

CitiMonthly

Zaskakująco odporni

- Pomimo przejściowego spowolnienia w Niemczech polska gospodarka wykazuje się wyjątkową odpornością. Dane z ostatnich tygodni zaskakiwały pozytywnie, dzięki czemu nasz indeks niespodzianek ekonomicznych wyraźnie pnie się w górę.
- Na podstawie dostępnych danych szacujemy, że PKB wzrósł w II kw. o przynajmniej 5%, przy czym konsumpcja pozostała głównym motorem tego wzrostu.
- Dynamika płac w ostatnich miesiącach już praktycznie nie przyspiesza, ale stabilizacja nastąpiła na wysokim poziomie. Z drugiej strony inflacja CPI najprawdopodobniej osiągnęła lokalny szczyt i w kolejnych miesiącach będzie się obniżać, nawet pomimo wzrostu inflacji bazowej.
- W takiej sytuacji RPP zapewne będzie trzymać się swojej dotychczasowej strategii odkładania podwyżek stóp procentowych. Dzięki temu rośnie również rozdźwięk między coraz bardziej jastrzębimi bankami centralnymi na świecie a nastawieniem RPP.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

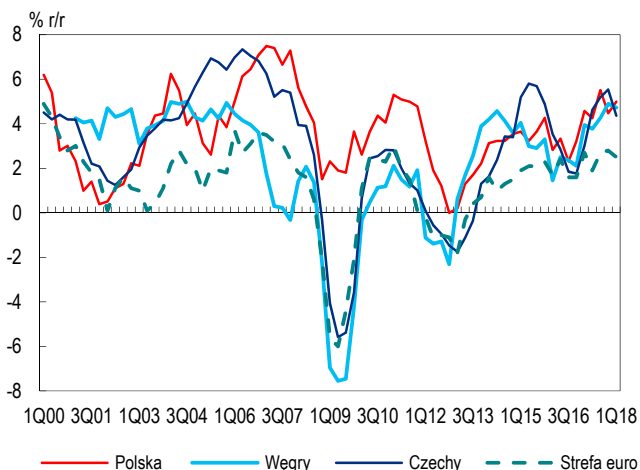
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	I kw. 18R	II kw. 18P	III kw. 18P	IV kw. 18P	I kw. 19P	II kw. 19P
PKB (% r/r)	5,2	5,0	4,4	4,2	3,6	3,9
Inwestycje (% r/r, śr.)	8,1	9,0	7,3	6,8	5,5	6,0
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,8	4,6	4,3	3,9	3,8	3,8
Inflacja (% r/r, średnia)	1,5	1,7	1,8	1,5	2,1	2,5
Stopa bezrobocia (%)	6,6	5,9	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	4,37	4,25	4,24	4,22	4,20
USDPLN	3,42	3,74	3,60	3,56	3,55	3,44
Rentown. obligacji 10L (%)	3,17	3,21	3,35	3,40	3,50	3,65
EURUSD	1,23	1,17	1,18	1,19	1,19	1,22
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	-0,40

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 20.07.2018 r.; R – realizacja, P-prognoza

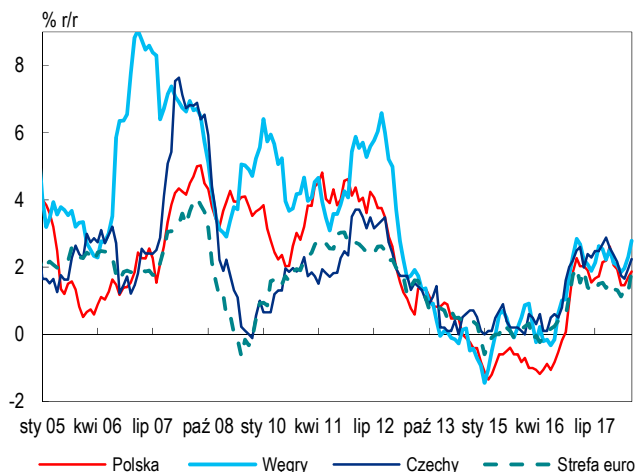
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



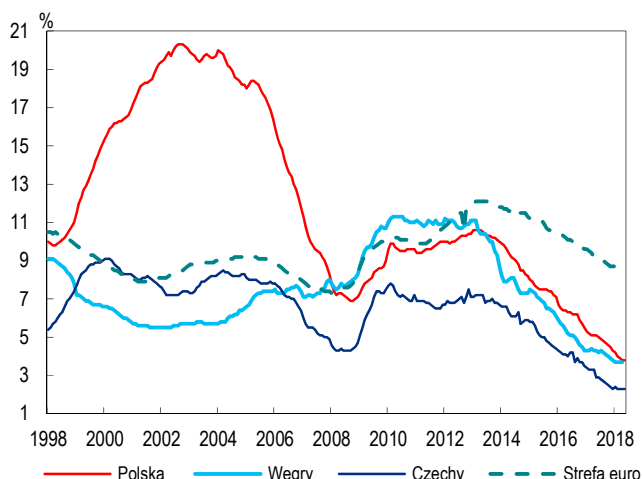
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



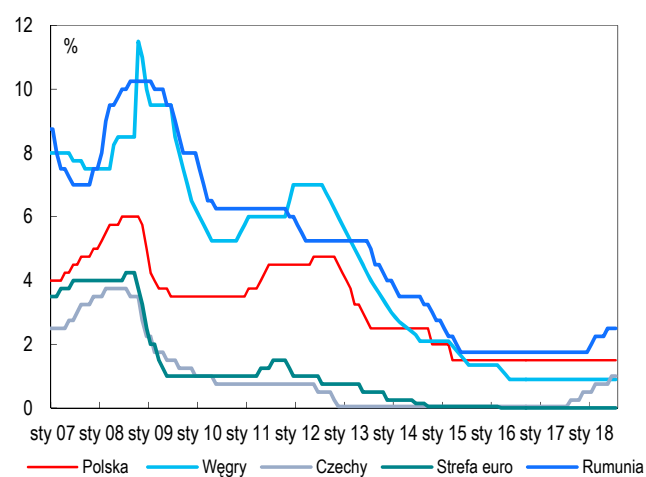
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



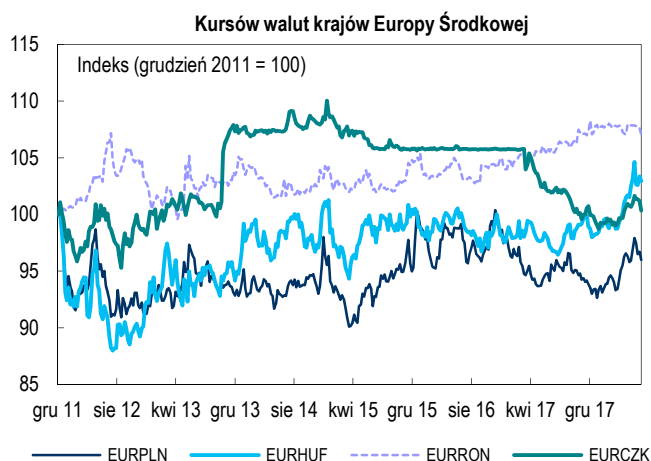
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



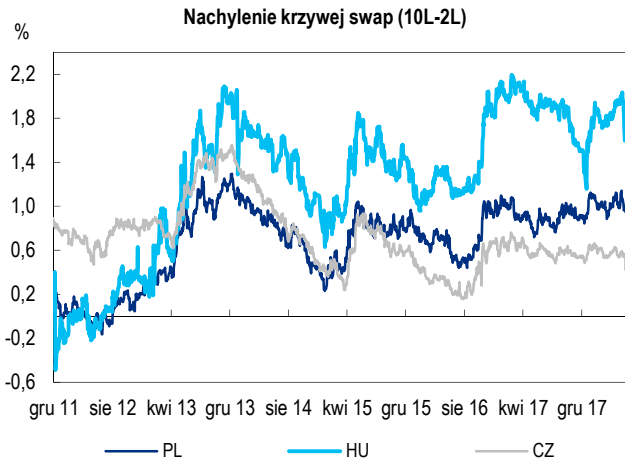
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

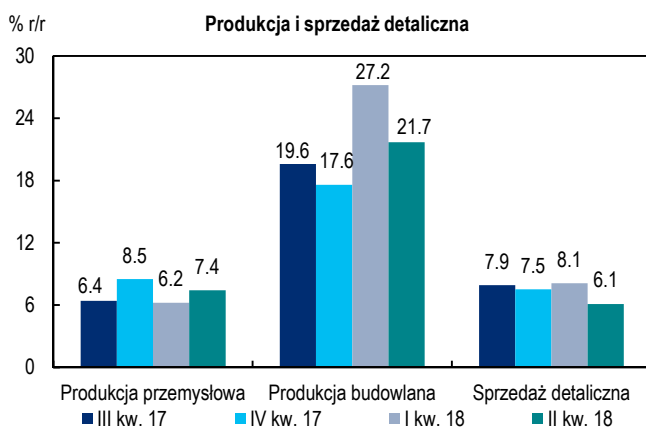
Zaskakująco odporni

- Pomimo przejściowego spowolnienia w Niemczech polska gospodarka wykazuje się wyjątkową odpornością, a wzrost w II kw. prawdopodobnie wyniósł przynajmniej 5%.
- Wzrost płac w ostatnich miesiącach ustabilizował się na wysokim poziomie, a inflacja najprawdopodobniej osiągnęła lokalny szczyt.
- W takiej sytuacji RPP zapewne będzie trzymać się swojej dotychczasowej strategii odkładania podwyżek stóp procentowych

Boom trwa

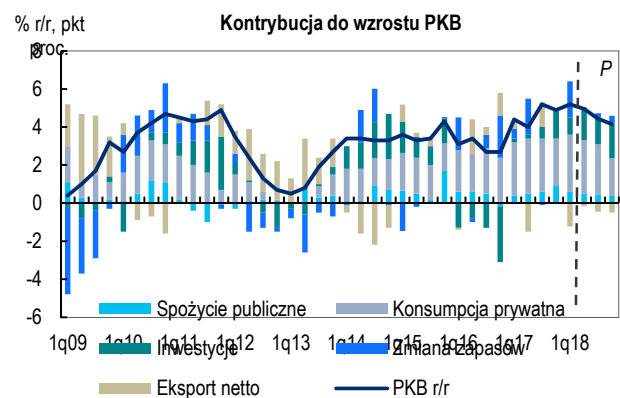
Seria danych z ostatnich tygodni wyraźnie potwierdza odporność polskiej gospodarki na osłabienie aktywności w Niemczech. Dane miesięczne sugerują, że w okresie kwiecień-czerwiec odnotowano szybszy wzrost produkcji przemysłowej, przy jednoczesnym spowolnieniu produkcji budowlanej oraz sprzedaży detalicznej (wykres 7). Łącznie te zmiany się niwelują, dzięki czemu wzrost PKB w II kwartale ma szansę wynieść około 5-5,2% r/r, a więc powinien być zbliżony do wyników z I kw. Oznacza to, że wbrew obawom gospodarka nie zareagowała z opóźnieniem na zadyszkę w Niemczech. Podobnie jak w poprzednich kwartałach głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja. Nasze szacunki wskazują na jej 4,6-4,8% wzrost w II kwartale, co oznaczałoby, że spożycie indywidualne „generowało” niemal 3 pkt. proc. z pięcioprocentowego wzrostu PKB. Z drugiej strony nakłady inwestycyjne najprawdopodobniej wzrosły o około 9% r/r, ale ze względu na mniejszą wagę w PKB ich wkład do wzrostu był poniżej 2 pkt. proc.

Wykres 7. W II kwartale produkcja przemysłowa rosła szybciej, a sprzedaż detaliczna i produkcja budowlana wolniej niż w I kw.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Największy wkład we wzrost gospodarczy ma konsumpcja



Źródło: szacunki Citi Handlowy, dane GUS

Okres negatywnych niespodzianek polska gospodarka ma już za sobą. Nasz indeks niespodzianek ekonomicznych (CESI) od ponad miesiąca wyraźnie pnie się w górę, odzwierciedlając lepsze od prognoz dane o produkcji, sprzedaży detalicznej oraz płacach. Od początku roku prognozy wzrostu dla zdecydowanej większości gospodarek wschodzących zostały zrewidowane w dół. Na tym tle Polska wypada nieźle - jest jednym z sześciu spośród 23 analizowanych przez nas krajów EM, w których prognozy na 2018 rok zostały zrewidowane w górę. Co więcej, dostrzegamy ryzyko, że całoroczny wzrost może i tak być nieco wyższy od naszych szacunków.

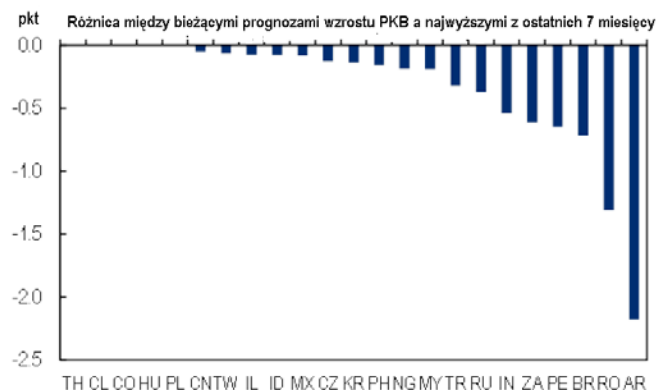
Choć zbliżone do 5% tempo wzrostu jest nie do utrzymania w dłuższym terminie, okres ten może jednak trwać dłużej niż wcześniej oczekiwano. Głównym zagrożeniem dla polskiej gospodarki wydają się głównie potyczki handlowe między Stanami Zjednoczonymi a Chinami. Gdyby doprowadziły one do głębszego niż obecnie zakładane spowolnienia w Chinach, odbiłoby się to również na aktywności niemieckich eksporterów, a rykoszetem również polskich firm. Konflikt handlowy jest wciąż w fazie, której konsekwencje trudno ocenić, ale jest to jeden z istotnych czynników mogących wpływać na ścieżkę wzrostu w Polsce. Biorąc pod uwagę, że wzrost wyraźnie przekracza tempo wzrostu potencjalnego (a sam PKB jest wyraźnie powyżej trendu) ewentualne spowolnienie wywołane zewnętrznym szokiem – gdyby do niego już doszło – mogłoby okazać się relatywnie głębokie.

Wykres 9. Ostatnie publikacje danych z kraju zaskakiwały pozytywnie



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 10. Polska jest jedną z nielicznych gospodarek rynków wschodzących gdzie prognozy wzrostu nie zostały obniżone



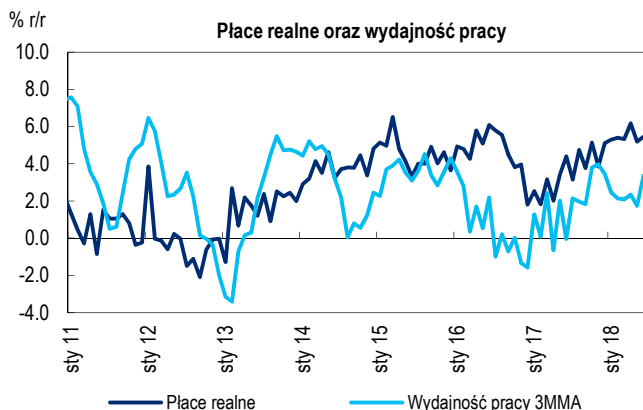
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Silna ale nie przyspieszająca presja płacowa

Po wyraźnym przyspieszeniu w 2017 roku, w ostatnich miesiącach tempo wzrostu płac ustabilizowało się i oscyluje średnio nieco powyżej 7% r/r. W samym czerwcu wzrost wyniósł 7,5%, ale przyspieszenie w znacznym stopniu wynikało z wyraźnych (24% r/r) wzrostów wynagrodzeń w górnictwie. Również badania ankietowe NBP przeprowadzane wśród przedsiębiorstw wskazują na ustabilizowanie się presji płacowej na wysokim poziomie. Biorąc pod uwagę dane o produkcji i zatrudnieniu, jednostkowe koszty pracy w przemyśle wzrosły w czerwcu o ponad 4% r/r.

Fakt, że firmy napotkały już barierę w postaci braku wykwalifikowanych pracowników oznacza, że w kolejnych kwartałach liczba pracujących będzie rosła w relatywnie niskim tempie. Stopa bezrobocia prawdopodobnie będzie wciąż spadać, ale trend spadkowy będzie wyhamowywał gdyż bezrobocie już obecnie wynosi poniżej 4% i zbliża się do poziomów bezrobocia frykcyjnego. Niedobory pracowników będą przekładać się na dalsze przyspieszenie płac, ale proces ten na razie nie będzie miał gwałtownego przebiegu (wyjątkiem może być budownictwo). Dotychczasowe dane są spójne z naszym scenariuszem, który zakłada 7,3% wzrost wynagrodzeń w całym 2018 roku, choć jednocześnie ryzyko wydaje się przechylone w kierunku wyższej dynamiki płac. Naszym zdaniem zdecydowanie szybszego narastania presji płacowej można byłoby spodziewać się w przypadku wyhamowania napływu imigracji z Ukrainy.

Wykres 11. Wzrost płac (zarówno nominalnych, jak i realnych) jest wyraźnie wyższy niż wzrost wydajności pracy



Źródło: szacunki Citi Handlowy, dane GUS

Wykres 12. Bariera braku pracowników nieco się obniżyła na przestrzeni ostatnich dwóch miesięcy

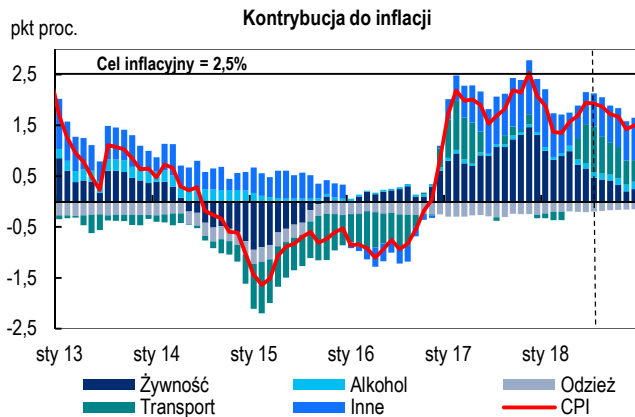


Źródło: NBP, Citi Handlowy

Inflacja pozwala RPP czekać

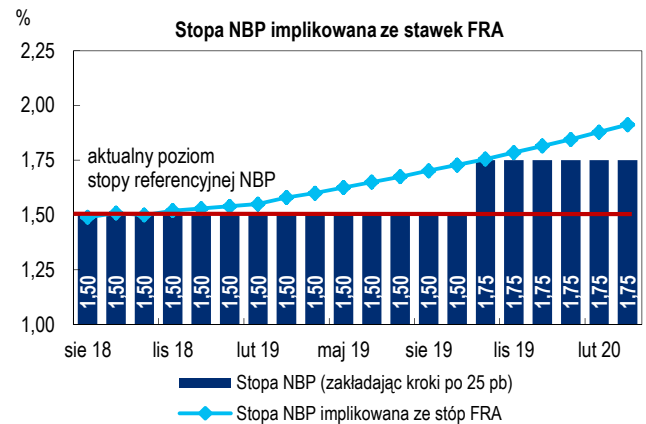
W lipcu wskaźnik CPI wyniósł 2%, a tym samym ustabilizował się na poziomie z czerwca. Według naszych szacunków inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła, ale pozostała niska i wyniosła około 0,6%. Inne miary inflacji bazowej są jednak wyższe, a inflacja po wyeliminowaniu cen administracyjnie kontrolowanych w maju wyniosła 2,1%. Choć dynamiczny wzrost gospodarczy i słabszy złoty prawdopodobnie popchną w kolejnych miesiącach inflację bazową w górę, to jednak w tym samym czasie wskaźnik CPI będzie się obniżał pod wpływem wyhamowujących cen paliw oraz żywności (odzwierciedlenie „wysokiej bazy” w 2017 r.). Przyczyniać się do tego będą również wysokie zbiory owoców, które z punktu widzenia inflacji powinny zniwelować wpływ suszy na zbiory zbóż. Z tego względu w najbliższych miesiącach inflacja powinna kształtować na niskich poziomach pozwalających Radzie Polityki Pieniężnej na komfortowe trzymanie się łagodnej retoryki. Spodziewamy się spadku wskaźnika CPI do około 1,4% r/r w listopadzie i jego stopniowego odbicia dopiero w 2019 roku – w kierunku 3%.

Wykres 13. Inflacja spadnie do końca roku do ok. 1,5% i przekroczy cel w 2019 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. Rynek wciąż wycenia jedną podwyżkę stóp w 2019 r.



Źródło: NBP, Reuters, szacunki Citi Handlowy

Na Radzie Polityki Pieniężnej zbyt dużego wrażenia nie robią ani ostatnie podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i Czechach, ani mniej gołębia retoryka węgierskiego banku centralnego. W lipcu RPP podtrzymała kluczowe zdanie w swoim komunikacie, zgodnie z którym „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. Z kolei prezes NBP pokusił się nawet o złagodzenie dotychczasowego tonu, sugerując, że w jego osobistej opinii wzrosły szanse na to, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do 2020 roku (wcześniej sygnalizowano raczej 2019 r.). Powyższe deklaracje potwierdzają, że poprzeczka dla ewentualnych podwyżek stóp w najbliższych kwartałach jest postawiona wysoko. Tym bardziej, że druga połowa roku przyniesie raczej spadek, a nie wzrost inflacji, a przez to da zwolennikom niskich stóp procentowych dodatkowe argumenty aby nie spieszyć się z podwyżkami.

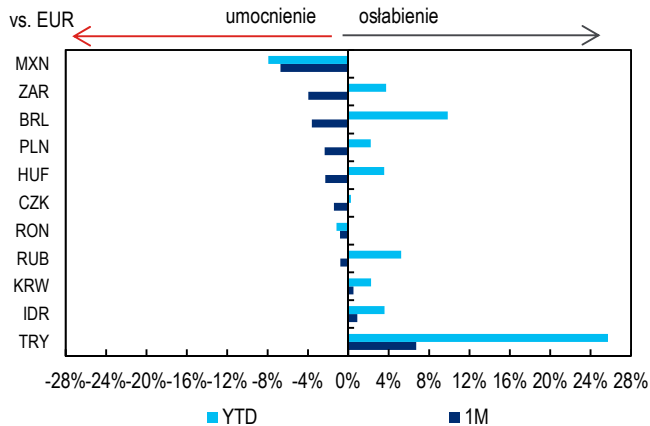
Najbardziej prawdopodobny scenariusz przewiduje stabilne stopy procentowe zarówno w 2018, jak i 2019 roku. Nawet pomimo jastrzębich sygnałów płynących z innych banków centralnych, RPP zapewne będzie w najbliższych miesiącach trzymać się swojej bardzo łagodnej retoryki. Ton wypowiedzi może powoli zacząć się zmieniać dopiero w trakcie 2019 roku, o ile inflacja rzeczywiście wzrośnie, a wzrost gospodarczy utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie. Pierwszej podwyżki spodziewamy się na początku 2020 roku, a w całym roku stopy mogą wzrosnąć o 50-100 pb (nasz bazowy scenariusz zakłada górną granicę tego przedziału). Do szybszego zacieśnienia polityki pieniężnej w kraju mogłoby dojść gdyby inflacja wzrosła znacznie szybciej i w większej skali niż obecnie zakładamy. Ewentualnie, sygnałem do szybszych podwyżek przez RPP mogłoby być również przyspieszenie momentu pierwszej podwyżki w strefie euro. Na razie jednak scenariusz ten wydaje się mało prawdopodobny.

Tabela 2. Prognoza inflacji Citi Handlowy

	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	2,0	1,9	1,6	1,6	1,4	1,5	1,7	2,1	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	#	2,9	2,9	2,0

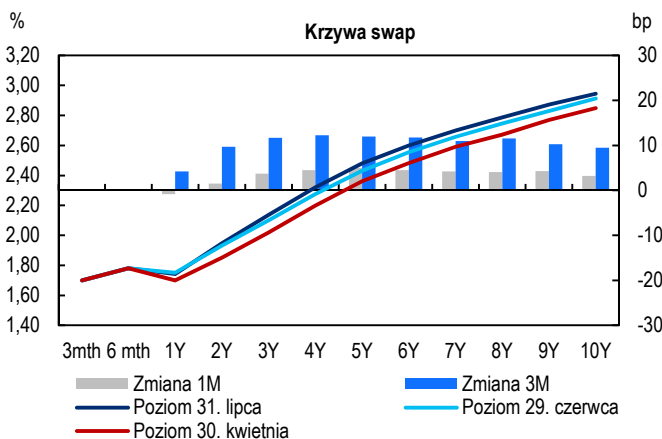
Przegląd rynku

Wykres 15. Spodziewamy się stopniowego umocnienia złotego wobec euro także w kolejnych miesiącach.



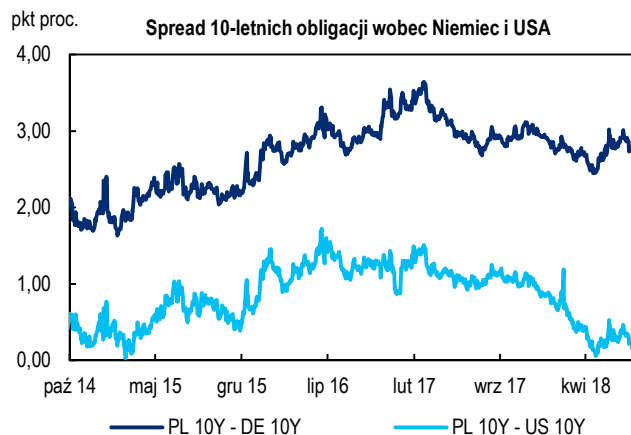
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 17. Krzywa stóp swap nieznacznie wzrosła w ostatnich tygodniach.



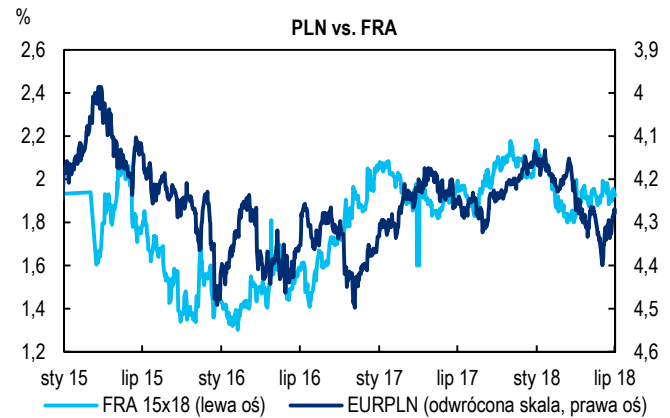
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 19. Spread długoterminowych obligacji wobec do Bundów i Treasuries zawężił się.



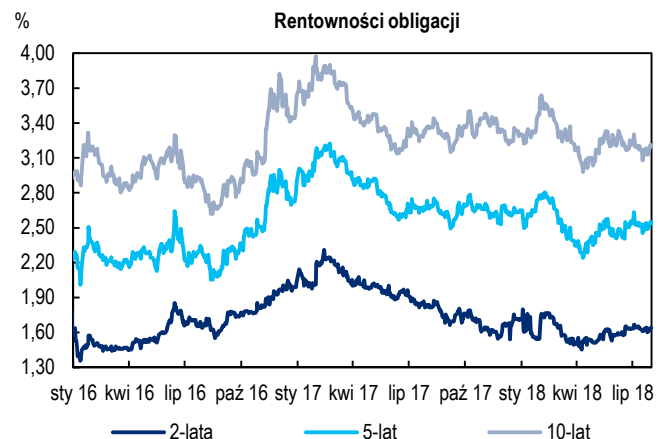
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Stopy FRA pozostają niskie, ale wzrosły od kwietnia w okresie słabszego złotego.



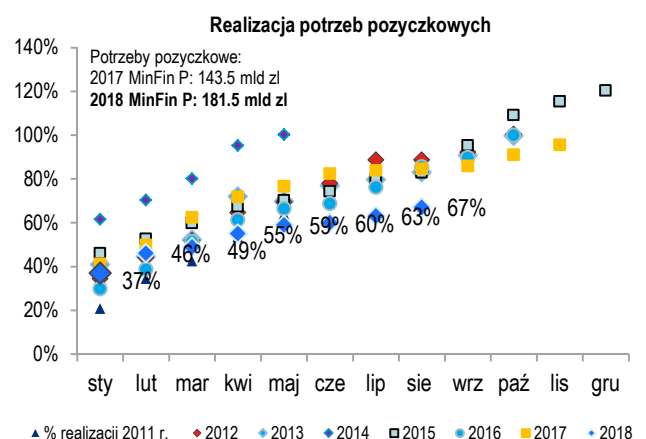
Źródło: NBP, Reuters, szacunki Citi Handlowy

Wykres 18. W ciągu miesiąca rentowności obligacji na całej krzywej niemal się nie zmieniły. Oczekujemy większego wzrostu rentowności dopiero w 2019 r.



Źródło: NBP, Reuters, szacunki Citi Handlowy

Wykres 20. Resort finansów sfinansował ok. 67-75% potrzeb pożyczkowych.



Źródło: NBP, Reuters, szacunki Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2017						2018						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4,5	6,3	8,8	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,8	9,3	5,3	6,8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2,7	-8,4	5,9	6,0	5,1	-1,1	-9,9	4,0	-2,3	11,2	-6,8	1,6	4,2
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5,0	6,8	8,6	5,8	13,9	10,9	3,7	9,8	7,2	0,4	9,6	5,5	6,5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	11,6	19,7	23,5	15,5	20,2	19,8	12,9	34,8	31,1	16,1	19,7	20,7	24,8
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	6,0	7,1	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3
Stopa bezrobocia (%)	7,1	7,1	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4,3	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0
Inflacja (% m/m)	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,5	0,5	0,2	0,3	-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	1,8	2,2	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	2,8	3,7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,4	0,3	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,2	0,6	0,3	1,1	0,3
Plące - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	6,0	4,9	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-902	-296	311	218	206	54	-847	1 955	-782	-785	-90	42	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-202	-136	288	479	284	208	-1175	-164	-520	-205	176	98	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	16576	15592	15842	17408	17976	18354	15313	17098	16292	18196	17211	17251	-
Eksport (% r/r)	7,2	15,0	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	12,1	5,9	-1,6	8,9	2,7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	16778	15728	15554	16929	17692	18146	16488	17262	16812	18401	17035	17153	-
Import (% r/r)	14,3	14,6	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,7	8,1	1,4	11,1	1,7	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,0	5,0	5,5	5,4	4,7	3,9	2,4	6,0	4,9	5,8	5,7	6,6	7,2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	5,3	4,7	5,0	5,0	4,9	4,0	3,9	3,8	4,1	4,6	4,5	5,9	6,3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	1,3	2,7	3,3	2,6	5,4	3,8	2,4	4,3	3,8	4,5	4,5	3,6	6,5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3,1	2,9	3,0	3,3	2,8	1,7	1,7	2,3	2,7	3,3	3,3	4,9	4,7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6,1	5,9	6,6	5,8	6,1	4,9	6,0	6,4	6,9	6,9	5,0	7,5	7,0
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	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,61	1,56	1,41	1,50	1,26	1,27	1,47	1,35	1,40	1,34	1,32	1,36	1,39
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,91	1,84	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,65	2,73	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54
EUR/PLN (koniec okresu)	4,23	4,25	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37
USD/PLN (koniec okresu)	3,70	3,59	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74
EUR/USD (koniec okresu)	1,14	1,18	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-5,9	-2,4	-4,9	-3,8	-2,7	2,4	25,4	-8,6	-4,5	-3,1	-9,3	-9,6	-
Def. budżetowy skum. (% planu)	-9,9%	-4,0%	-8,3%	-6,4%	-4,5%	4,1%	42,8%	-20,6%	-10,7%	-7,5%	-22,5%	-23,1%	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	594	670
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 126	2 272
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	15 502	17 490
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	3,0	4,6	4,7	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	7,6	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,0	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,4	3,8
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	2,8	5,8
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	4,6	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,5	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,5
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	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,70	2,08
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,40	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,56	3,24
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,56	3,44
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,24	4,15
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,25	4,20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,5	-4,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,7
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-9,4
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	293,9
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	-1,6	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	-0,1	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	46,8	45,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,6	4,7	3,9	3,4	2,9	2,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,5	2,8	2,4	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,1	-0,4	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	2,50	2,50	2,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,56	3,24	3,01	2,94	2,89
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,56	3,44	3,08	2,98	2,91
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,18	4,24	4,15	4,10	4,10	4,10
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,25	4,20	4,11	4,10	4,10

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 tożsamy bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

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