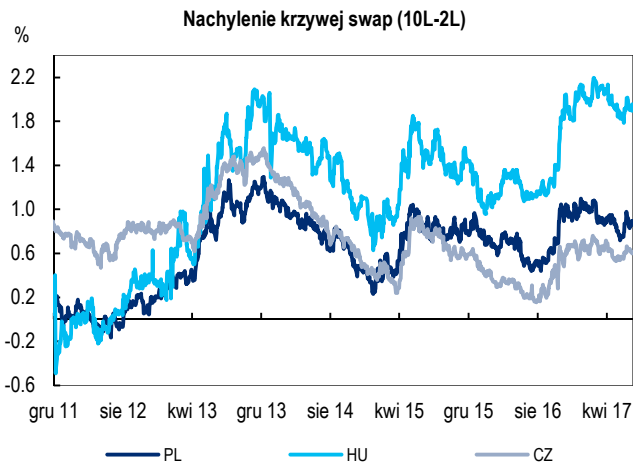
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

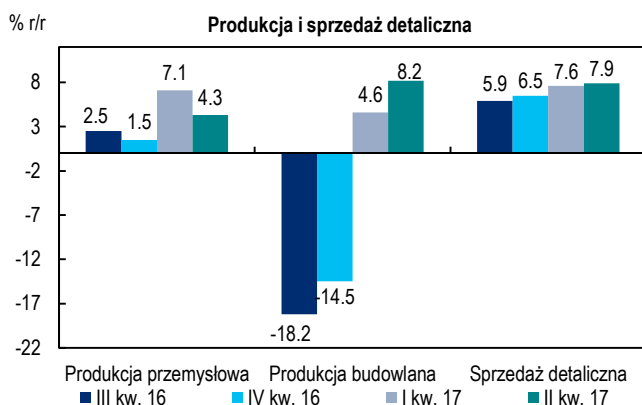
### RPP wkrótce zmieni retorykę?

- Biorąc pod uwagę miesięczne dane za okres kwiecień-czerwiec szacujemy, że polska gospodarka nieznacznie spowolniła w II kwartale do 3,7% r/r przy wzroście inwestycji i dalszym przyspieszeniu konsumpcji.
- Spodziewamy się, że po przerwie wakacyjnej Rada Polityki Pieniężnej może zacząć lekko dostosowywać swój sposób komunikacji do nowych realiów coraz bardziej rozgrzanej gospodarki, mocnego rynku pracy i rosnącej inflacji netto. Wciąż oczekujemy podwyżek stóp w II poł. 2018 r.
- W związku z obniżoną ścieżką inflacji na najbliższe miesiące spodziewamy się wolniejszego wzrostu stóp swap. Dobra sytuacja fiskalna, mniejsze potrzeby pożyczkowe będą ograniczać spadki cen obligacji. Z kolei mocny wzrost PKB i dobre fundamenty korzystanie wpłyną na złotego

### Wciąż na ścieżce szybkiego wzrostu

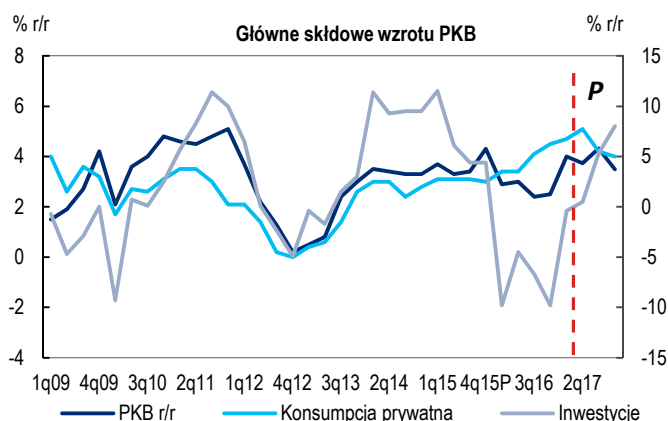
Po publikacji danych za czerwiec szacujemy, że wzrost gospodarczy obniżył się w II kwartale do około 3,7% r/r, wobec 4% w pierwszych trzech miesiącach roku. Znacznie szybciej rosła produkcja budowlana, co sugeruje, że nakłady inwestycyjne prawdopodobnie w końcu wzrosły w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. Nieznacznie wyższe tempo wzrostu sprzedaży detalicznej sugeruje, że konsumpcja pozostała głównym motorem ekspansji w kraju. Szacujemy, że w II kwartale zwiększyła się ona o 5,1% r/r, a więc w najszybszym tempie od końca 2008 roku. Na dane w ujęciu rok-do-roku wciąż pozytywny wpływ miał program 500+, którego efekty na konsumpcję wyraźnie uwidoczniły się od II poł. ubiegłego roku. Nasza prognoza lekkiego osłabienia dynamiki PKB w II kwartale zakłada, że pozytywny wpływ wyższej sprzedaży detalicznej oraz poprawy w budownictwie był z nawiązką kompensowany przez wyhamowanie produkcji przemysłowej.

Wykres 7. W II kwartale doszło do spowolnienia produkcji przemysłowej i dalszego ożywienia produkcji budowlanej oraz sprzedaży detalicznej



Źródło: GUS, Citi Handlowy

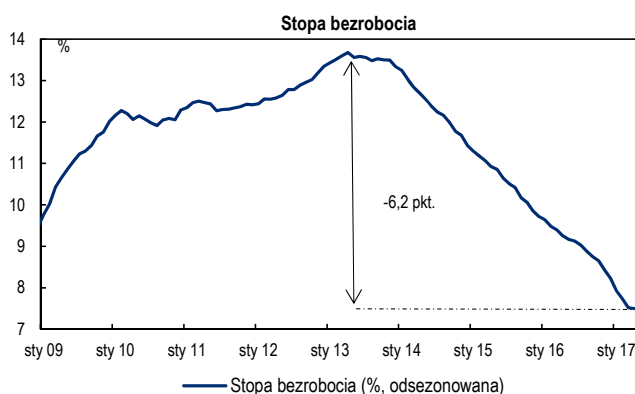
Wykres 8. Dane z gospodarki realnej sygnalizują przyspieszenie inwestycji i konsumpcji przy nieco wolniejszym wzroście PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy

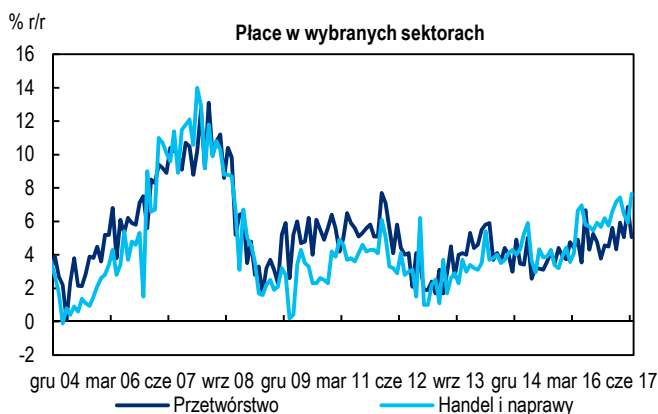
Po tym przejściowym osłabieniu spodziewamy się, że III kwartał przyniesie ponownie silny wzrost PKB, najprawdopodobniej o ponad 4%, czemu sprzyjać powinien efekt niskiej bazy w inwestycjach. Od kilku kwartałów wzrost utrzymuje się na poziomie świadczącym o tym, że gospodarka rozwija się powyżej swojego potencjału. Kwestią czasu jest to, kiedy płace wyraźnie przyspieszą, pokazując w pełni skalę napięć na rynku pracy. Czerwcowy wzrost wynagrodzeń o 6% r/r był częściowo związany z wypłatami w górnictwie, jednak wysoka dynamika jest widoczna również w innych sektorach gospodarki, szczególnie w handlu (7,6% r/r) oraz usługach. Siła przetargowa pracowników, szczególnie pracowników wykwalifikowanych, stopniowo rośnie, a napływ imigrantów z Ukrainy najprawdopodobniej będzie niewystarczający aby zaspokoić rosnący popyt na pracę oraz lukę związaną z przechodzeniem na emeryturę po obniżce wieku emerytalnego w październiku br. Na razie rosnące koszty pracy są widoczne przede wszystkim w usługach rynkowych, jednak konieczność absorpcji środków unijnych i związany z tym wzrost inwestycji infrastrukturalnych na przełomie 2017 i 2018 r. powinien wpłynąć również na wynagrodzenia w budownictwie.

**Wykres 9. Stopa bezrobocia cały czas się obniża do rekordowo niskich poziomów**



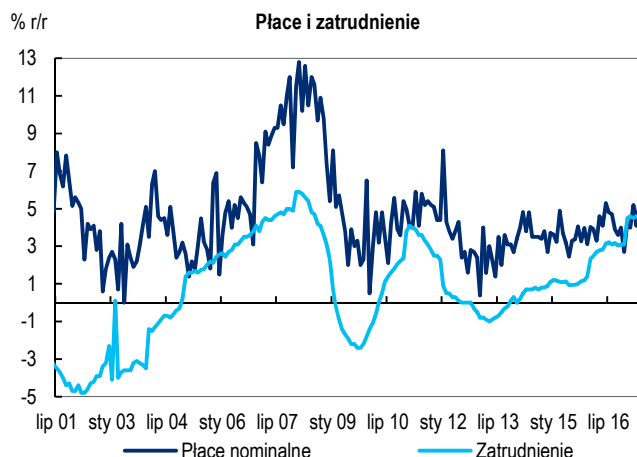
Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 11. Nominalny wzrost płac według sektorów**



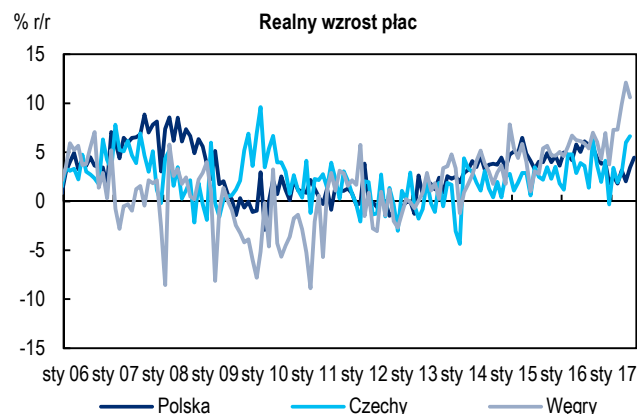
Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 10. Wzrost płac okazał się mocniejszy niż oczekiwano, a wzrost zatrudnienia pozostał solidny**



Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 12. Płace przyspieszają w całym regionie, Polska będzie z czasem doganiać Węgry i Czechy**

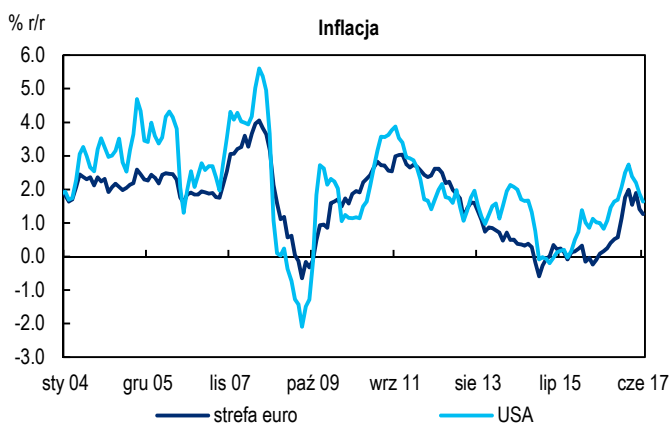


Źródło: GUS, Citi Handlowy

## RPP stanie się w końcu mniej gołębia?

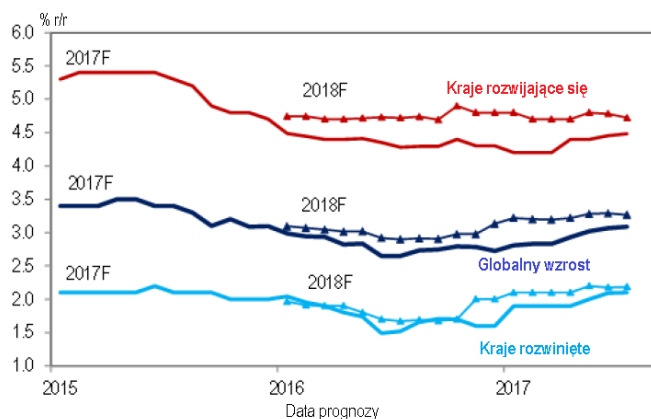
Największe banki centralne powoli przesuwają się w kierunku bardziej jastrzębiej, a przynajmniej mniej „łagodnej” retoryki. Relatywnie niska inflacja nie wzbudza już takiego zaniepokojenia jak jeszcze kilka miesięcy wcześniej. Najwidoczniej bankierzy centralni z większym zaufaniem i spokojem spoglądają na dane świadczące o poprawie sytuacji na rynku pracy i szybszym globalnym wzroście gospodarczym. Dotyczy to nawet Europejskiego Banku Centralnego, który wydaje się czuć bardziej komfortowo w sytuacji długo wyczekiwanego odbicia PKB. W Polsce jednak – zresztą zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami – przedstawiciele władz monetarnych w ostatnich miesiącach trzymali się „gołębiej” retoryki, a prezes Głapiński sugerował nawet możliwość utrzymania stóp procentowych bez zmian do końca 2018 roku.

**Wykres 13. W ostatnim czasie inflacja w USA i strefie euro obniżyła się, ale pozostaje na akceptowalnym poziomie**



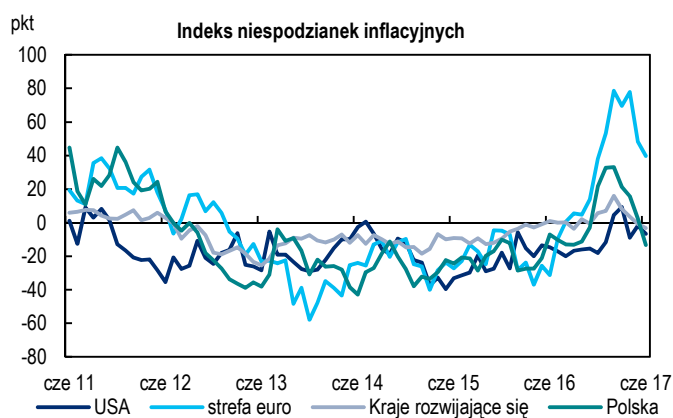
Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 15. W ostatnich miesiącach prognozy globalnego wzrostu były podwyższane (rewizje prognoz wzrostu PKB Citi, 2015-2017)**



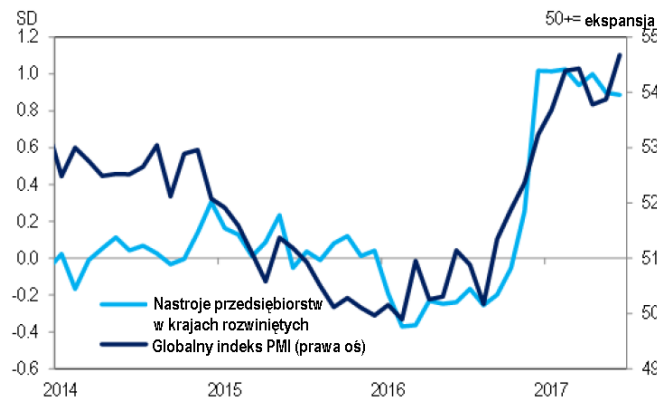
Źródło: narodowe urzędy statystyczne, MFW, Citi Research, Citi Handlowy

**Wykres 14. Indeks niespodzianek inflacyjnych spada w ślad za niższymi cenami ropy naftowej**



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

**Wykres 16. Globalny indeks PMI i nastroje przedsiębiorstw są optymistyczne**



Źródło: Markit, ISM, narodowe urzędy statystyczne, Citi Handlowy

Naszym zdaniem zmiana tonu komunikacji polskiej Rady Polityki Pieniężnej (RPP) to tylko kwestia czasu. Choć na razie rynki finansowe wydają się tego nie zauważać, czterech z dziesięciu członków RPP już lekko zaostrożyło swoją retorykę, wspominając o możliwości podwyżek stóp procentowych (Gatnar, Hardt, Osiatyński oraz Zubelewicz). Dotyczy to co prawda dopiero 2018 roku (a zapewne nawet jego drugiej połowy), jednak

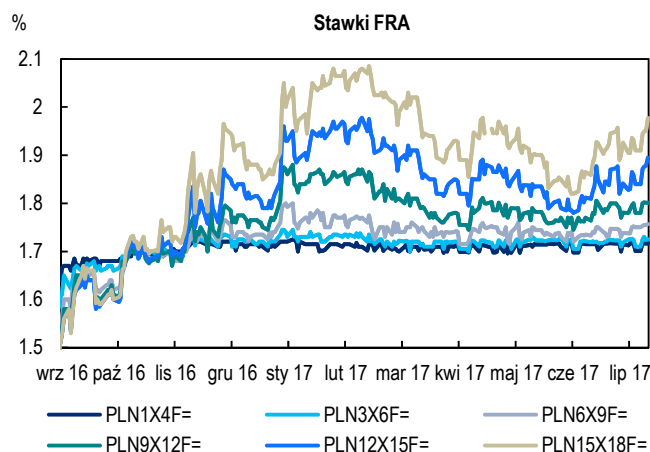
jest to bardzo istotna zmiana w stosunku do zaskakująco popularnego wśród uczestników rynku przekonania, że RPP może nie zmieniać stóp do końca swojej kadencji. Co prawda cztery głosy w dziesięcioosobowej Radzie to wciąż mniejszość, ale w obliczu tych zmian trudno traktować NBP jako przykład dogmatycznie gołębiego banku centralnego. Z pewnością nie można już mówić o RPP jako o w pełni jednolitym ciele, mającym głosować zawsze zgodnie z preferencjami przewodniczącego Rady.

Tabela 1. Ostatnie wypowiedzi członków RPP

| Członek RPP      | Komentarz                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Eugeniusz Gatnar | (5.07 PAP) Według projekcji dopiero w drugiej połowie 2019 roku dotkniemy celu inflacyjnego. To znaczy, że mamy przed sobą 2,5 roku ujemnych stóp procentowych. Należę do osób, które to martwi, ponieważ to nie zachęca do oszczędzania.                                                                                                                                             |
| Łukasz Hardt     | (10.07 PAP) Jeśli kolejna projekcja będzie wskazywać, że stopy procentowe w ujęciu realnym będą pozostawać ujemne, to próby podniesienia stopy referencyjnej mogą zostać podjęte już na początku 2018 r.                                                                                                                                                                              |
| Kamil Zubelewicz | (5.07 PAP) Moim zdaniem, stopy procentowe powinny być delikatnie wyższe, ale dzięki temu stabilne nawet przez całą sześciolletnią kadencję Rady. (...) Dlatego uważałem, że zanim pojawi się inflacja, należało podnieść stopy procentowe.                                                                                                                                            |
| Jerzy Osiatyński | (14.07 Reuters) Jeśli będzie presja na inflację ze strony jednostkowych kosztów pracy i żadnego przeciwdziałania ze strony rządu w postaci porozumienia ze związkami zawodowymi) to nie tylko poprę wniosek o podwyżkę, ale też mogę złożyć taki wniosek przed końcem 2018 r. Póki co projekcja inflacji nie potwierdza moich obaw przynajmniej w perspektywie najbliższych miesięcy. |

Źródło: PAP, Reuters, Citi Handlowy

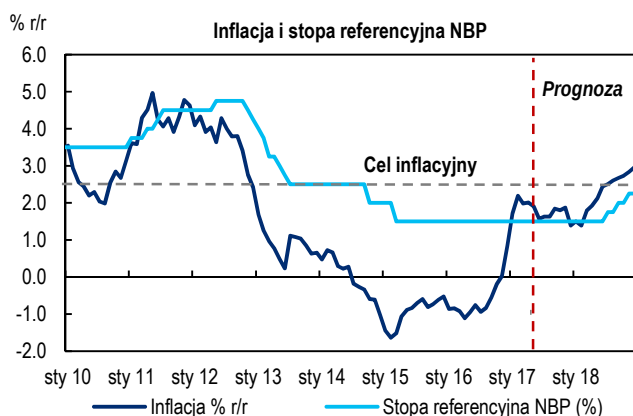
Wykres 17. Stawki FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

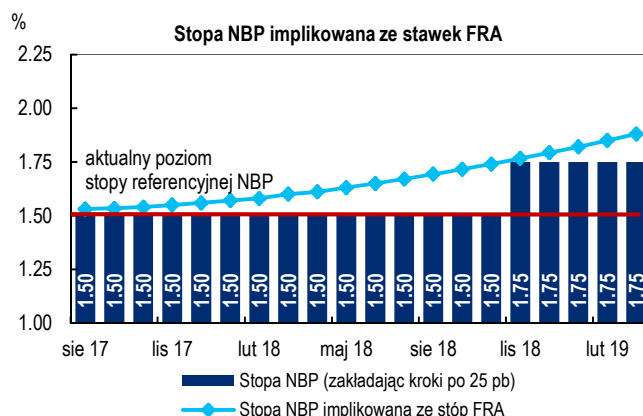
Z uwagi na relatywnie niski poziom inflacji nie oczekujemy ze strony RPP zapowiedzi podwyżek stóp procentowych. Niemniej dostrzegamy dużą przestrzeń między obecną retoryką władz monetarnych, którą można podsumować hasłem „zapomnijcie o podwyżkach”, a stanowiskiem neutralnym, które przynajmniej dopuszcza możliwość wzrostu stóp procentowych. Obecnie ton komentarza RPP oraz wypowiedzi prezesa NBP plasują polski bank centralny w gronie relatywnie „gołębich” instytucji. Naszym zdaniem dane z polskiej gospodarki bynajmniej nie uzasadniają takiej pozycji. Wzrost gospodarczy jest znacznie wyższy od potencjału, stopa bezrobocia na rekordowo niskim poziomie, firmy skarżą się na poważne problemy ze znalezieniem pracowników, inflacja bazowa stopniowo rośnie, a polityka fiskalna i ujemne realne stopy procentowe tylko dodatkowo rozpędzają i tak rozgrzaną gospodarkę. Nawet jeżeli nie jest to odpowiedni moment aby podnosić stopy procentowe, nie jest to również moment aby sugerować, że podwyżki stóp w horyzoncie półtorarocznym są mało prawdopodobne.

**Wykres 18. Oczekujemy utrzymania inflacji poniżej 2% do I kw. 2018, ale też wzrostu powyżej celu NBP w II poł. 2018 r.**



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

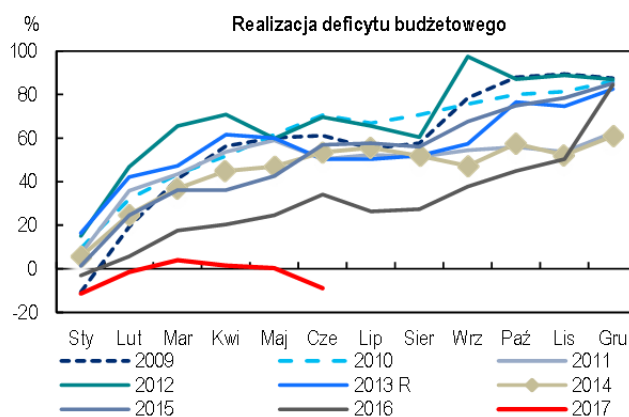
**Wykres 19. Oczekujemy też podwyżek stóp w III kw. 2018 r.**



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

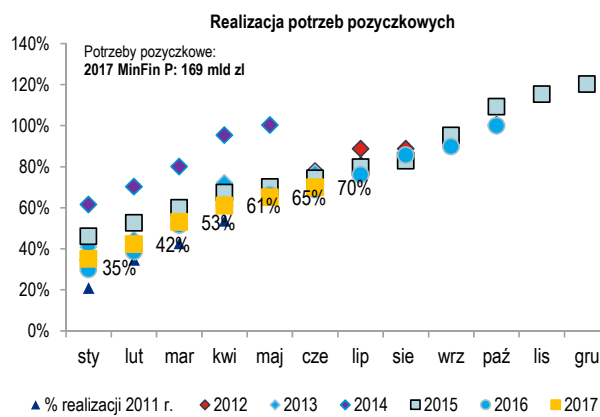
Biorąc pod uwagę zmiany nastawienia innych banków centralnych i rosnącą rozbieżność między ich retoryką a retoryką RPP, spodziewamy się, że po przerwie wakacyjnej Rada Polityki Pieniężnej może zacząć lekko dostosowywać swój sposób komunikacji do nowych realiów. Ponieważ wielu inwestorów wydaje się być przekonanych o dogmatycznej gołębkości Rady, taka zmiana może być zaskoczeniem. Z drugiej strony trudno z tego tytułu spodziewać się istotnego wzrostu rentowności polskich obligacji. Bardzo dobra sytuacja budżetowa oraz perspektywa dodatkowego popytu na obligacje po reformie OFE silnie stabilizują rynek obligacji, utrzymując rentowności na relatywnie niskim poziomie.

**Wykres 20. Wykonanie budżetu po czerwcu**



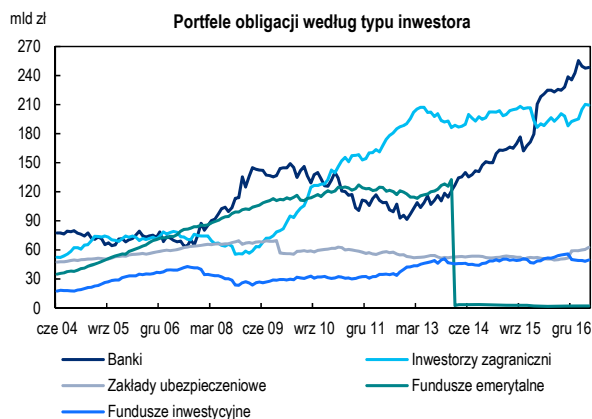
Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 21. Realizacja potrzeb pożyczkowych**



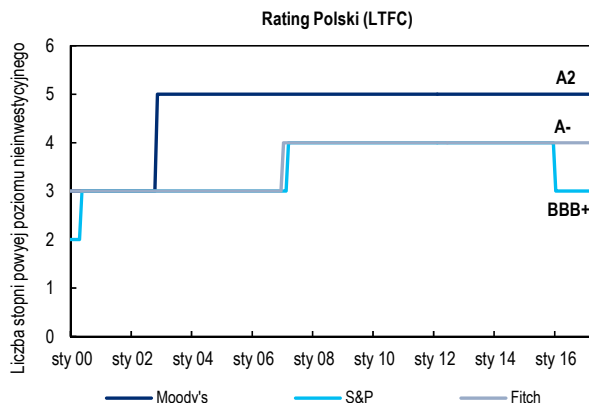
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

**Wykres 22. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych na krajowym rynku długu**



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

**Wykres 23. Rating kredytowy**

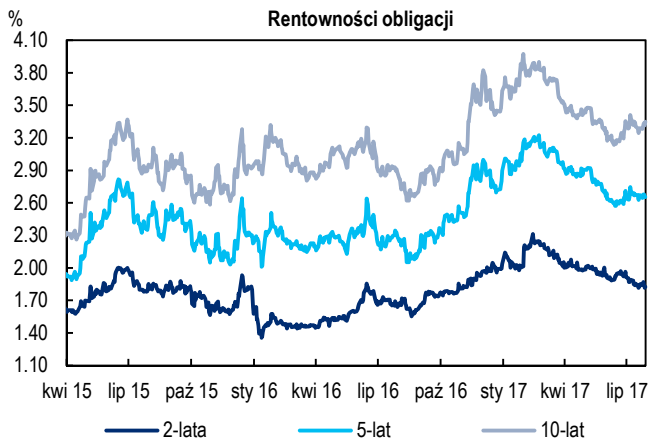


Źródło: Reuters, Citi Handlowy

## Rynek finansowy

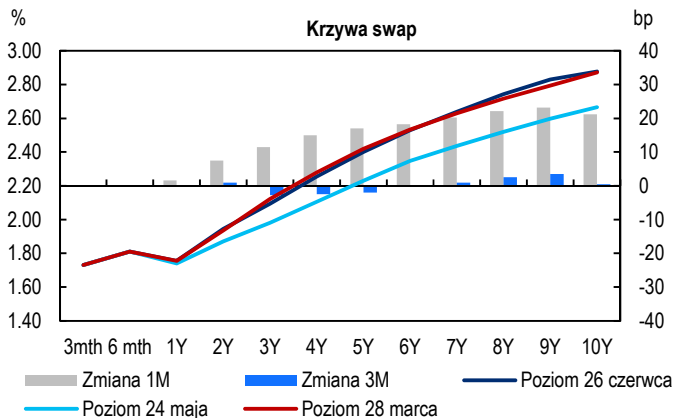
W perspektywie roku wciąż oczekujemy wyższych stóp swap oraz mocniejszego złotego. Wyższa inflacja netto i możliwa stopniowa zmiana tonu komentarzy członków RPP na bardziej jastrzębi, co częściowo już ma miejsce, oraz rosnące oczekiwania na podwyżki stóp będą naszym zdaniem przyczyniać się do wzrostu stóp swap w kolejnych kwartałach. Ostatnie dane o niższej inflacji obniżyły oczekiwaną ścieżkę inflacji na kolejne 12 miesięcy, co może spowolnić wzrost stóp rynkowych w porównaniu do naszych oczekiwań sprzed kilku miesięcy. Jednak wciąż sądzimy, że podwyżki stóp w Polsce nastąpią nieco szybciej niż zakłada rynek i w związku z tym spodziewamy się stopniowego wzrostu stóp swap w dalszej części roku. Jednocześnie niższa podaż długu będzie wspierać obligacje, podczas gdy mocny wzrost i pozytywne działania ze strony agencji ratingowych powinny wspierać dalszy spadek ryzyka kredytowego mierzonego spreadem asset swap a także umocnieniem złotego. Krajowa waluta jest wspierana przez równowagę w obrotach zewnętrznym, tj. utrzymujące się saldo obrotów bieżących blisko rekordowo niskich poziomów oraz przez spodziewany wzrost napływu środków unijnych.

**Wykres 24. Rentowności obligacji odbiły się od dołków**



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

**Wykres 25. W ostatnim miesiącu wzrosły także stopy swap**



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

## Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

|                                        | 2016  |       |       |       |       |       | 2017  |        |       |       |       |       |       |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                        | VI    | VII   | VIII  | IX    | X     | XI    | XII   | I      | II    | III   | IV    | V     | VI    |
| <b>Strefa Realna</b>                   |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |       |       |
| Produkcja przemysłowa (% r/r)          | 6.0   | -3.4  | 7.5   | 3.2   | -1.3  | 3.2   | 2.2   | 9.0    | 1.1   | 11.1  | -0.6  | 9.1   | 4.5   |
| Produkcja przemysłowa (% m/m)          | 7.3   | -10.0 | 3.4   | 10.4  | -2.5  | 1.8   | -4.5  | -1.9   | -1.0  | 17.6  | -13.3 | 5.4   | 2.7   |
| Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)       | 7.2   | -2.9  | 9.5   | 4.1   | -0.4  | 4.1   | 3.5   | 10.2   | 1.4   | 12.7  | -0.8  | 9.5   | 5.0   |
| Prod. budowlano-montażowa (% r/r)      | -13.0 | -18.8 | -20.5 | -15.3 | -20.1 | -12.8 | -8.0  | 2.1    | -5.3  | 17.2  | 4.4   | 8.5   | 11.6  |
| Sprzedaż detaliczna (% r/r)            | 4.6   | 2.0   | 5.6   | 4.8   | 3.7   | 6.6   | 6.4   | 11.4   | 7.3   | 9.7   | 12.1  | 8.4   | 6.0   |
| Stopa bezrobocia (%)                   | 8.8   | 8.6   | 8.5   | 8.3   | 8.2   | 8.2   | 8.3   | 8.6    | 8.5   | 8.1   | 7.7   | 7.4   | 7.1   |
| Zatrudnienie - przeds. (% r/r)         | 3.1   | 3.2   | 3.1   | 3.2   | 3.0   | 3.1   | 3.1   | 4.5    | 4.6   | 4.5   | 4.6   | 4.5   | 4.3   |
| <b>Ceny</b>                            |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |       |       |
| Inflacja (% r/r)                       | -0.8  | -0.9  | -0.8  | -0.5  | -0.2  | 0.0   | 0.8   | 1.7    | 2.2   | 2.0   | 2.0   | 1.9   | 1.5   |
| Inflacja (% m/m)                       | 0.2   | -0.3  | -0.2  | 0.0   | 0.5   | 0.1   | 0.7   | 0.4    | 0.3   | -0.1  | 0.3   | 0.0   | -0.2  |
| Wskaźnik cen producentów (% r/r)       | -0.8  | -0.5  | -0.1  | 0.2   | 0.6   | 1.8   | 3.2   | 4.0    | 4.5   | 4.7   | 4.3   | 2.5   | 1.8   |
| Wskaźnik cen producentów (% m/m)       | 0.2   | -0.1  | -0.4  | 0.3   | 0.5   | 1.2   | 1.2   | 0.3    | 0.1   | -0.1  | -0.2  | -0.5  | -0.4  |
| Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r) | 5.3   | 4.8   | 4.7   | 3.9   | 3.6   | 4.0   | 2.7   | 4.3    | 4.0   | 5.2   | 4.1   | 5.4   | 6.0   |
| <b>Przepływy zagraniczne</b>           |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |       |       |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR)      | -723  | -503  | -729  | -858  | 172   | 99    | -219  | 2,342  | -599  | -529  | -160  | -179  | -     |
| Saldo obrotów bieżących (%PKB)         | -0.5  | -0.4  | -0.4  | -0.4  | -0.4  | -0.3  | -0.2  | 0.2    | 0.2   | 0.1   | -0.1  | -0.4  | -     |
| Saldo obr. towarowych (mln EUR)        | 641   | -272  | -387  | 5     | -89   | 297   | -114  | 290    | -247  | 142   | 211   | -200  | -     |
| Eksport f.o.b. (mln EUR)               | 15303 | 13499 | 13911 | 15564 | 15592 | 16111 | 14392 | 15041  | 15307 | 17831 | 15283 | 16257 | -     |
| Eksport (% r/r)                        | 6.0   | -5.3  | 9.3   | 3.1   | -0.6  | 5.7   | 5.1   | 14.3   | 5.7   | 15.1  | 1.4   | 14.5  | -     |
| Import f.o.b. (mln EUR)                | 14662 | 13771 | 14298 | 15559 | 15681 | 15814 | 14506 | 14751  | 15554 | 17689 | 15072 | 16457 | -     |
| Import (% r/r)                         | 0.8   | -7.3  | 10.7  | 3.5   | 3.6   | 6.3   | 7.1   | 16.0   | 8.9   | 16.8  | 3.3   | 19.1  | -     |
| <b>Strefa monetarna*</b>               |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |       |       |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r)             | 11.3  | 10.7  | 10.0  | 9.7   | 8.7   | 9.7   | 9.5   | 8.5    | 8.2   | 7.8   | 6.7   | 6.3   | 5.0   |
| Depozyty gospod. domowych (% r/r)      | 11.2  | 10.8  | 10.0  | 9.3   | 9.2   | 10.0  | 9.1   | 8.0    | 8.1   | 7.7   | 7.1   | 6.2   | 5.3   |
| Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)       | 8.5   | 8.4   | 7.7   | 8.3   | 6.8   | 7.3   | 7.9   | 8.0    | 6.5   | 6.9   | 3.1   | 3.9   | 1.3   |
| Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)     | 4.5   | 4.8   | 4.5   | 4.8   | 4.6   | 5.3   | 5.1   | 4.2    | 4.3   | 4.4   | 3.3   | 3.4   | 3.1   |
| Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)        | 6.7   | 7.3   | 5.1   | 5.1   | 5.0   | 5.6   | 5.6   | 2.1    | 3.8   | 5.2   | 5.3   | 5.3   | 6.1   |
| <b>Rynki finansowe</b>                 |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |       |       |
| 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)                     | 1.70  | 1.71  | 1.71  | 1.71  | 1.71  | 1.72  | 1.73  | 1.73   | 1.73  | 1.73  | 1.73  | 1.73  | 1.73  |
| WIBOR 3M (koniec okresu)               | 1.71  | 1.71  | 1.71  | 1.71  | 1.72  | 1.73  | 1.73  | 1.73   | 1.73  | 1.73  | 1.73  | 1.73  | 1.74  |
| Bony 52 tyg. (koniec mies.)            | 1.66  | 1.56  | 1.49  | 1.57  | 1.58  | 1.55  | 1.46  | 1.71   | 1.68  | 1.59  | 1.56  | 1.57  | 1.64  |
| Obligacje 2-letnie (koniec mies.)      | 1.66  | 1.64  | 1.64  | 1.77  | 1.81  | 1.96  | 2.04  | 2.19   | 2.22  | 2.00  | 1.99  | 1.92  | 1.99  |
| Obligacje 5-letnie (koniec mies.)      | 2.24  | 2.29  | 2.15  | 2.35  | 2.51  | 2.87  | 2.89  | 3.17   | 3.13  | 2.92  | 2.90  | 2.66  | 2.60  |
| EUR/PLN (koniec okresu)                | 4.38  | 4.35  | 4.36  | 4.29  | 4.31  | 4.45  | 4.40  | 4.32   | 4.31  | 4.23  | 4.23  | 4.18  | 4.23  |
| USD/PLN (koniec okresu)                | 3.94  | 3.90  | 3.91  | 3.82  | 3.92  | 4.20  | 4.18  | 4.00   | 4.07  | 3.97  | 3.88  | 3.72  | 3.78  |
| EUR/USD (koniec okresu)                | 1.11  | 1.12  | 1.12  | 1.12  | 1.10  | 1.06  | 1.05  | 1.08   | 1.06  | 1.06  | 1.09  | 1.12  | 1.12  |
| <b>Wskaźniki fiskalne</b>              |       |       |       |       |       |       |       |        |       |       |       |       |       |
| Def. budżetowy kum. (mld PLN)          | 18.7  | 14.4  | 14.9  | 20.6  | 24.6  | 27.6  | 46.2  | -6.8   | -0.9  | 2.3   | 0.9   | 0.2   | -5.9  |
| Def. budżetowy kum. (% planu)          | 34.1% | 26.3% | 27.3% | 37.7% | 45.0% | 50.4% | 84.4% | -11.4% | -1.4% | 3.9%  | 1.5%  | 0.3%  | -8.9% |

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  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 529    | 501    | 524    | 546    | 477    | 469    | 520    | 548    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1,567  | 1,629  | 1,657  | 1,720  | 1,799  | 1,851  | 1,962  | 2,075  |
| PKB per capita (USD)                       | 13,738 | 12,994 | 13,622 | 14,199 | 12,417 | 12,226 | 13,569 | 14,345 |
| 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    | 6.8    | 6.4    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 5.0    | 1.6    | 1.6    | 3.3    | 3.8    | 2.7    | 3.9    | 3.2    |
| Inwestycje (% r/r)                         | 8.8    | -1.8   | -1.1   | 10.0   | 6.1    | -7.9   | 4.5    | 7.0    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 2.0    | 0.5    | 0.8    | 2.8    | 2.8    | 3.6    | 3.9    | 2.9    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 3.3    | 0.8    | 0.3    | 2.6    | 3.0    | 3.8    | 4.5    | 3.0    |
| Eksport (% r/r)                            | 7.9    | 4.6    | 6.1    | 6.4    | 7.7    | 9.0    | 6.2    | 5.1    |
| Import (% r/r)                             | 5.8    | -0.3   | 1.7    | 10.0   | 6.6    | 8.9    | 7.5    | 6.3    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | 4.6    | 2.4    | 0.7    | -1.0   | -0.5   | 0.8    | 1.4    | 2.9    |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | 4.3    | 3.7    | 0.9    | 0.0    | -0.9   | -0.6   | 1.9    | 2.3    |
| Płace nominalne (% r/r)                    | 4.9    | 3.5    | 2.6    | 3.8    | 3.5    | 4.1    | 5.5    | 6.5    |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)     | 13.9   | 2.4    | 4.5    | 7.6    | 7.4    | 5.0    | 6.5    | 6.5    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)   | 4.50   | 4.25   | 2.50   | 2.00   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 2.25   |
| 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   | 3.50   | 4.50   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,40   | 3,10   | 3,01   | 3,52   | 3,95   | 4,19   | 3,74   | 3,75   |
| USD/PLN (Średnia)                          | 2,96   | 3,25   | 3,16   | 3,15   | 3,77   | 3,94   | 3,78   | 3,78   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,42   | 4,09   | 4,15   | 4,26   | 4,29   | 4,40   | 4,18   | 4,12   |
| EUR/PLN (Średnia)                          | 4,12   | 4,19   | 4,20   | 4,18   | 4,18   | 4,36   | 4,22   | 4,14   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                           | -27,4  | -18,5  | -6,7   | -11,4  | -2,9   | -1,4   | -2,8   | -5,0   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)            | -5,2   | -3,7   | -1,3   | -2,1   | -0,6   | -0,3   | -0,5   | -0,9   |
| Saldo handlu zagranicznego                 | -18,6  | -10,5  | -0,4   | -4,3   | 2,5    | 2,2    | 0,3    | -2,4   |
| Eksport                                    | 184,4  | 181,4  | 198,1  | 210,7  | 191,1  | 195,7  | 198,1  | 205,7  |
| Import                                     | 203,0  | 191,9  | 198,5  | 215,0  | 188,6  | 193,6  | 197,8  | 208,1  |
| 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  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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   | -0,8   | -1,4   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)        | 52,0   | 51,6   | 53,3   | 48,1   | 49,0   | 52,1   | 50,8   | 50,3   |

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

---

**Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki**

|                                          | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017P</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> |
|------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Realny wzrost PKB (% r/r)                | 3,8         | 2,7         | 3,9          | 3,2          | 2,9          | 2,5          |
| Inflacja CPI (% średnia)                 | -0,9        | -0,6        | 1,9          | 2,3          | 2,7          | 2,0          |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)          | -0,6        | -0,2        | -0,5         | -0,9         | -1,0         | -1,1         |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu) | 1,50        | 1,50        | 1,50         | 2,25         | 2,50         | 2,00         |
| USD/PLN (Koniec okresu)                  | 3,95        | 4,19        | 3,74         | 3,75         | 3,64         | 3,47         |
| USD/PLN (Średnia)                        | 3,77        | 3,94        | 3,78         | 3,78         | 3,70         | 3,54         |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                  | 4,29        | 4,40        | 4,18         | 4,12         | 4,09         | 4,07         |
| EUR/PLN (Średnia)                        | 4,18        | 4,36        | 4,22         | 4,14         | 4,10         | 4,08         |

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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 oraz 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. 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.*

---