

CitiMonthly

Płace rosną, stopy nie

- Seria danych publikowanych w marcu wydaje się potwierdzać, że polska gospodarka weszła w 2018 rok na wysokich obrotach. Ponad trzydziestoprocentowe wzrosty produkcji budowlanej wskazują, że rosnąca absorpcja funduszy unijnych znajduje odzwierciedlenie w inwestycjach infrastrukturalnych. Jednocześnie silne wzrosty sprzedaży detalicznej to odzwierciedlenie rosnącego funduszu płac i spadającego bezrobocia.
- W kolejnych miesiącach warto obserwować dane napływające ze strefy euro. Wskaźniki PMI oraz niemiecki Ifo sugerują, że gospodarkę europejską może mieć już za sobą szczyt wzrostu, a kolejne kwartały mogą przynieść lekkie spowolnienie. Nasze prognozy dla strefy euro są wciąż bardzo pozytywne, ale ewentualne negatywne niespodzianki przemawiałyby za rewizją prognoz dla Polski.
- Dane z rynku pracy nie wnoszą nic nowego do scenariusza, który już został wyraźnie zarysowany w 2017 roku. Rosnący popyt na pracę napotyka barierę w postaci niewystarczającej podaży, co przekłada się na wzrost żądań płacowych.
- Rada Polityki Pieniężnej wyraźnie zasygnalizowała, że poprzeczka dla podwyżek stóp procentowych jest postawiona wysoko. Same prognozy odbicia inflacji nie wystarczą – do podwyżek dojdzie dopiero, gdy prognozy się zmaterializują, a inflacja wzrośnie powyżej celu. Pierwszej podwyżki stóp spodziewamy się w III kw. 2019 roku, a więc po podwyżce dokonanej przez EBC.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

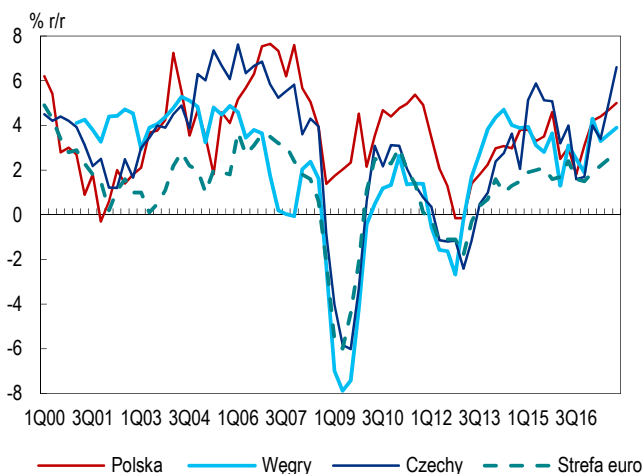
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	I kw. 18	II kw. 18	III kw. 18	IV kw. 18	I kw. 19	II kw. 19
PKB (% r/r)	4,7	4,5	4,0	3,9	3,7	3,6
Inwestycje (% r/r, śr.)	11,0	10,0	7,3	5,0	5,5	6,0
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,6	4,3	4,0	3,9	3,7	3,6
Inflacja (% r/r, śr.)	1,7	2,0	2,2	1,9	2,3	2,6
Stopa bezrobocia (%)	6,7	6,0	5,9	6,0	6,2	5,5
Stopa ref. NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	X	4,13	4,12	4,10	4,09	4,08
USDPLN	X	3,28	3,24	3,20	3,12	3,07
Rentown. obligacji 10L (%)	X	3,35	3,45	3,50	3,60	3,65
EURUSD	X	1,26	1,27	1,28	1,31	1,33
Stopa Fed (%)	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,75
Stopa depozytowa EBC (%)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 16.03.2018 r., pozostałe prognozy z dnia 21.03.2018 r.

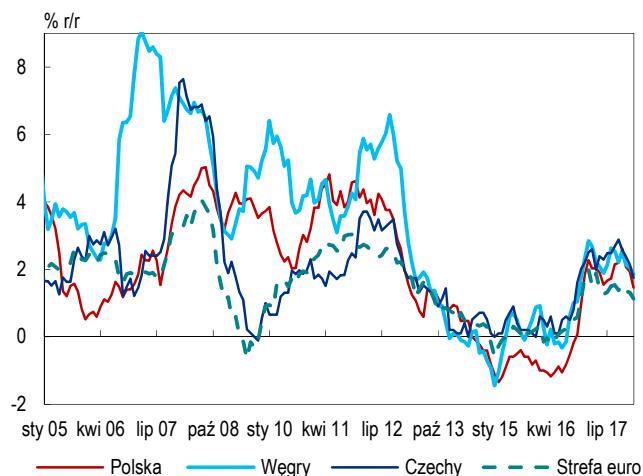
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 2. Wzrost gospodarczy (% r/r)



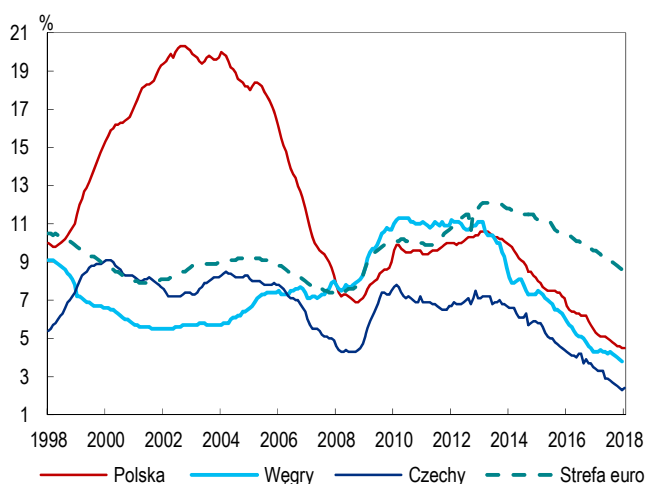
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 3. Inflacja HICP (% r/r)



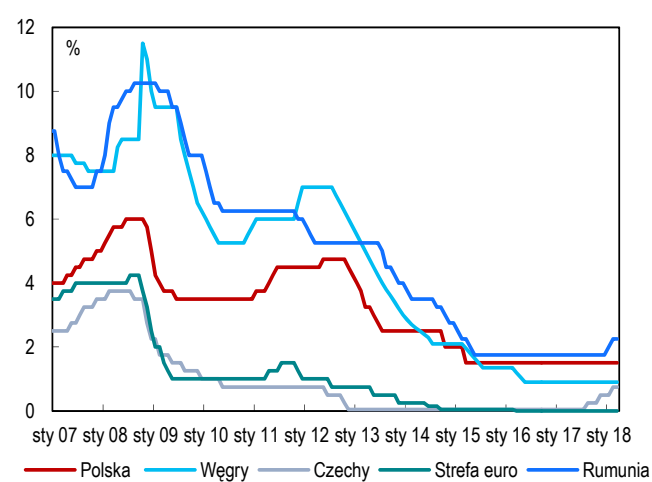
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 4. Stopa bezrobocia (%)



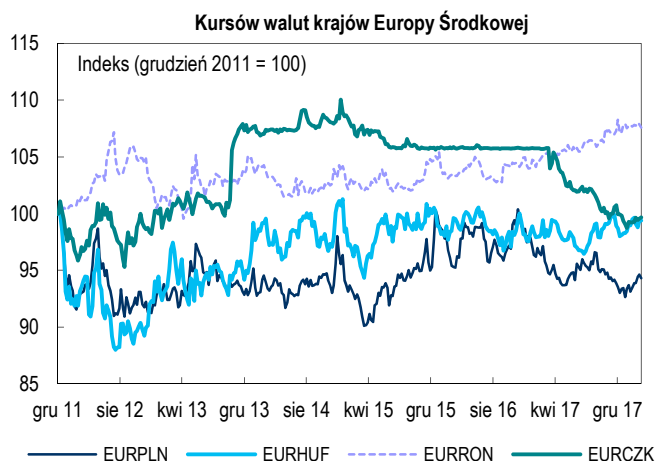
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 5. Stopy procentowe banków centralnych



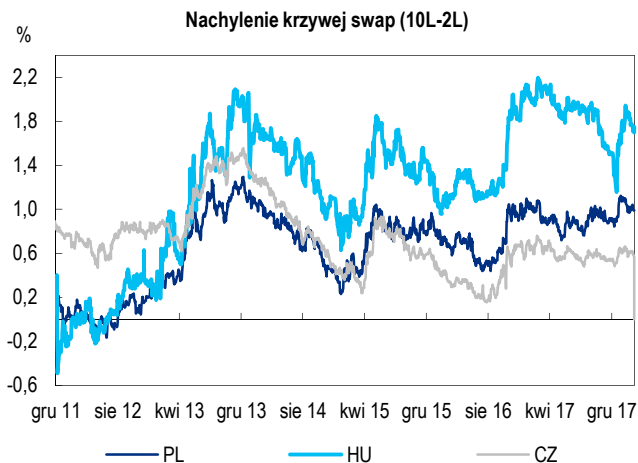
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 7. Nachylenie krzywej swap (10 lat - 2 lata)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

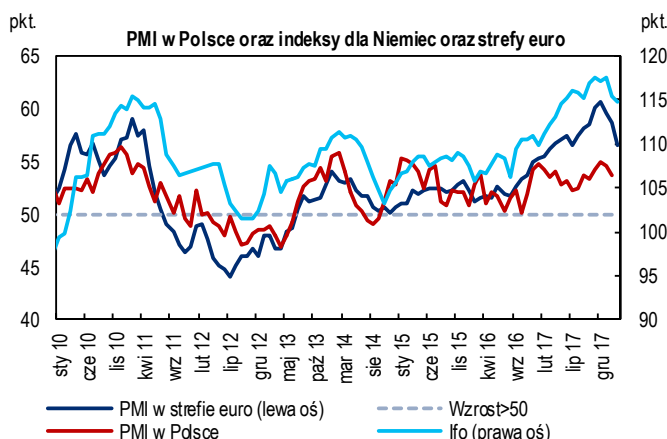
Niepokojące sygnały z zagranicy

- Seria danych publikowanych w marcu wydaje się potwierdzać, że polska gospodarka weszła w 2018 rok na wysokich obrotach. Wzrost może lekko przekroczyć 4% w całym 2018 roku.
- W najbliższych miesiącach warto obserwować dane napływające ze strefy euro. Wskaźniki PMI oraz niemiecki Ifo sugerują, że gospodarkę europejską może mieć już za sobą szczyt wzrostu.
- Presja płacowa w Polsce stopniowo narasta i nie spodziewamy się na razie jej osłabienia. RPP wybiera jednak strategię wyczekiwania i sygnalizuje utrzymywanie stóp procentowych zmian przez dłuższy czas.

Szczyt wzrostu gospodarczego jest już za nami?

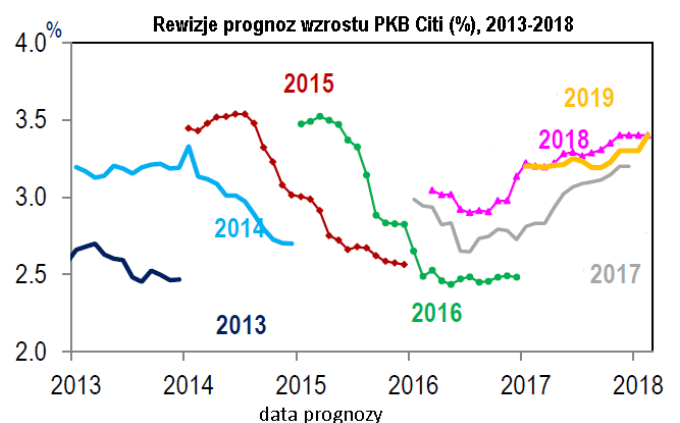
Indeksy PMI dla strefy euro za marzec spadły bardziej niż oczekiwano, kontynuując ruch zapoczątkowany w lutym. Wyraźny spadek odnotował także niemiecki indeks Ifo. Tym samym indeks PMI dla strefy euro i niemiecki Ifo niemal wróciły do poziomów z początku 2017 r. Taki ruch indeksów wpisuje się w ostatnio dokonane przez analityków Citi rewizje (w dół) prognoz wzrostu PKB na 2018 r. - dla strefy euro o 0,1 pkt proc. (do 2,4%) oraz dla Niemiec o 0,2 pkt proc. (do 2,5%). Naszym zdaniem wzrost gospodarczy w strefie euro w I kw. pozostał na wysokim poziomie (prognoza Citi: 0,6% kw/kw), ale II kw. może być już słabszy, a gorsze wyniki w przemyśle będą powoli przekładać się też na sektor usług. Choć częściowo spadki indeksów koniunktury mogły wynikać z przejściowych czynników, takich jak gorsza pogoda, to dane o PMI potwierdzają, że szczyt koniunktury najprawdopodobniej jest już za nami, zarówno w strefie euro, jak i w Polsce. Póki co wzrost pozostaje jednak mocny, co zresztą potwierdzają ostatnie „twarde” dane z gospodarki.

Wykres 7. Indeksy koniunktury PMI dla strefy euro i Niemiec minęły szczyt i spadły do najniższych poziomów od roku



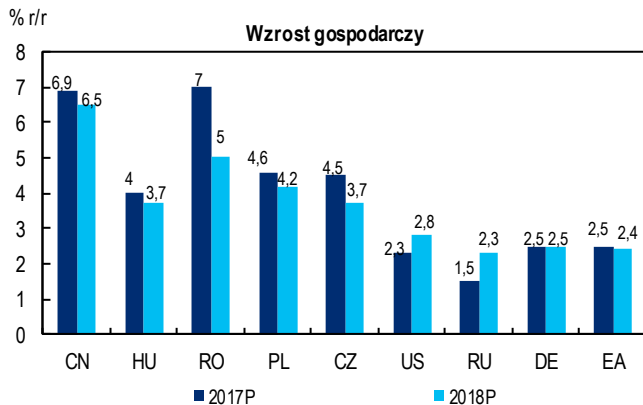
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Prognoza globalnego wzrostu nie uległa zmianie, ale prognozy dla Niemiec i strefy euro zostały obniżone (prognozy Citi).



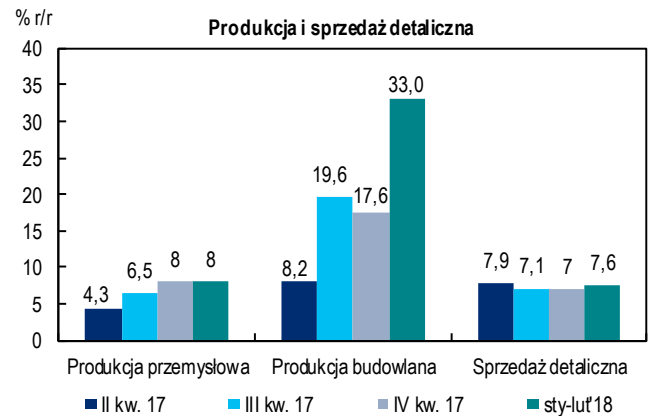
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 9. Prognozy wzrostu PKB wybranych krajów (prognozy Citi)



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 10. Dotychczas publikowane dane o produkcji i sprzedaży zapowiadają silny wzrost PKB w I kwartale



Źródło: GUS, Citi Handlowy

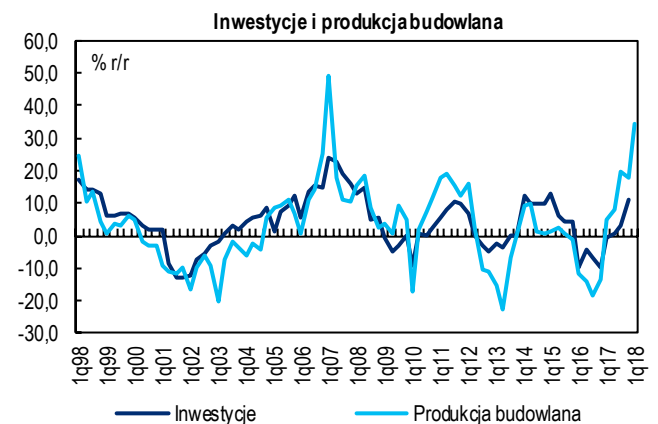
Pomimo niepokojących sygnałów z zagranicy, miesięczne dane za pierwsze dwa miesiące wskazują na utrzymanie dobrej koniunktury w kraju. Produkcja przemysłowa spowolniła w lutym do 7,4% z 8,6%, ale dynamika za styczeń-luty była podobna do zanotowanej w IV kwartale 2017 r., tj. 8% r/r. Ponadto wzrost produkcji budowlanej spowolnił w lutym, ale utrzymał się powyżej 30% (31,4% wobec 34,5% w styczniu), wobec 17,6% w IV kwartale. Z kolei tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym utrzymało się w lutym na poziomie 7,7%. Na jej dobry wynik złożyło się zwiększenie sprzedaży w paliwach, które zniwelowało wolniejszą sprzedaż aut. W rezultacie średni wzrost za styczeń-luty wyniósł 7,7% (vs. 7% w IV kw.). Przy bardzo dobrych odczytach miesięcznych produkcji i sprzedaży spodziewamy się, że wzrost gospodarczy spowolni w I kw. tylko nieznacznie i wyniesie około 4,7%, wobec 5,1% w IV kw. 2017 r.

Wykres 11. Produkcja przemysłowa nieznacznie spowolniła w lutym ...



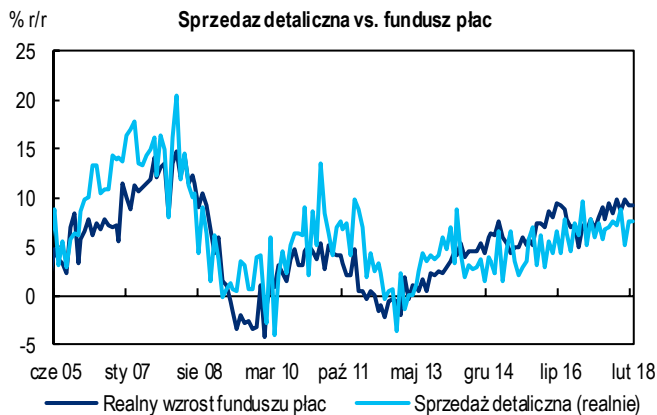
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 12. ... a wzrost produkcji budowlanej utrzymał się powyżej 30% w lutym



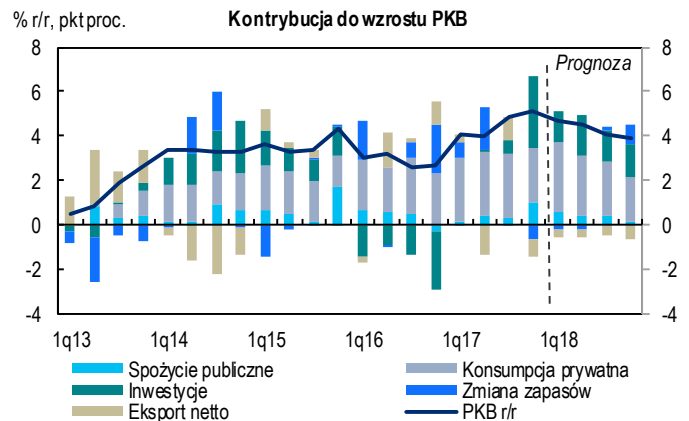
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 13. Sprzedaż detaliczna realnie jest wciąż wspierana przez wysoką dynamikę funduszu płac



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 14. Oczekujemy stopniowego spowolnienia wzrostu PKB, choć przez niemal cały rok dynamika wzrostu może pozostać powyżej 4%



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Naszym zdaniem mimo przewidywanego spowolnienia wzrostu, perspektywy dla aktywności gospodarczej są wciąż relatywnie optymistyczne w horyzoncie najbliższych kwartałów. W tej perspektywie wzrost produkcji będzie wspierany przez mocny popyt krajowy i korzystne otoczenie zewnętrzne, które wspiera popyt na polski eksport. Dobre dane z sektora budowlanego są pozytywnym sygnałem odnośnie inwestycji w I kwartale, choć jednocześnie wydaje się, że wciąż to aktywność sektora publicznego (w tym firm będących własnością jednostek sektora publicznego) jest głównym motorem ożywienia, podczas gdy firmy prywatne zwiększają inwestycje w wolniejszym tempie. Niemniej można przypuszczać, że w najbliższych kwartałach produkcja budowlana będzie dalej wspierana przez napływ środków unijnych, podczas gdy sprzedaż detaliczna będzie wspierana przez korzystną sytuację na rynku pracy.

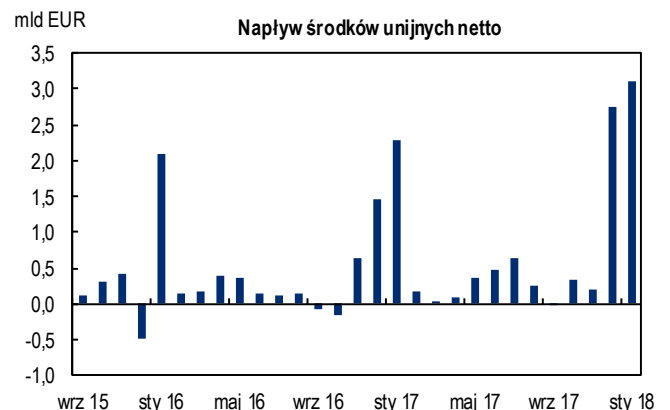
W całym 2018 roku spodziewamy się około 4,2% wzrostu PKB, co oznaczałoby lekkie spowolnienie w porównaniu z 2017 rokiem. Niemniej wzrost pozostałby wyraźnie wyższy niż potencjał polskiej gospodarki, co wzmacniałoby presję na rynku pracy i prowadziłoby do wysokiej dynamiki wynagrodzeń.

Wykres 15. Wykorzystanie mocy wytwórczych



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 16. Napływ środków UE wzrósł na początku roku

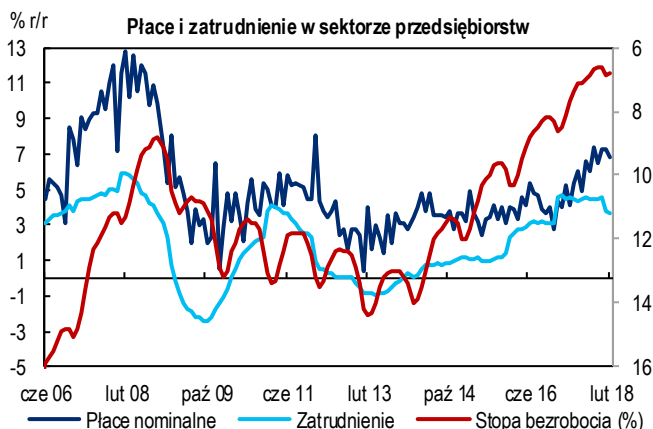


Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Na rynku pracy bez większych zmian

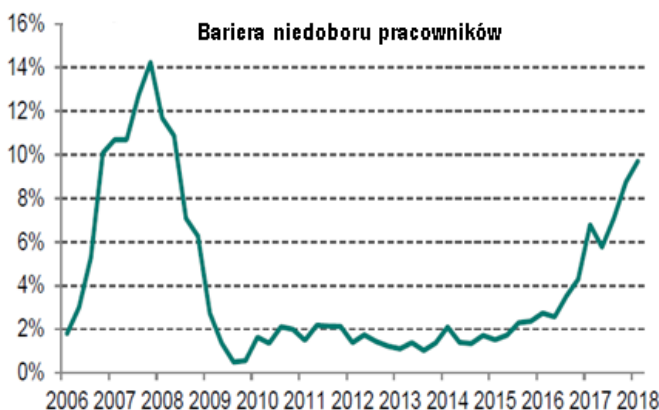
Dane z rynku pracy za luty wskazują na utrzymywanie się dotychczasowych tendencji. Co prawda wzrost płac lekko wyhamował (do 6,8%), jednak utrzymał się na bardzo wysokim poziomie. Jednocześnie stopa bezrobocia spadła do 6,8% z 6,9% w styczniu. Naszym zdaniem to, że stopa bezrobocia spada w lutym, kiedy sezonowo zwykle rośnie, świadczy o sile popytu na pracę i dobrej kondycji rynku pracy. Oczekujemy spadku stopy bezrobocia do końca roku do ok. 6%. Jednocześnie liczba nowych miejsc pracy utrzymuje się na rekordowo wysokich poziomach, co może wskazywać na problemy pracodawców ze znalezieniem pracowników. Ten problem przy dobrej koniunkturze może się pogłębiać, a przy niedostatecznej skali imigracji przyczyniać się do narastania presji płacowej.

Wykres 17. Płace nominalne wciąż rosną wolniej niż w okresie 2006-2007, ale trend na razie nie wyhamowuje



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 19. Ograniczona podaż pracowników będzie prowadzić do spowolnienia zatrudnienia i wyższych płac



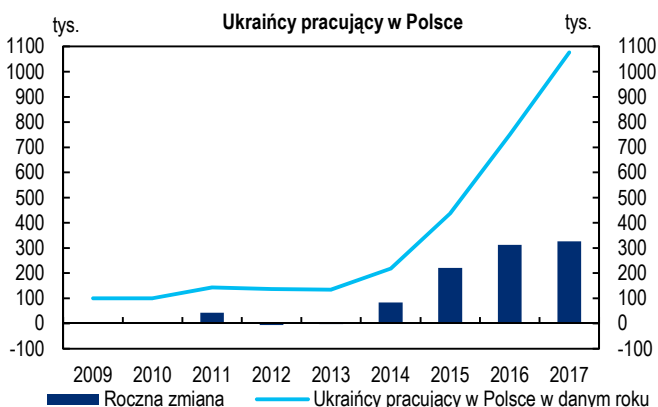
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 18. Liczba nowych bezrobotnych rekordowo niska a nowych ofert pracy rekordowo wysoka



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 20. Silna imigracja z Ukrainy, a także innych krajów nie wystarcza by znieść napięcia na rynku pracy



Źródło: Ministerstwo Pracy, Citi Handlowy

W kolejnych miesiącach oczekujemy wzrostu dynamiki płac i spadku stopy bezrobocia przy utrzymaniu problemów pracodawców ze znalezieniem pracowników. Już obecnie wzrost wynagrodzeń wyraźnie przekracza wydajność pracy, szczególnie jeżeli do jej wyliczeń weźmie się pod uwagę

obserwowany w ostatnich latach napływ imigrantów w Ukrainy. Biorąc pod uwagę dostępne dane oraz informacje, trudno w najbliższym czasie spodziewać się osłabienia presji płacowej oraz cenowej. Istnieje również ryzyko, że po latach bardzo słabego wzrostu wynagrodzenia w sektorze budżetowym wzrosną w 2019 roku w znacznie szybszym tempie, tym samym wprowadzając dynamikę wynagrodzeń w całej gospodarce na odpowiednio wyższe poziomy.

Wykres 21. ... podobnie jak rosnąca aktywność zawodowa



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 22. Presja płacowa wciąż rośnie

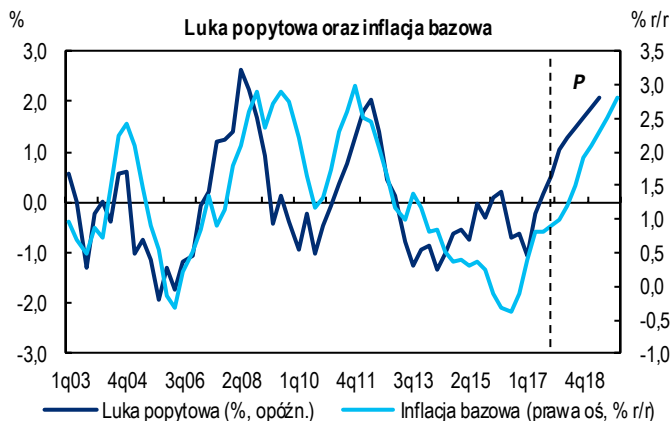


Źródło: NBP, Citi Handlowy

Jasny sygnał z banku centralnego

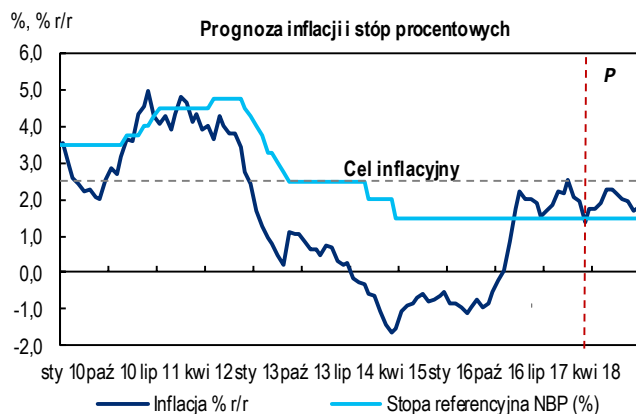
Prawdopodobnie największym zaskoczeniem gospodarczym w marcu okazało się złagodzenie - i tak już łagodnego - komunikatu Rady Polityki Pieniężnej. Po konferencji RPP prezes NBP zasygnalizował, że stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną bez zmian przez ponad rok, a nie można wykluczyć nawet stabilnych stóp również w 2020 roku. Gołym komentarzom nie przeszkodziło to, że najnowsza projekcja przygotowana przez ten sam bank centralny pokazała inflację CPI oraz inflację bazową pozostającą powyżej 2,5% przez dwa kolejne lata. NBP zrewidował również w górę swoje szacunki luki popytowej w Polsce, podnosząc je do poziomów, które świadczą o narastaniu presji cenowej. Porównując ton wypowiedzi samych członków RPP oraz wyniki projekcji inflacyjnej, można odnieść wrażenie, że sygnałem do niepokoju dla Rady nie są same prognozy rosnącej inflacji. Przypuszczamy, że dopiero materializacja tych prognoz (a więc rzeczywisty, a nie tylko przewidywany wzrost CPI) może skłonić RPP do szybszych podwyżek stóp procentowych.

Wykres 23. Wzrost luki popytowej prawdopodobnie doprowadzi do wyższej inflacji netto



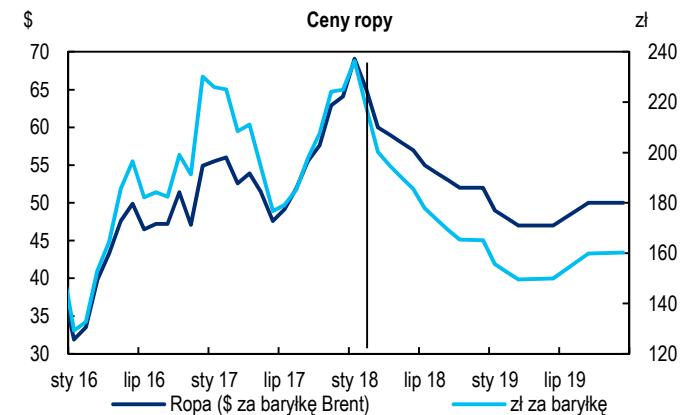
Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy

Wykres 25. Oczekujemy stabilnych stóp w 2018 r.



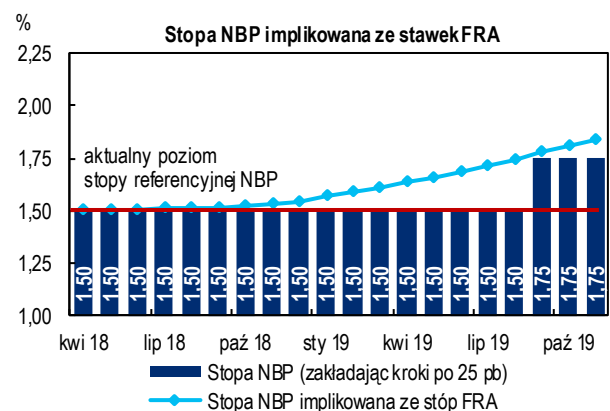
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 24. Oczekujemy spadku cen ropy



Źródło: Citi Research, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Rynek wycenia mniej niż dwie podwyżki stóp w 2019 r.



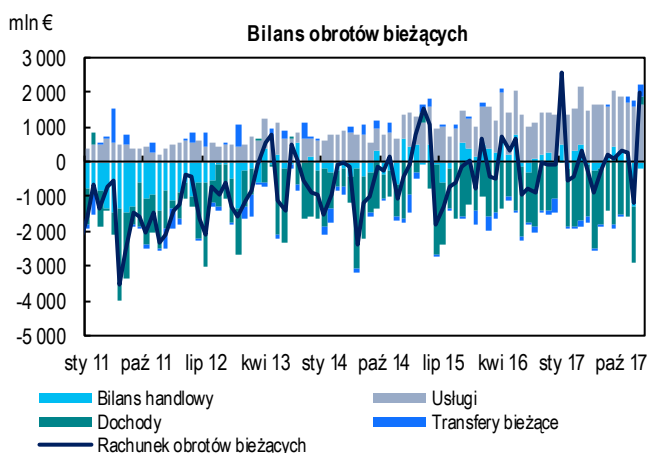
Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Drugi element, który może mieć znaczenie dla momentu pierwszej podwyżki stóp procentowych to zachowanie innych banków centralnych. Członkowie RPP w swoich wypowiedziach i scenariuszach stosunkowo niewiele miejsca poświęcają kwestii podwyżek stóp procentowych na świecie. Już obecnie stopy w Stanach Zjednoczonych są wyższe niż w Polsce, a w scenariuszu braku podwyżek w kraju, stopa Fed może być pod koniec przyszłego roku nawet dwukrotnie wyższa niż stopa NBP. Cykl podwyżek zaczęły lub wkrótce zaczną również inne banki centralne. Z punktu widzenia polskiego rynku największe znaczenie mają jednak decyzje EBC, a tu droga do podwyżek jest dłuższa. W horyzoncie najbliższych kilkunastu miesięcy Europejski Bank Centralny będzie jednak stopniowo zmierzał w kierunku zacieśnienia polityki pieniężnej. Pierwszym symbolicznym krokiem powinno być zakończenie programu skupu aktywów we wrześniu 2018 roku. Jeżeli – jak oczekujemy - EBC rzeczywiście zdecyduje się na podwyżkę stopy depozytowej około połowy przyszłego roku, powinno to zwiększyć presję na RPP i doprowadzić do zacieśnienia polityki pieniężnej w kraju w III kw. 2019 r. Gdyby jednak podwyżki w strefie oddalały się w czasie, można spodziewać się, że również RPP poczekalaby z podwyżkami dłużej niż obecnie zakładamy.

Rynek walutowy

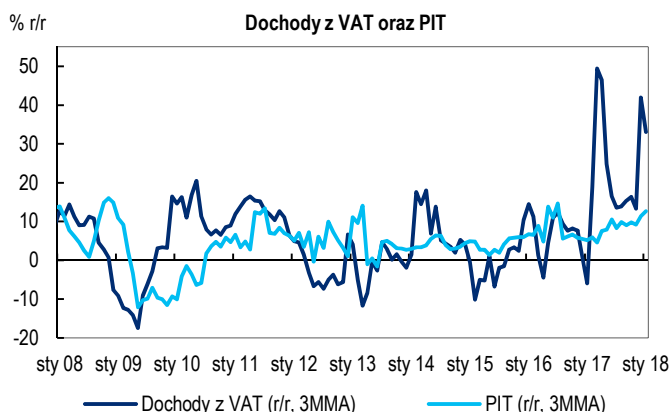
Główne czynniki fundamentalne nie uległy w ostatnich tygodniach zmianie i dlatego wciąż oczekujemy, że w perspektywie roku złoty będzie się umacniał. Wzrost gospodarczy pozostaje bardzo wysoki i przyczynia się do wzrostu luki popytowej. Ponadto cały czas spodziewamy się jedynie niewielkiego pogorszenia w bilansie obrotów bieżących, gdyż napędzany poprawą inwestycji wzrost deficytu handlowego może być niwelowany przed dalszy wzrost nadwyżki w usługach. Jednocześnie zgodnie z założeniami NBP przyjmujemy także, że napływ środków unijnych wzrośnie w tym roku. Te wszystkie czynniki, podobnie jak prognoza dalszego umocnienia euro do dolara, powinny prowadzić do umocnienia PLN.

Wykres 27. Bilans obrotów bieżących poprawił się w styczniu



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 29. Dochody podatkowe wciąż rosną w dobrym tempie



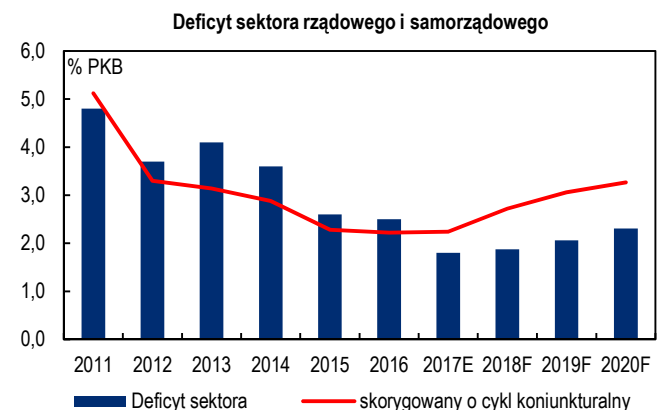
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 28. Skumulowany bilans za 12 miesięcy był na plusie w 2017 r. po raz pierwszy od lat 90-ych i będzie się pogarszał powoli



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 30. Deficyt fiskalny pozostaje pod kontrolą ale polityka fiskalna jest stosunkowo łagodna

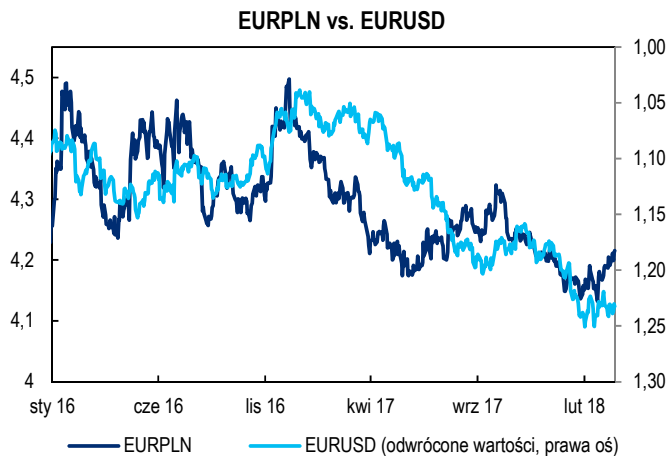


Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy

Zaskakująco gołębi ton Rady Polityki Pieniężnej w kontekście rozgrzanej gospodarki i podwyższonej dynamiki płac doprowadził w ostatnich tygodniach do spadku oczekiwań na podwyżki stóp co przyczyniło się do osłabienia złotego. Przy utrzymaniu takiego tonu Rady w najbliższych miesiącach trend umocnienia złotego może być wolniejszy niż wcześniej zakładaliśmy. Z drugiej strony nasze założenie co do dwóch podwyżek stóp w 2019 r. i kolejnych dwóch w 2020 r. oznacza wciąż większą skalę zacieśnienia niż przewiduje to rynek. Biorąc to wszystko pod uwagę

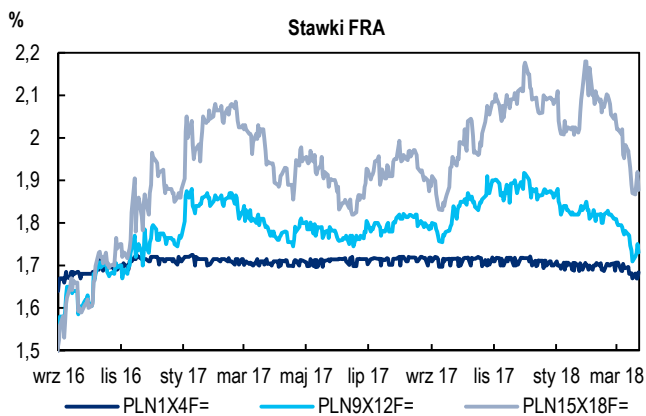
oczekujemy umocnienia złotego do ok. 4,10 na koniec roku i 4,05 w perspektywie 2-lat. Jednocześnie spodziewamy się umocnienia euro do dolara do 1,28 na koniec bieżącego roku i docelowo do ok. 1,40, co dałoby kurs USDPLN na poziomie ok. 3,20 na koniec tego roku i poniżej 3 w horyzoncie 2-letnim. Niemniej ewentualne odkładanie w czasie podwyżek stóp rzez RPP mogłoby ograniczać przestrzeń do umocnienia złotego.

Wykres 31. Słaby dolar wspiera złotego



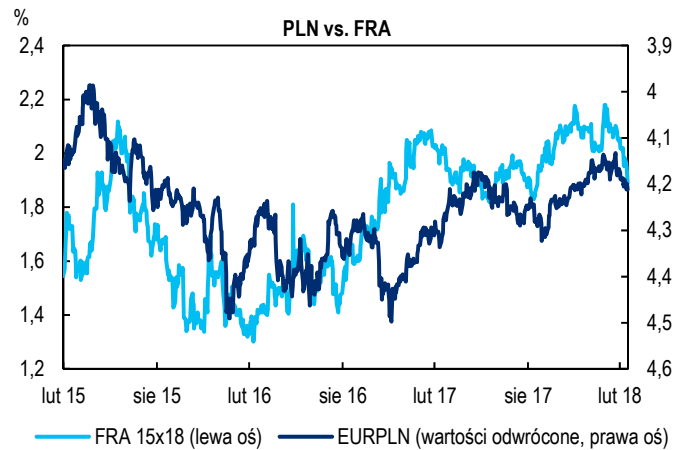
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 33. Rynek FRA skorygował oczekiwania na podwyżki stóp



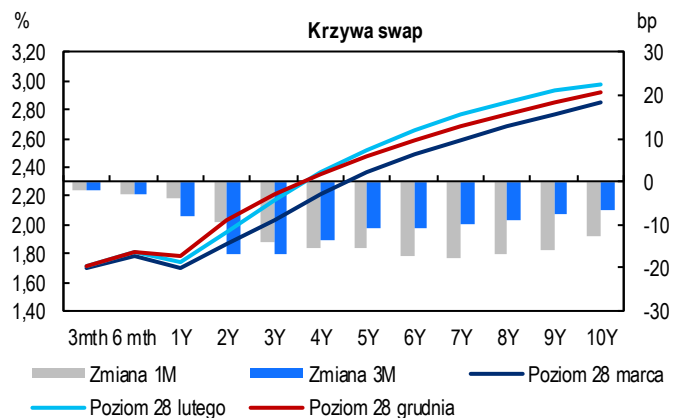
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 32. ... ale gołębia RPP może ograniczyć trend aprecjacyjny złotego



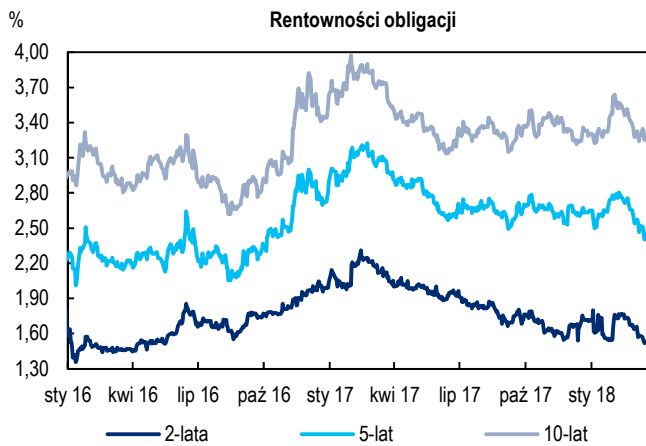
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 34. Krzywa swap się obniżyła



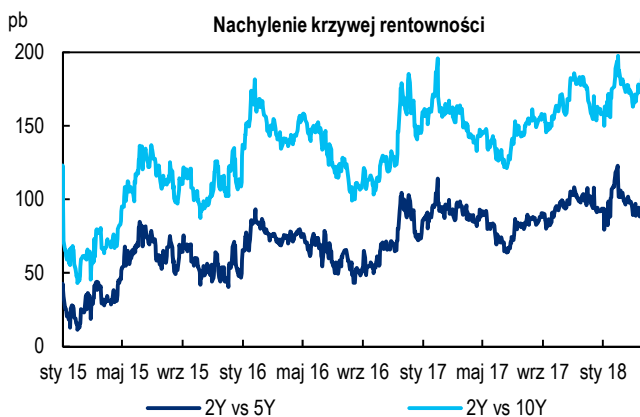
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 35. Rentowności spadły ponownie w reakcji na gołębią RPP i ruchy na rynkach bazowych



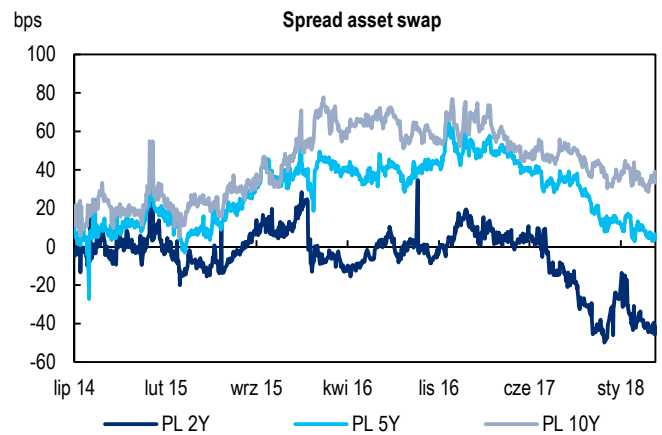
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 37. Perspektywa łagodnej polityki pieniężnej może utrzymać krzywą bardziej płaską w zakresie 2-5L i stromą 5-10L



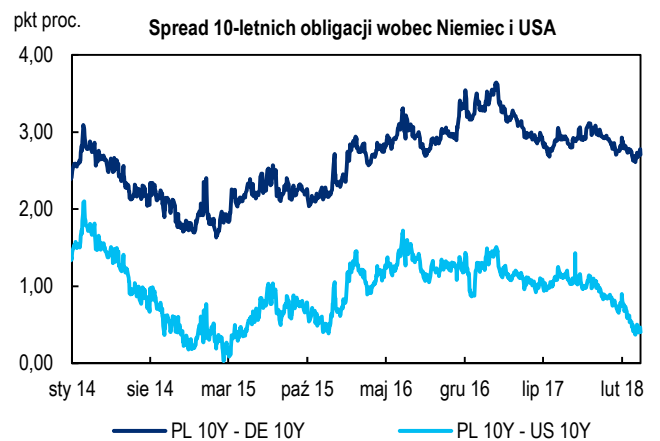
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 36. Stosunkowo niska podaż długu na początku roku pomimo wyższy potrzeb pożyczkowych w tym roku utrzymuje nisko spready asset swap



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 38. ... i może przyczynić się do spadku spreadu rentowności 10-letnich obligacji wobec rynków bazowych



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016						2017						
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,2	11,1	-0,5	9,3	4,5	6,3	8,8	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-1,1	17,6	-13,3	5,4	2,7	-8,4	5,9	6,0	5,1	-1,1	-9,9	4,0	-2,2
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	1,5	12,7	-0,8	9,5	5,0	6,8	8,6	5,8	13,9	10,9	3,7	9,7	7,3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-5,2	17,2	4,4	8,3	11,6	19,7	23,5	15,5	20,2	19,8	12,9	34,6	31,4
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	7,3	9,7	12,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9
Stopa bezrobocia (%)	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4
Inflacja (% m/m)	0,3	-0,1	0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,5	0,5	0,2	0,3	-0,2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,4	0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,3
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-514	-405	350	-264	-892	-203	189	120	297	272	-1 152	2 005	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-169	330	519	-83	-235	-172	162	466	321	150	-1268	-204	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15368	18487	15804	16811	16571	15368	15580	17179	17927	18253	15232	16853	-
Eksport (% r/r)	6,4	19,7	3,2	19,2	7,2	13,3	11,5	10,0	15,5	14,9	2,1	10,5	-
Import f.o.b. (mln EUR)	15537	18157	15285	16894	16806	15540	15418	16713	17606	18103	16500	17057	-
Import (% r/r)	10,5	19,8	4,6	21,7	14,5	13,2	7,8	7,5	14,8	15,7	10,9	15,4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,5	5,4	4,7	3,9	2,4	6,0	4,9
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8,1	7,7	7,1	6,2	5,3	4,7	5,0	5,0	4,9	4,0	3,9	3,8	4,1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	6,5	6,9	3,1	3,9	1,3	2,7	3,3	2,6	5,4	3,8	2,4	4,3	3,8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4,3	4,4	3,3	3,4	3,1	2,9	3,0	3,3	2,8	1,7	1,7	2,3	2,7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,8	5,2	5,3	5,3	6,1	5,9	6,6	5,8	6,1	4,9	6,0	6,4	6,9
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (średnio)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,68	1,59	1,56	1,57	1,61	1,56	1,41	1,50	1,26	1,27	1,47	1,35	1,40
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2,22	2,00	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3,13	2,92	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61
EUR/PLN (koniec okresu)	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17
USD/PLN (koniec okresu)	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42
EUR/USD (koniec okresu)	1,06	1,06	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	-0,9	2,3	0,9	0,2	-5,9	-2,4	-4,9	-3,8	-2,7	2,4	25,4	8,6	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	-1,4%	3,9%	1,5%	0,3%	-9,9%	-4,0%	-8,3%	-6,4%	-4,5%	4,1%	42,8%	20,6%	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	469	523	657	754
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 851	1 970	2 104	2 243
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 199	12 417	12 215	13 617	17 142	19 683
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,2	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,2	7,5	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,3	3,8	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,2	3,5
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	6,7	7,3	6,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,7	8,7	7,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,8	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,9	2,7
Place nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0	7,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,65	2,19
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,50	3,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,20	2,94
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,74	3,28	3,05
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,10	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,07	4,02
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,8	-3,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	103,0	111,0	120,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,2	-0,5	-0,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,2	49,0	47,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	2,9	4,6	4,2	3,6	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,9	2,7	2,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5	-0,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,19	3,48	3,20	2,94	2,88
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,94	3,75	3,29	3,05	2,91
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,40	4,18	4,10	4,06	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,13	4,07	4,06

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakikolwiek 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 jakikolwiek 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.
