

CitiMonthly

Spowolnienie za pasem?

- Wzrost gospodarczy pozostaje wyjątkowo silny, ale będzie trudny do utrzymania w kolejnych kwartałach. W I kw. zmiana zapasów dodała do dynamiki PKB 1,9 punktu proc., a więc dwukrotnie więcej niż inwestycje. Mieszanka niespodziewanie silnego wzrostu zapasów i załamania dynamiki eksportu może sugerować, że polscy eksporterzy zostali na początku roku zaskoczeni spadkiem popytu z Europy Zachodniej. Sugeruje to, że w kolejnych kwartałach wkład zapasów będzie się obniżać, a wraz z nim również wyhamuje wzrost PKB.
- Inflacja pozostaje niska ale mieszanka wyższych cen ropy naftowej, słabszego złotego oraz rosnących kosztów pracy powinna podwyższać ścieżkę CPI w kolejnych miesiącach. RPP najprawdopodobniej będzie wciąż podkreślać brak potrzeby zmian stóp procentowych bez zmian. Naszym zdaniem do pierwszej podwyżki może dojść najwcześniej w III kwartale 2019 roku. Gdyby jednak spowolnienie w strefie euro oraz obawy o sytuację we Włoszech doprowadziły do złagodzenia stanowiska EBC, byłby to dla RPP argument aby dłużej utrzymać stopy bez zmian.
- Nadwyżka budżetowa po czterech miesiącach roku to efekt bardzo niskiej dynamiki wydatków oraz rosnących dochodów z PIT oraz CIT. Podtrzymujemy nasze zdanie, że całoroczny deficyt będzie znacznie niższy od planu i wyniesie około 20-24 mld zł.
- W ubiegłym miesiącu złoty tracił na wartości wraz z dalszym spadkiem EUR/USD napędzanym wzrostem rentowności 10-letnich Treasuries i sytuacją polityczną we Włoszech i Turcji i słabszymi danymi w strefie euro. Oczekujemy, że złoty będzie stopniowo odrabiał straty wobec euro i dolara w kolejnych miesiącach wraz z odregowaniem EUR/USD.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

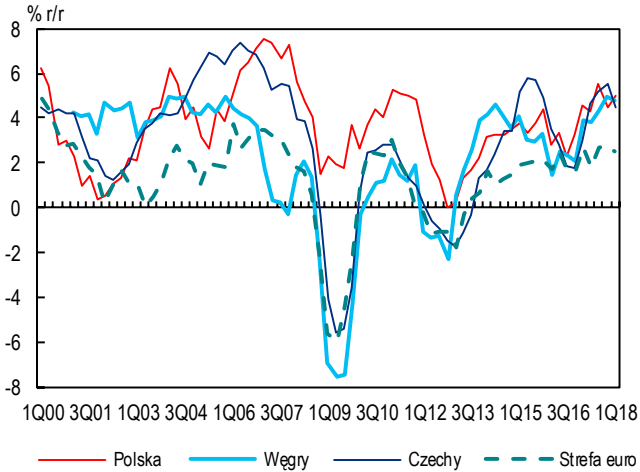
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	I kw. 18R	II kw. 18P	III kw. 18P	IV kw. 18P	I kw. 19P	II kw. 19P
PKB (% r/r)	5,2	4,7	4,1	3,7	3,7	3,6
Inwestycje (% r/r, śr.)	8,1	9,0	7,3	6,5	5,5	6,0
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,8	4,6	4,3	3,9	3,7	3,6
Inflacja (% r/r, średnia)	1,5	1,8	2,0	1,7	2,5	2,6
Stopa bezrobocia (%)	6,6	6,0	5,9	6,0	6,2	5,5
Stopa ref. NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	4,21	4,23	4,20	4,17	4,15	4,14
USDPLN	3,42	3,62	3,50	3,39	3,29	3,21
Rentown. obligacji 10L (%)	3,17	3,35	3,45	3,50	3,60	3,65
EURUSD	1,23	1,17	1,20	1,23	1,26	1,29
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 18.05.2018 r.; R – realizacja, P-prognoza

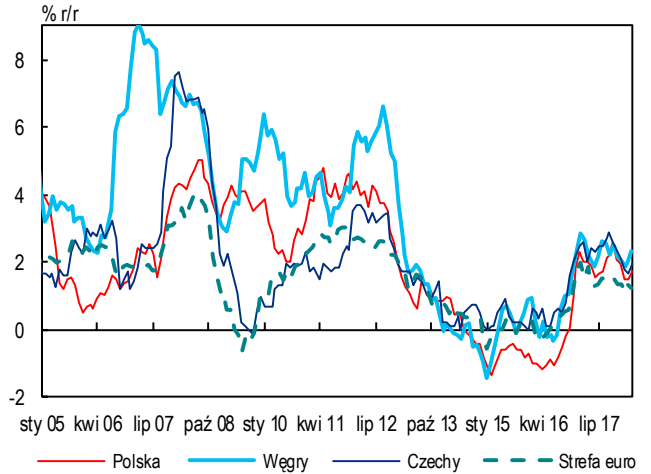
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



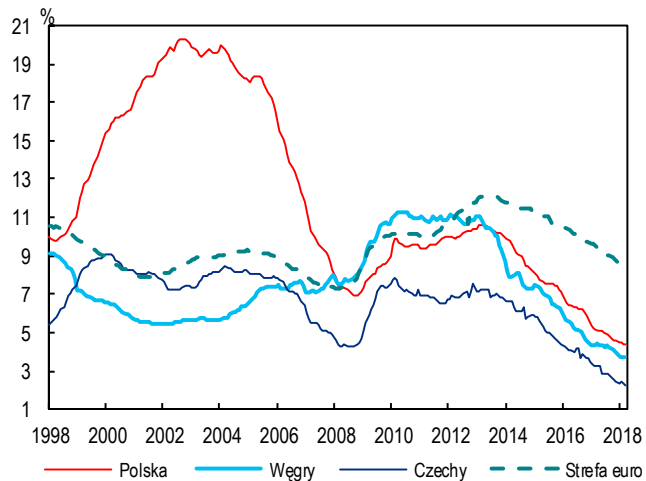
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



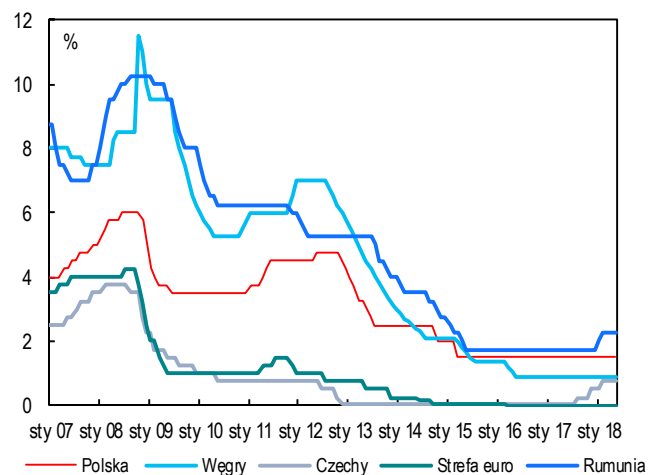
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



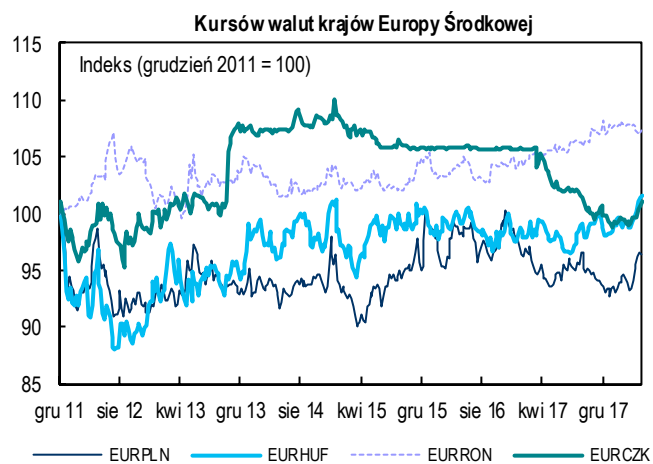
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



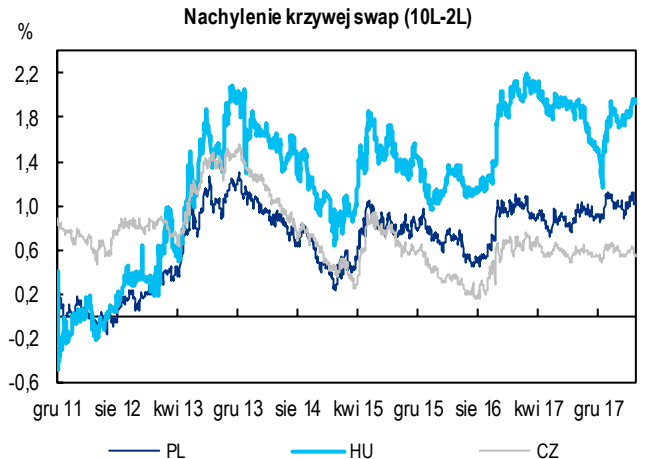
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

Inflacja napędzana paliwami

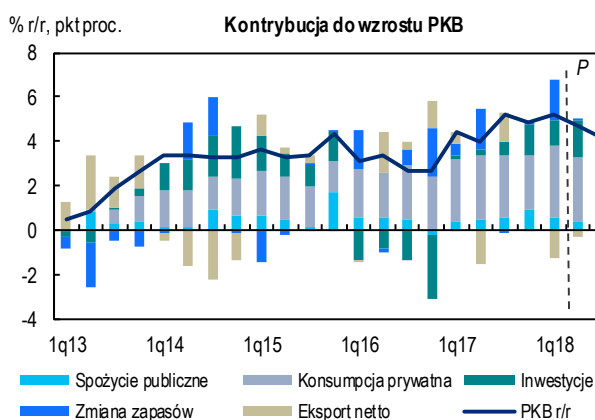
- Gospodarka rośnie w dynamicznym tempie dzięki silnemu popytowi krajowemu i wbrew oznakom spowolnienia za granicą.
- Dynamiczny wzrost cen paliw podniesie inflację w najbliższych miesiącach i może windować oczekiwania inflacyjne/płacowe.
- Nadwyżka budżetowa po kwietniu potwierdza nasze przypuszczenia – deficyt w całym 2018 roku będzie znacznie niższy od prognoz.

Szybszy wzrost ale przybywa zagrożeń

Od kilku miesięcy wydaje się, że gospodarka ma już za sobą szczyt koniunktury. Najnowsze dane za I kwartał kwestionują tę tezę. Wzrost w pierwszych trzech miesiącach wyniósł 5,2% r/r, a w przypadku danych skorygowanych o różnice w liczbie dni roboczych sięgnął on 5,0%. Był to wynik porównywalny do wyjątkowo dobrego pod tym względem III kwartału, a więc jak na razie trudno mówić o oznakach wyraźnego spowolnienia.

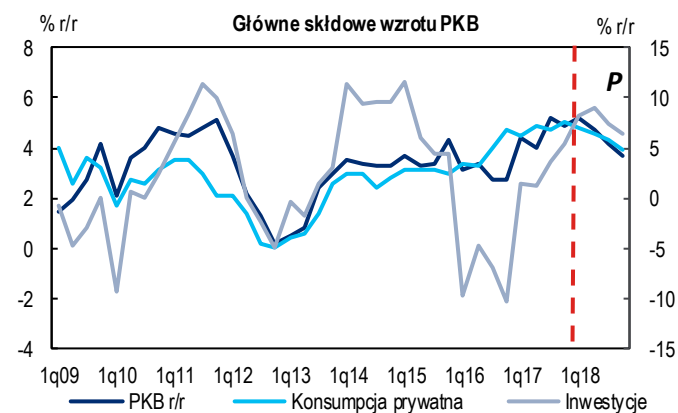
Jednocześnie jednak struktura wzrostu gospodarczego wydaje się mniej imponująca niż sam wskaźnik PKB. Konsumpcja zwiększyła się o 4,8% (zgodnie z naszymi prognozami), jednak inwestycje wzrosły „tylko” o 8,1% r/r. Silna dynamika wzrostu gospodarczego to przede wszystkim zasługa przyrostu zapasów, które dodały do PKB 1,9 pkt. proc., a więc dwukrotnie więcej niż inwestycje. Wzrost zapasów i jednocześnie znaczne osłabienie importu sugerują, że część eksporterów mogła zostać zaskoczona przez spowolnienie w Niemczech.

Wykres 7. Wzrost PKB w I kwartale wyniósł po korekcie aż 5,2%, choć poza wyższymi inwestycjami był napędzany przez zwiększone zapasy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Nakłady na środki trwałe wzrosły o 9,1%, a konsumpcja prywatna o 4,8%. Popyt krajowy wzrósł o 6,8%, najszybciej od I kw. 2008 r.



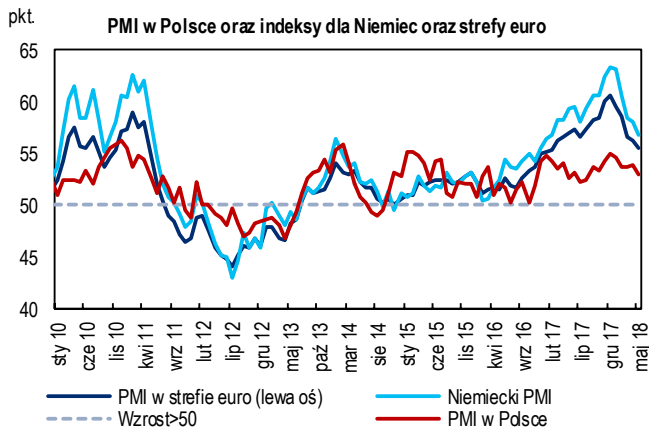
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Pozytywna niespodzianka PKB w I kwartale istotnie zmienia punkt startowy dla PKB w kolejnych kwartałach, a przez to podnosi ścieżkę wzrostu w całym roku. Biorąc pod uwagę dostępne dane szacujemy, że wzrost w 2018 roku wyniesie około 4,4-4,5%, a więc będzie o około 0,2-0,3 punktu

procentowego wyższy niż wcześniej oczekiwaliśmy. Silny wzrost na początku roku nie zmienia jednak kierunku trendu, który sygnalizujemy od kilku miesięcy. Otóż najbliższe kwartały powinny przynieść spowolnienie gospodarcze, do którego przyczyniać się będzie (wspomniane powyżej i już widoczne w danych za I kw.) osłabienie popytu w Niemczech i w innych krajach strefy euro. Znaczny spadek indeksu Ifo oraz indeksu PMI w minionych kilku miesiącach wskazuje, że wzrost w Niemczech w tym roku wyniesie około 2,1% r/r i będzie wyraźnie niższy niż oczekiwaliśmy jeszcze na początku roku, choć wciąż relatywnie wysoki w porównaniu z długoterminową średnią.

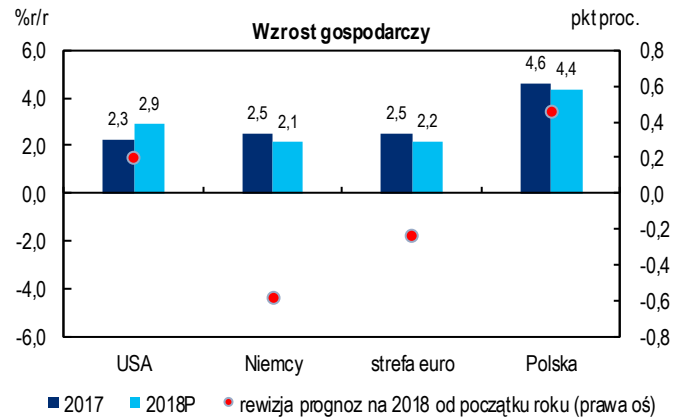
Polską gospodarkę częściowo ratuje fakt, że dynamika popytu krajowego utrzymuje się na wysokim poziomie, rekompensując osłabienie eksportu. Niemniej siła powiązań między polskimi firmami a niemieckimi odbiorcami oznacza, że sytuacja w kraju będzie pod wpływem zawirowań w Europie Zachodniej. Dlatego spodziewamy się stopniowego zmniejszenia wkładu zapasów do PKB i jednoczesnego zmniejszenia dynamiki w przetwórstwie w kolejnych kwartałach. Biorąc to pod uwagę można spodziewać się, że wzrost PKB w Polsce będzie w trakcie roku stopniowo wyhamowywał, choć zapewne utrzyma się wciąż na poziomie, który wyraźnie przekracza potencjał.

Wykres 9. Indeksy koniunktury dla strefy euro wyraźnie spadały także w kwietniu i maju, czego nie można wyjaśnić słabszą pogodą i czynnikami przejściowymi



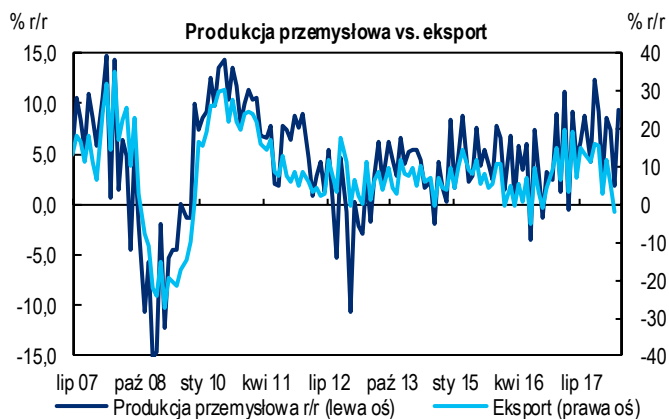
Źródło: Reuters, Citi handlowy,

Wykres 10. Mimo obniżenia prognoz wzrostu dla głównych partnerów handlowych szacunki dla Polski poprawiły się za sprawą dobrych danych z kraju (prognozy Citi)



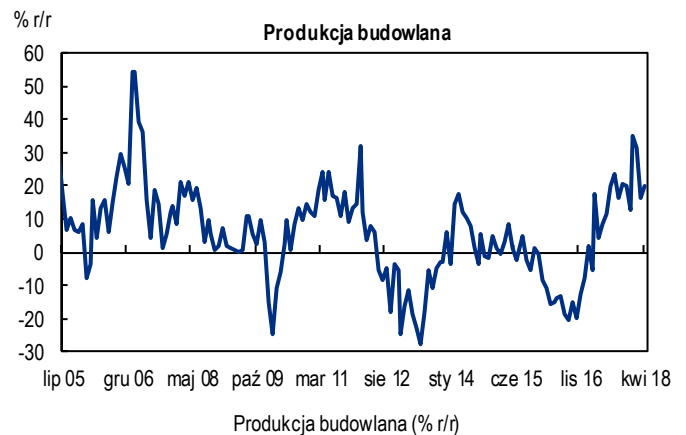
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 11. Produkcja i eksport mogą spowolnić w porównaniu do ubiegłego roku



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Produkcja budowlana rozczarowała w marcu i kwietniu, ale wciąż rośnie w tempie blisko 20%



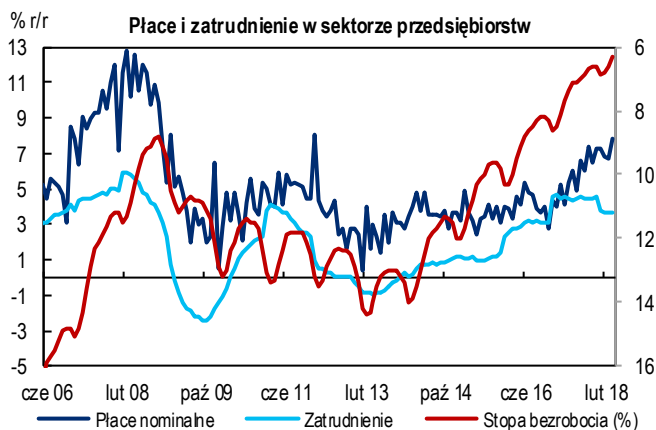
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Płace wybiły się z marazmu?

Spowolnienie wzrostu gospodarczego może doprowadzić do złagodzenia napięć na rynku pracy, jednak nie na tyle, aby diametralnie zmienić sytuację w jakiej znalazły się firmy. Wolniejszy wzrost w Niemczech może odbijać się przede wszystkim na przetwórstwie przemysłowym. Jednocześnie jednak ruszające projekty inwestycyjne finansowane z funduszy unijnych będą potęgować niedobory wykwalifikowanych pracowników w budownictwie. Dynamika konsumpcji zapewne również utrzyma się powyżej 4%, a więc na poziomie, który będzie sprzyjał presji płacowej w handlu i usługach. Ostatnie dane o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw sugerują, że po kilku miesiącach stabilizacji płace ponownie lekko przyspieszyły. Co prawda jedno dane to zbyt mało aby formułować daleko idące wnioski, ale naszym zdaniem zagrożenie dalszym wzrostem presji płacowej bynajmniej nie wygasło.

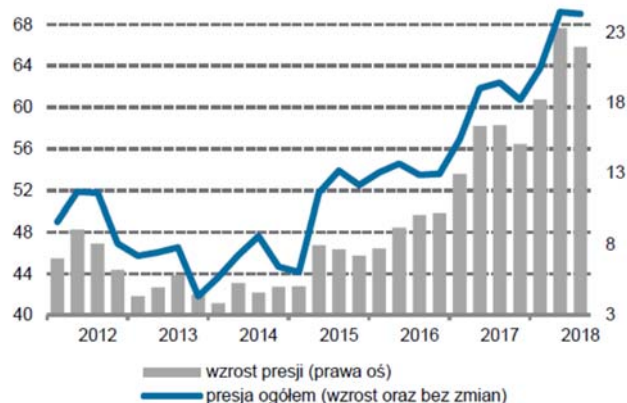
Dotychczas wzrost płac na poziomie całej gospodarki był zaniżany przez relatywnie niższą dynamikę wynagrodzeń w sektorze publicznym. Jak sygnalizowaliśmy w poprzednich miesiącach, naszym zdaniem sytuacja ta może się zmienić w ciągu najbliższego roku. Wzrost płac w sektorze prywatnym, wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz świadomość niezłej sytuacji budżetowej mogą skłaniać pracowników sektora budżetowego do formułowania wyższych żądań płacowych. Narastanie tej presji może ostatecznie przełożyć się na bardziej istotne podwyżki na początku 2019 roku. Projekt budżetu na przyszły rok będzie pierwszą wskazówką na ile te obawy są uzasadnione.

Wykres 13. Płace przyspieszyły w kwietniu niemal do 8%



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. Presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw pozostaje wysoka, a dodatkowo przed cyklem wyborczym będzie narastać presja płacowa w sektorze publicznym



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Mini-szok paliwowy

Z punktu widzenia inflacji najważniejszym wydarzeniem ostatnich tygodni był gwałtowny wzrost cen ropy naftowej, szczególnie w przeliczeniu na złote. O ile wcześniej spodziewaliśmy się, że ceny paliw będą raczej czynnikiem obniżającym inflację lub dla niej neutralnym, obecnie takie oczekiwania wydają się nieuzasadnione. W naszym scenariuszu zakładamy, że w dalszej części roku ceny baryłki Brent mogą utrzymywać się (przeciętnie) w pobliżu lub powyżej 75 dolarów.

Wyższa ścieżka cen paliw oznacza również odpowiednio wyższą ścieżkę CPI. Według naszych szacunków inflacja prawdopodobnie osiągnie 2,1-2,3% w lipcu bieżącego roku, powracając w pobliże celu inflacyjnego. W drugiej połowie roku efekty statystyczne jednak zepchną CPI poniżej 2%. Inflacja bazowa w 2018 roku okazała się – przynajmniej na razie – niższa od prognoz. Na początku roku mogło to być częściowo spowodowane relatywnie mocnym złotym, jednak od tego czasu PLN wyraźnie stracił na wartości i tym samym główny czynnik dezinflacyjny ustąpił.

Doświadczenia ostatnich miesięcy powodują, że wielu inwestorów traktuje zagrożenia inflacyjne jako mało istotne. Trudno się temu dziwić biorąc pod uwagę uporczywie niską inflację bazową. Niemniej naszym zdaniem mieszanka kilku czynników występujących jednocześnie (deprecjacja waluty, napięcia na rynku pracy, wysokie ceny surowców oraz prawdopodobny wzrost oczekiwań inflacyjnych na skutek podwyżek cen paliw) wskazuje, że ryzyko szybszego wzrostu cen nie powinno być ignorowane. Z drugiej strony, realistycznie spoglądając na możliwe scenariusze inflacyjne, w naszej ocenie mało prawdopodobne jest to, że mogłyby one doprowadzić do istotnej zmiany nastawienia Rady Polityki Pieniężnej.

Tabela 2. Prognoza inflacji Citi Handlowy

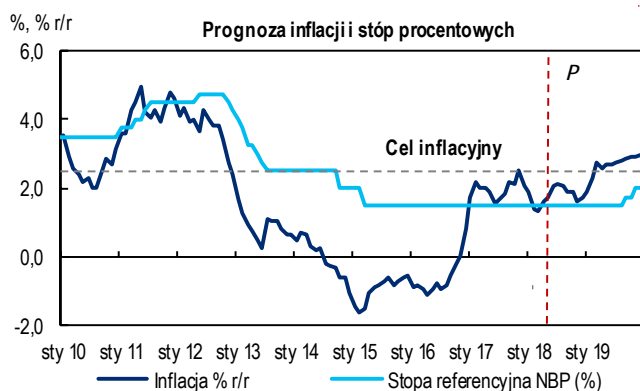
	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19
CPI % r/r	1,7	2,1	2,1	2,1	1,9	1,9	1,6	1,7	1,9	2,3	2,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0

Awersja do zmian

Z Rady Polityki Pieniężnej (RPP) dochodzą sprzeczne głosy. W majowym wywiadzie dla wGospodarce.pl Eryk Łon opowiedział się za wprowadzeniem do instrumentarium NBP niestandardowych narzędzi, w tym na przykład możliwości zakupu obligacji korporacyjnych i akcji przez NBP. Z drugiej strony inny członek Rady Kamil Zubelewicz w wywiadzie dla PAP sugerował, że „zmienił się układ sił w RPP i zwiększyły się szanse na podwyżki stóp, choć podstawowym scenariuszem jest stabilizacja”. Powyższe poglądy reprezentują dwa skrajne „skrzydła” w Radzie i raczej nie są popierane przez istotną część członków RPP. Wnioskując z wypowiedzi pozostałych przedstawicieli banku centralnego, a przede wszystkim z komentarzy samego prezesa Glapińskiego, można zakładać, że większość w Radzie opowiada się za utrzymywaniem stóp procentowych bez zmian przez dłuższy czas. Oznacza to jednak nie tylko awersję do podwyżek, lecz również do obniżek stóp. RPP powołuje się przy tym na wciąż relatywnie niską inflację, w tym również inflację bazową.

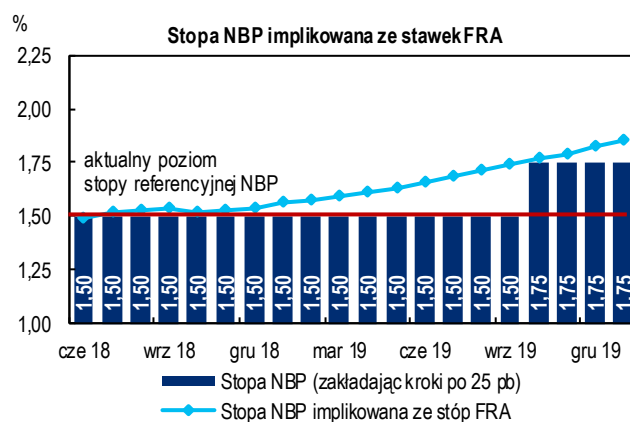
W naszym scenariuszu zakładamy, że pod koniec 2019 roku RPP mogłyby zdecydować się na pierwsze podwyżki stóp procentowych. Przemawiać za tym mogłyby (oczekiwane przez nas) zacieśnienie polityki pieniężnej przez EBC oraz narastanie napięć na rynku pracy, przekładające się na wzrost inflacji bazowej. Niemniej ostatnie wydarzenia w strefie euro na poważnie stawiają ten scenariusz pod znakiem zapytania. Gdyby spowolnienie w Niemczech okazało się głębsze od naszych prognoz, a niepewność polityczna we Włoszech doprowadziła do wydłużenia okresu łagodnej polityki EBC, również Rada Polityki Pieniężnej mogłyby utrzymywać stopy bez zmian przez dłuższy okres niż obecnie zakładamy. Realizacja powyższego scenariusza w strefie euro dostarczyłaby bowiem RPP silne argumenty pozwalające na pozostawienie stóp w Polsce bez zmian. Biorąc to pod uwagę w najbliższych tygodniach z uwagą będziemy obserwować informacje napływające ze strefy euro, traktując je jako ważną przesłankę dla decyzji RPP.

Wykres 15. Inflacja prawdopodobnie wzrośnie powyżej celu dopiero 2 2019 r.



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Wykres 16. To pozwoli na utrzymanie gołębiego tonu przez RPP i będzie wspierać oczekiwania na odległe podwyżki stóp



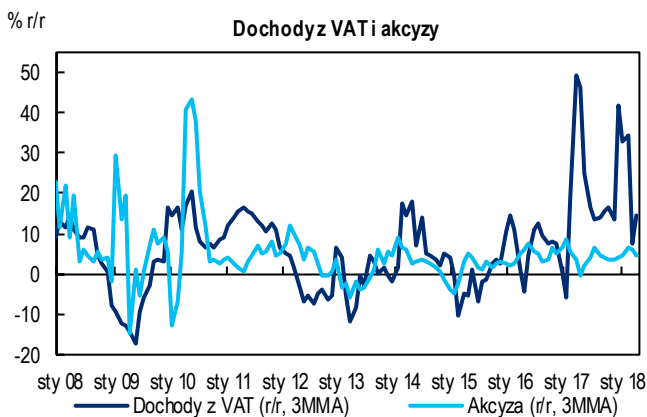
Źródło: Reuters, NBP, GUS, Citi Handlowy

Nadwyżka budżetowa bije rekordy

Po czterech miesiącach budżet odnotował nadwyżkę w wysokości 9,3 mld zł, a w samym kwietniu nadwyżka dochodów nad wydatkami wyniosła ponad 6 mld zł. Mierzona w ten sposób sytuacja budżetowa jest więc nawet lepsza niż w wyjątkowo dobrym 2017 roku. Potwierdzają się również nasze obserwacje z poprzedniego raportu miesięcznego – w tym roku nadwyżka to w bardzo dużym stopniu zasługa powolnego wzrostu wydatków budżetowych (+0,5% r/r w kwietniu oraz -1,7% r/r w całym okresie styczeń-kwiecień).

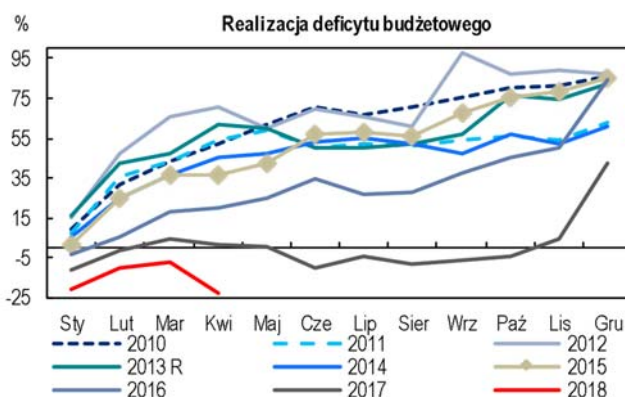
Po stronie dochodowej dochody z VAT wytraciły swoją wcześniejszą dynamikę, jednak przyspieszyły dochody z podatku PIT oraz CIT. Najnowsze dane za kwiecień wydają się potwierdzać nasz scenariusz, który zakłada, że całoroczny deficyt ponownie okaże się niższy od planu i wyniesie około 20-24 mld zł, wobec planu sięgającego 41,5 mld.

Wykres 17. Wzrost dochodów z tytułu VAT nieco spowolnił, ale wciąż jest dosyć mocny



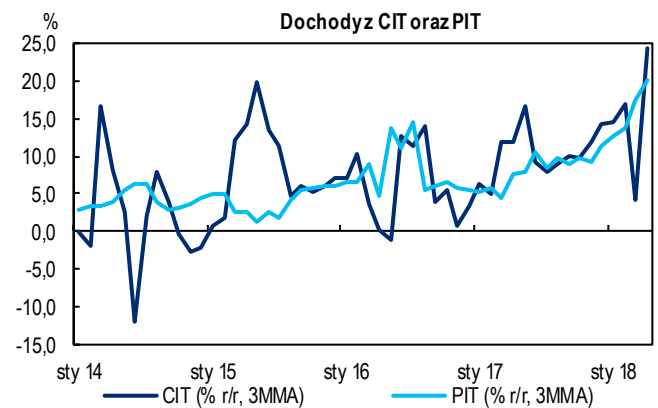
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 19. Dobre dochody i ograniczone wydatki budżetowe przekładają się na dobre wykonanie budżetu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 18. Z kolei przyspieszył wzrost dochodów z tytułu CiT i PIT



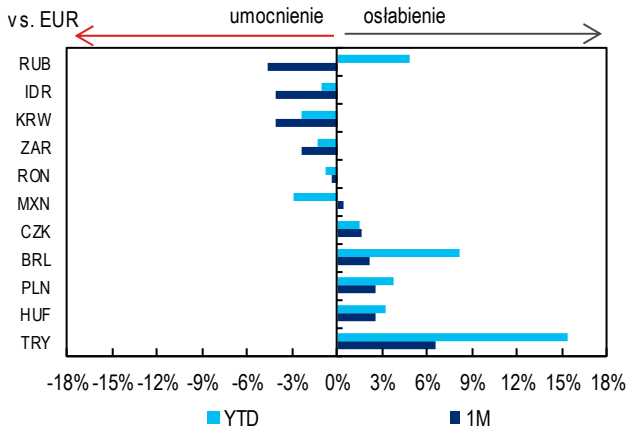
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 20. Saldo obrotów bieżących blisko równowagi, ale wzrost cen ropy i słabsza koniunktura zagranicą może pogorszyć bilans handlowy



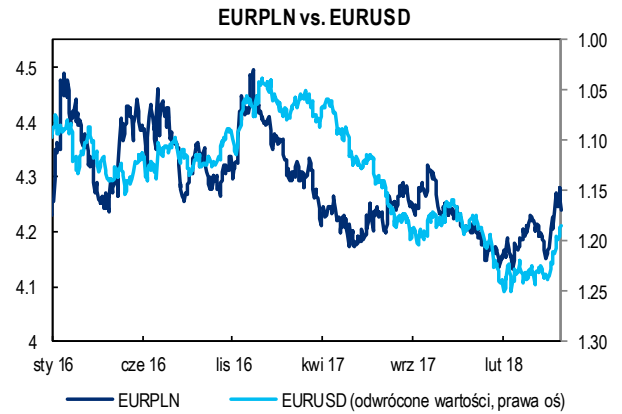
Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Wykres 21. Złoty był jedną ze słabszych walut gospodarek wschodzących wobec euro w maju



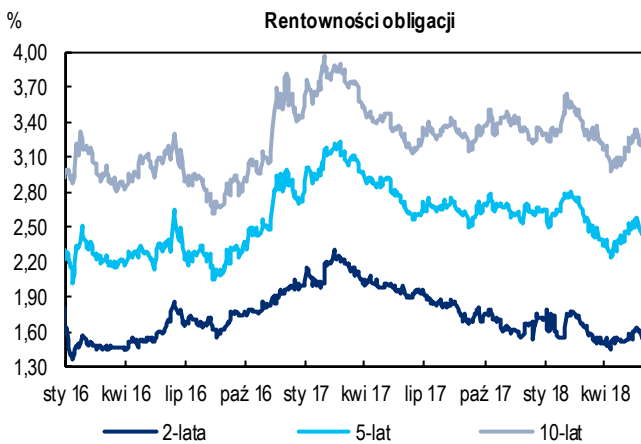
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Oczekujemy stopniowego umocnienia złotego do końca roku do 4,17 wraz z odreagowaniem euro



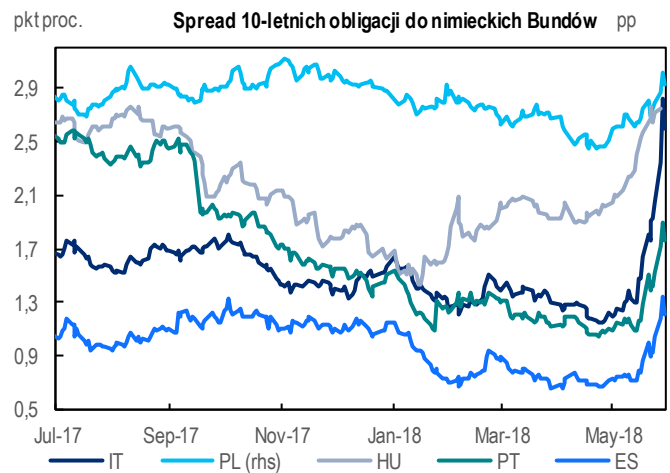
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 23. Słabszej walucie towarzyszyła przecena na rynku obligacji, do czego przyczyniły się zarówno rynki bazowe, wzrosty cen ropy jak i sytuacja we Włoszech



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Mimo sytuacji we Włoszech i Turcji rynek długu w Polsce pozostaje stosunkowo stabilny, czemu sprzyjają niskie podaże na aukcjach, wysokie depozyty MF i mocne fundamenty



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2017												2018				
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV				
Strefa Realna																	
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,5	9,3	4,5	6,3	8,8	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,8	9,2				
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-13,3	5,4	2,7	-8,4	5,9	6,0	5,1	-1,1	-9,9	4,0	-2,3	11,2	-6,9				
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-0,8	9,5	5,0	6,8	8,6	5,8	13,9	10,9	3,7	9,8	7,2	0,4	9,5				
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	4,4	8,3	11,6	19,7	23,5	15,5	20,2	19,8	12,9	34,8	31,1	16,1	19,7				
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	12,1	8,4	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6				
Stopa bezrobocia (%)	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3				
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7				
Ceny																	
Inflacja (% r/r)	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6				
Inflacja (% m/m)	0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,5	0,5	0,2	0,3	-0,2	-0,1	0,5				
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,1				
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,2	-0,6	-0,4	0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,2	0,6	0,3				
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8				
Przepływy zagraniczne																	
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	284	-202	-902	-296	311	218	436	278	-699	2 072	-972	-982	-				
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,1	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,1	-0,1	-				
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	472	-70	-202	-136	288	479	284	208	-1175	-156	-601	-317	-				
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15811	16797	16576	15592	15842	17408	17976	18354	15313	17046	16239	18117	-				
Eksport (% r/r)	3,3	19,1	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	11,7	5,5	-2,0	-				
Import f.o.b. (mln EUR)	15339	16867	16778	15728	15554	16929	17692	18146	16488	17202	16840	18434	-				
Import (% r/r)	5,0	21,5	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,3	8,3	1,6	-				
Strefa monetarna*																	
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,7	6,3	5,0	5,0	5,5	5,4	4,7	3,9	2,4	6,0	4,9	5,8	5,7				
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	7,1	6,2	5,3	4,7	5,0	5,0	4,9	4,0	3,9	3,8	4,1	4,6	4,5				
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,1	3,9	1,3	2,7	3,3	2,6	5,4	3,8	2,4	4,3	3,8	4,5	4,5				
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3,3	3,4	3,1	2,9	3,0	3,3	2,8	1,7	1,7	2,3	2,7	3,3	3,3				
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5,3	5,3	6,1	5,9	6,6	5,8	6,1	4,9	6,0	6,4	6,9	6,9	5,0				
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	1,72	1,72	1,71	1,70				
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70				
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,56	1,57	1,61	1,56	1,41	1,50	1,26	1,27	1,47	1,35	1,40	1,34	1,32				
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,99	1,92	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51				
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,90	2,66	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37				
EUR/PLN (koniec okresu)	4,23	4,18	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24				
USD/PLN (koniec okresu)	3,88	3,72	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51				
EUR/USD (koniec okresu)	1,09	1,12	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21				
Wskaźniki fiskalne																	
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	0,9	0,2	-5,9	-2,4	-4,9	-3,8	-2,7	2,4	25,4	-8,6	-4,5	-3,1	-9,3				
Def. budżetowy skum. (% planu)	1,5%	0,3%	-9,9%	-4,0%	-8,3%	-6,4%	-4,5%	4,1%	42,8%	-20,6%	-10,7%	-7,5%	-22,5%				

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	611	716
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 120	2 260
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	15 962	18 699
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	4,4	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	7,5	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,0	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,4	3,5
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	7,5	6,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	8,5	7,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,7	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,8	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)	2,42	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,64	2,18
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	3,38	3,04
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,47	3,16
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,17	4,17	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,20	4,13
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,6	-3,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	116,0	125,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-1,7	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	-0,2	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,9	47,4	46,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,6	4,4	3,6	3,1	2,4	2,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,8	2,7	2,8	2,4	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,1	-0,4	-0,5	-0,8	-0,8	-0,6
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	2,00	2,50	2,50	2,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,38	3,04	2,91	3,91	4,91
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,47	3,16	2,93	3,93	4,93
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,17	4,12	4,10	5,10	6,10
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,20	4,13	4,10	5,10	6,10

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.
