CitiMonthly

Kurs na spowolnienie

- Ostatni miesiąc nie przyniósł istotnych zmian w naszym scenariuszu ekonomicznym. W IV kwartale PKB wzrósł o 4,9% r/r, co oznacza tylko niewielkie spowolnienie w stosunku do poprzedniego kwartału. Z uwagą spoglądamy jednak na słabość wzrostu w Niemczech, bo czynnik ten może być kluczowy dla polskich firm w kolejnych kwartałach.

- Spodziewamy się wyhamowania PKB do około 3,8% w 2019 roku. Tempo normalizacji wzrostu będzie jednak uzależnione od zmian w polityce fiskalnej. Jeżeli doniesienia o planowanych zmianach zostaną potwierdzone, wzrost w 2019 roku może utrzymać się na poziomie 4%+.

- Obawy przed znacznym pogorszeniem sytuacji na rynku pracy okazały się przedwczesne. Po słabym grudniu wzrost wynagrodzeń w styczniu odbił się i powrócił powyżej trendu z ostatnich miesięcy.

- Nasze przypuszczenia dotyczące dalszego (przejściowego) osłabienia inflacji znalazły potwierdzenie w rzeczywistości. Spadek inflacji stanowi kolejny argument, który będzie utwierdzał Radę Polityki Pieniężnej w dotychczasowej łagodnej retoryce.

- Naszym zdaniem stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca 2020 roku, a najprawdopodobniej również do końca kadencji RPP (początek 2022).

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

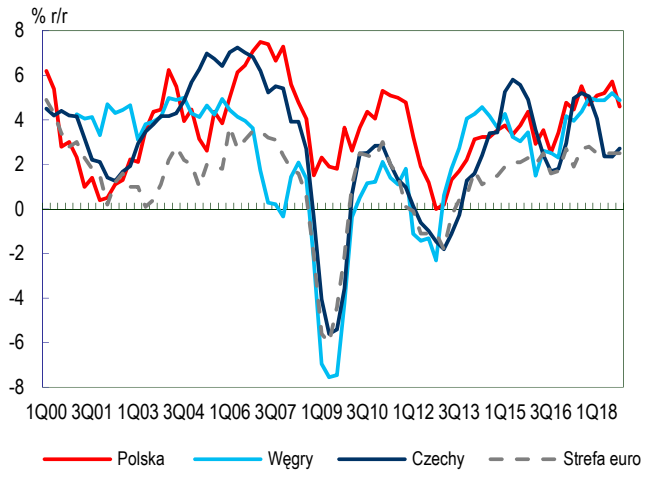
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	III kw.18P	IV kw.18P	I kw.19P	II kw.19P	III kw.19P	IV kw.19P
PKB (% r/r)	5,1	4,9	4,1	3,8	3,5	3,9
Inwestycje (% r/r, śr.)	9,9	6,9	6,1	5,6	4,4	5,4
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,5	4,0	4,5	4,3	4,2	4,1
Inflacja (% r/r, średnia)	2,0	1,4	1,3	1,4	1,4	1,8
Stopa bezrobocia (%)	5,7	5,8	6,2	5,5	5,3	5,6
Stopa ref. NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	4,28	4,29	4,29	4,27	4,26	4,24
USDPLN	3,69	3,77	3,76	3,68	3,64	3,56
Rentown. obligacji 10L (%)	3,24	2,93	2,85	2,90	2,95	3,05
EURUSD	1,16	1,14	1,14	1,16	1,17	1,19
Stopa Fed (%)	2,25	2,50	2,50	2,75	3,00	3,00
Stopa depozytowa EBC (%)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,25	0,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 15.2.2019 r.; R – realizacja, P-prognoza

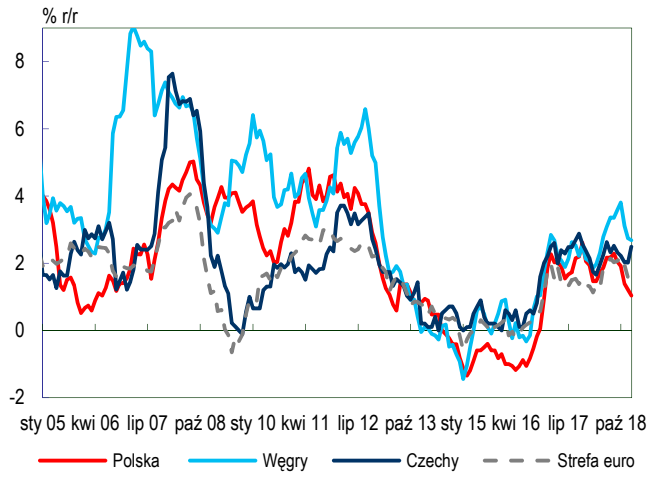
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



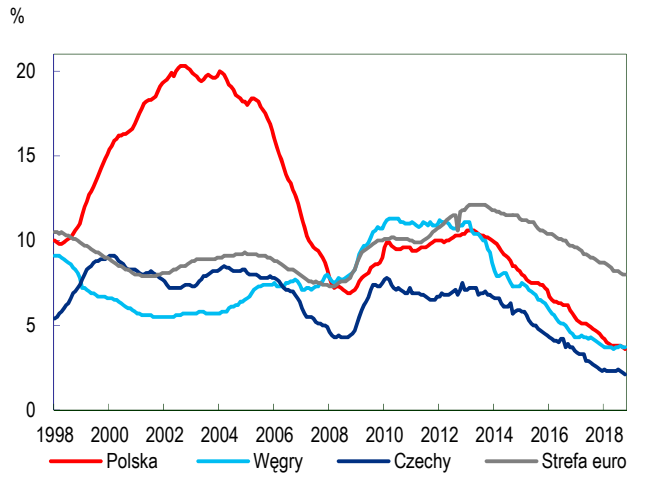
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



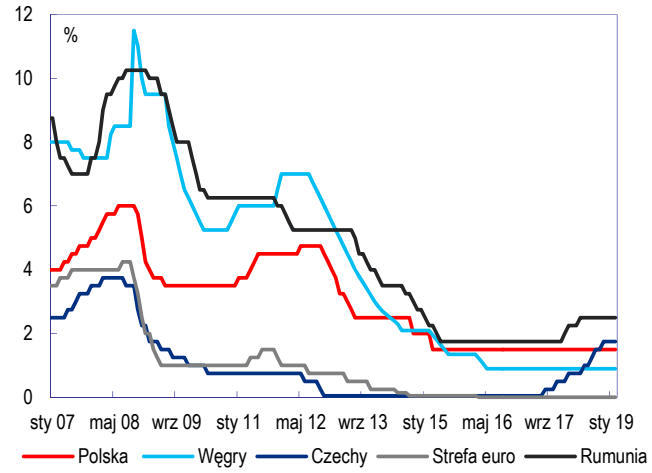
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



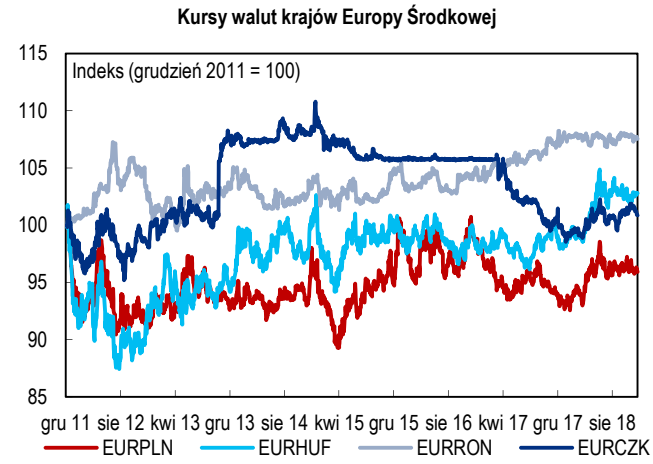
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



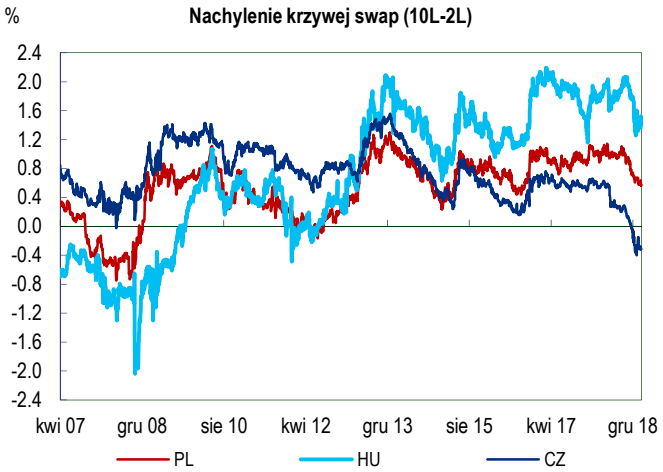
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



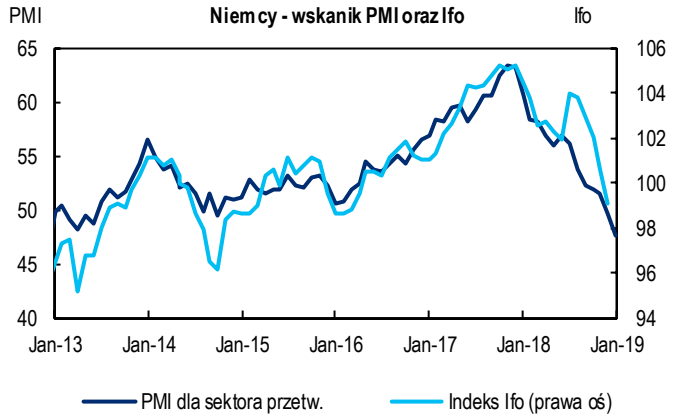
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

Czekając na odbicie w Niemczech

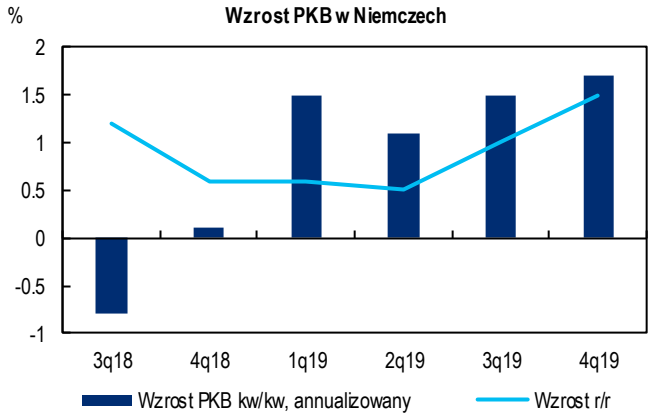
Głównym wyzwaniem dla polskiej gospodarki jest spowolnienie wzrostu w Niemczech. W ostatnim kwartale ubiegłego roku PKB Niemiec pozostał na poziomie z III kw., dzięki czemu udało się uniknąć tzw. technicznej recesji, zdefiniowanej jako dwa kolejne kwartały spadku PKB. Nie zmienia to jednak faktu, że wzrost pozostaje słaby, a indeksy koniunktury/nastrojów wskazują raczej na dalszą stagnację. W naszym bazowym scenariuszu oczekujemy jednak odbicia w niemieckim PKB, a prognozy te opierają się na mieszance kilku czynników, w tym wygaśnięciu efektów przejściowych (dotykających sektora samochodowego), utrzymaniu silnego popytu krajowego w Niemczech (w tym szansie na poluzowanie fiskalne), poprawie aktywności w Chinach oraz poprawie nastrojów po rozwianiu niepewności dotyczącej Brexit. W sumie powinno to pozwolić na osiągnięcie 0,9% wzrostu w Niemczech w całym 2019 roku. W przypadku całej strefy euro wzrost mógłby wynieść 1%.

Wykres 7. Indeksy PMI oraz Ifo sugerują stagnację w niemieckiej gospodarce



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 8. Zakładamy lekkie odbicie w Niemczech, co powinno pozwolić na 0,9% wzrost w całym 2019 roku



Źródło: Citi Research, Eurostat

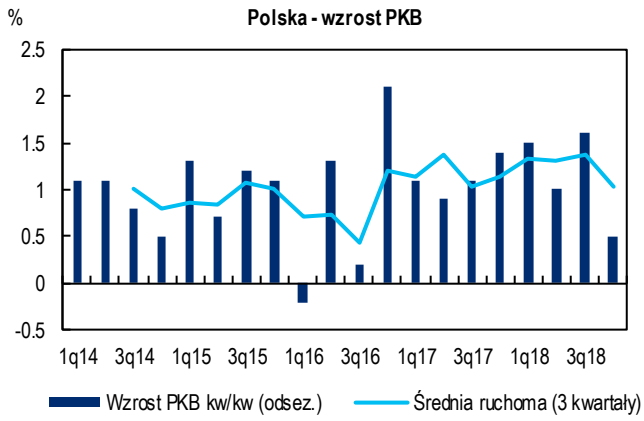
Normalizacja postępuje

Jak dotąd polska gospodarka radziła sobie nieźle ze spowolnieniem w Europie. W IV kwartale polski PKB wzrósł o 4,9% r/r, co oznacza niewielkie spowolnienie w stosunku do 5,1% odnotowanego w poprzednim kwartale. Szczegółowe rozbicie danych o PKB nie zostało jeszcze opublikowane, ale podejrzewamy, że na wynik z IV kw. złożyło się zarówno znaczne spowolnienie inwestycji publicznych, jak i wciąż silny wzrost konsumpcji (o około 4% r/r) oraz poprawa eksportu netto (ze względu na słabszy import).

Do oceny stopnia „rozpędzenia" polskiej gospodarki i oceny przyszłego wzrostu bardziej przydatne są dane w ujęciu kwartał-do-kwartału. W tym przypadku wyniki gospodarki są mniej imponujące - wzrost wyhamował bowiem do 0,5% kw/kw z 1,6% w III kwartale. Można zakładać, że część tego spowolnienia stanowi po prostu odreagowanie po wyjątkowo dobrym III kwartale. Jeżeli tak rzeczywiście jest, to wzrost w kolejnych kwartałach

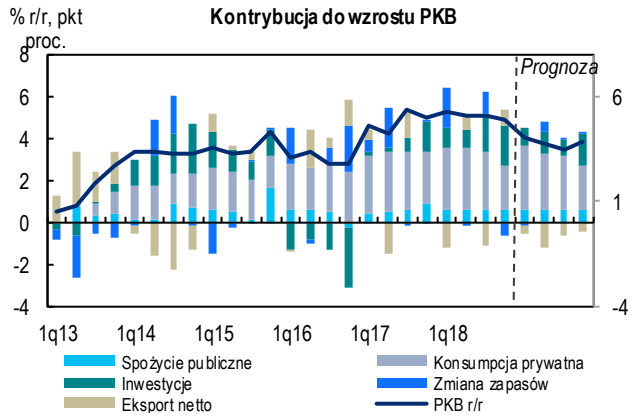
powinien być ponownie nieco wyższy, choć zapewne przeciętnie nie przekroczy 1% kw/kw.

Wykres 9. Kwartalny wzrost wyraźnie wyhamował w IV kwartale, jednak jest to prawdopodobnie odreagowanie po wyjątkowo wysokim III kw.



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

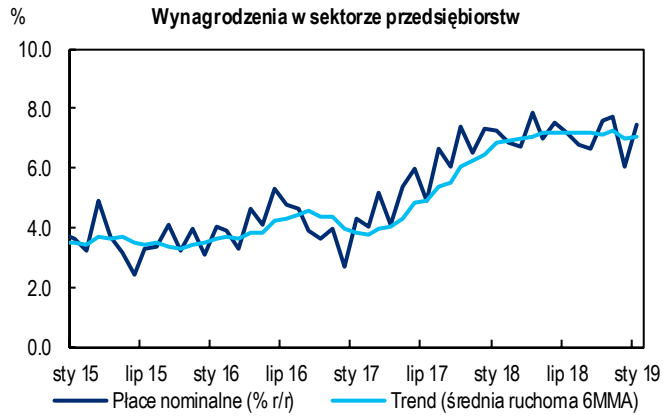
Wykres 10. Oczekujemy wzrostu o 3,8% w 2019 roku, choć ewentualne rozluźnienie fiskalne może lekko podnieść ścieżkę PKB



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

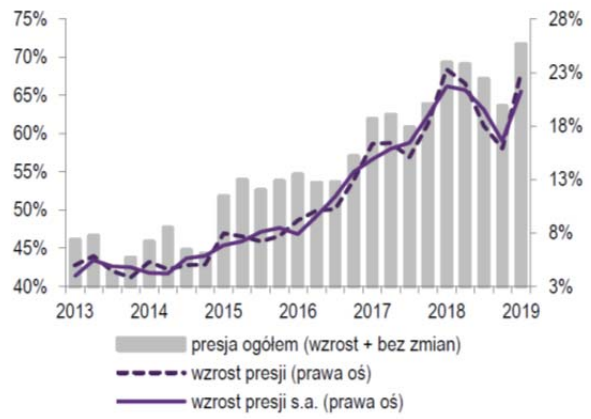
Biorąc to wszystko pod uwagę, PKB w całym 2019 roku powinien wzrosnąć o około 3,8% r/r, przy czym na początku roku może on wciąż utrzymywać się powyżej 4%. Tempo normalizacji wzrostu, a więc powrotu do wieloletniego trendu, będzie również uzależnione od zmian w polityce fiskalnej. Według doniesień prasowych rząd pracuje obecnie nad kilkoma propozycjami, oznaczającymi poluzowanie polityki fiskalnej o około 0,5% PKB. Wydaje się, że połączenie wyjątkowo dobrej sytuacji budżetowej, jak również kalendarza wyborczego (wybory do Parlamentu Europejskiego w maju 2019 r. i wybory parlamentarne w październiku i listopadzie 2019 r.) stwarzają przestrzeń i zwiększają szanse na poluzowanie fiskalne. Szczegóły nie są na razie znane, jednak rozważane propozycje mogą prowadzić do podniesienia kwoty wolnej (a przez to zmniejszenia obciążenia podatkiem PIT) lub zwiększenia transferów dla gospodarstw domowych. Przy założeniu realistycznych mnożników fiskalnych wydaje się prawdopodobne, że pakiet fiskalny – jeżeli rzeczywiście zostanie przyjęty - może pomóc utrzymać wzrost PKB na poziomie przynajmniej 4% r/r w 2019 r., a więc powyżej naszej obecnej prognozy 3,8%. „Normalne” tempo wzrostu w Polsce (zgodne z trendem z ostatnich dziesięciu lat) kształtuje się w okolicach 3-3,5% r/r.

Wykres 11. Styczeń przeniósł ponowne przyspieszenie płac



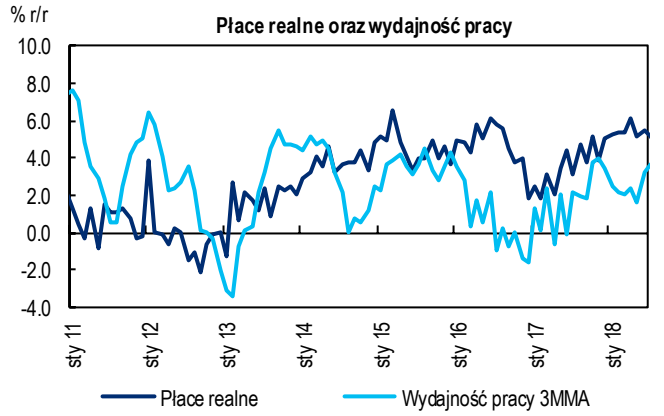
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 12. Również badania NBP sugerują ponowne nasilenie presji płacowej



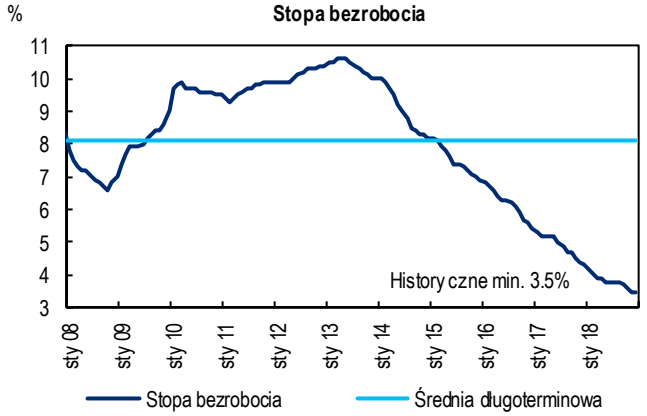
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 13. Wzrost wynagrodzeń przekracza tempo wzrostu wydajności pracy



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 14. Stopa bezrobocia pozostaje na historycznie najniższym poziomie



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Rynek pracy odżył

Obawy o znaczne pogorszenie sytuacji na rynku pracy okazały się przedwczesne. Po słabym grudniu wzrost wynagrodzeń w styczniu odbił się i osiągnął 7,5% r/r, powracając powyżej trendu z ostatnich miesięcy. Dane o płacach charakteryzują się dużą zmiennością i trudno na podstawie pojedynczych odczytów wyciągać daleko idące wnioski. Niemniej wyniki te wpisują się w nasz scenariusz, który zakłada utrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki płac nawet pomimo spowolnienia PKB. Również najnowsze badanie przeprowadzone przez NBP wśród polskich firm pokazuje znaczące zwiększenie udziału firm raportujących presję płacową, niwelując wcześniejsze spadki. Ponadto około jednej piątej firm twierdzi, że wzrost płac przewyższa wzrost wydajności, co sugeruje, że presja cenowa może nadal rosnąć, nawet jeśli dynamika płac ustabilizuje się na obecnym poziomie. Biorąc to wszystko pod uwagę podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający, że przeciętne płace w 2019 roku wzrosną o około 7%.

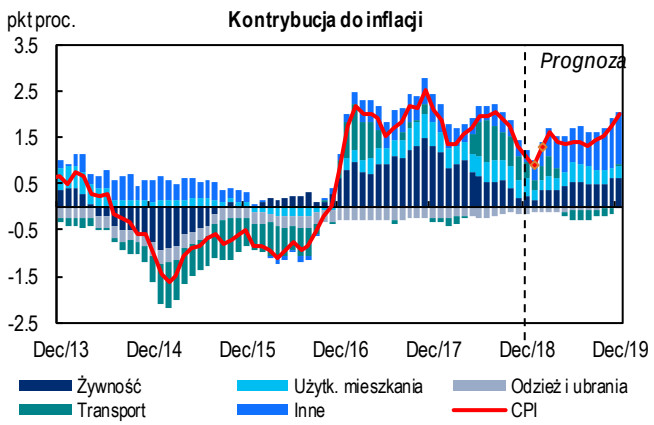
Niska inflacja utwierdza Radę

Nasze ęprzypuszczenia dotyczące dalszego (przejściowego) osłabienia inflacji znalazły potwierdzenie w rzeczywistości. W styczniu wskaźnik inflacji CPI spadł do 0,9% r/r (wobec 1,1% w grudniu), głównie za sprawą czynników „niebazowych" (słabszy od przewidywań wzrost cen żywności, paliw oraz niska dynamika cen energii). Było to częściowo spowodowane obniżeniem opłaty przejściowej oraz akcyzy na energię elektryczną, przy jednoczesnym pozostawieniu taryfy dla gospodarstw domowych na niezmienionym poziomie. Z kolei inflacja bazowa prawdopodobnie wzrosła w styczniu do około 1% r/r, wobec 0,6% w grudniu. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach inflacja CPI wyraźnie wzrośnie ale pozostanie poniżej celu NBP (2,5%). Z kolei inflacja bazowa może nawet przekroczyć ten próg do końca roku.

Tabela 2. Prognozowana ścieżka inflacji.

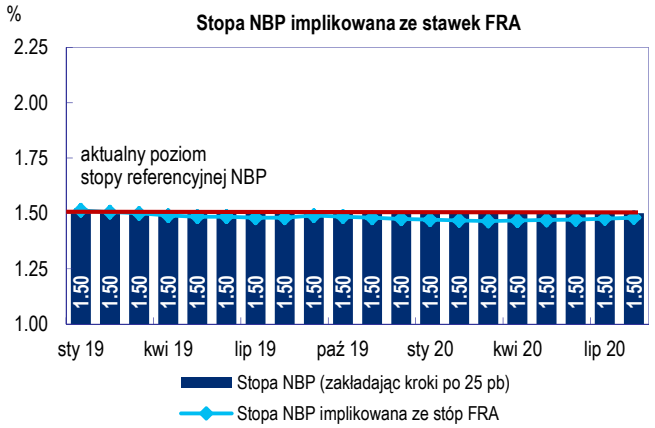
	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19
CPI % r/r	0,9	1,3	1,6	1,4	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,5	1,7	2,0

Wykres 15. Spodziewamy się utrzymania inflacji poniżej celu do końca kadencji RPP.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 16. Rynek nie wycenia obecnie podwyżek stóp procentowych.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

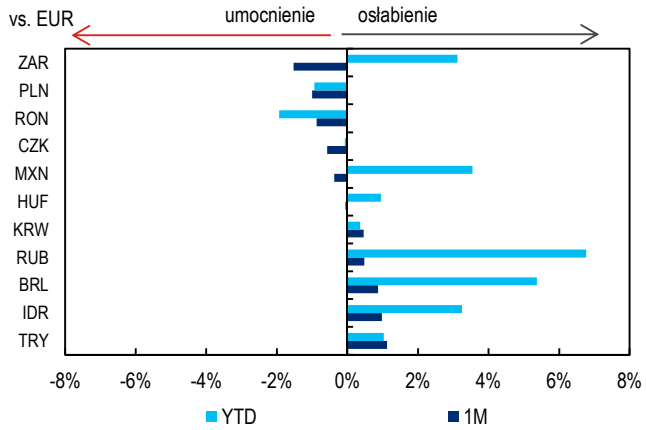
Spadek inflacji stanowi kolejny argument, który będzie utwierdzał Radę Polityki Pieniężnej w dotychczasowej łagodnej retoryce. Na początku lutego – a więc jeszcze przed publikacją danych o CPI – prezes banku centralnego zasygnalizował, że stopy procentowe powinny pozostać bez zmian do końca 2020 roku. Jest to, co prawda, pewna zmiana w stosunku do styczniowego przesłania (wtedy mówiono o stabilnych stopach do końca kadencji RPP), jednak w praktyce niewiele ona zmienia w naszych prognozach. Naszym zdaniem skrócenie „forward guidance" przez RPP bynajmniej nie sygnalizuje chęci podwyżek stóp, a co najwyżej zwiększa szanse, że RPP mogłaby rozważyć ich obniżki po 2020 roku. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że Rada do końca swojej kadencji utrzyma stopy bez zmian. Scenariusz ten mógłby się zmienić w przypadku niespodziewanych zmian w zagranicznej polityce monetarnej (EBC, Fed) lub w przypadku odchylenia się PKB i inflacji od obecnie oczekiwanej przez nas ścieżki.

Złoty pod wpływem EURUSD

Sądzimy, że złoty pozostanie w kolejnych kwartałach pod dużym wpływem kursu EURUSD, w związku z czym dostrzegamy potencjał do niewielkiego umocnienia krajowej waluty. W ubiegłym roku umocnienie dolara wobec euro przyczyniło się do trwałego osłabienia złotego i zakotwiczenia kursu EURPLN w pobliżu 4,30, co było możliwe w sytuacji względnej stabilizacji kursu EURUSD. Obecnie dolar pozostaje mocny wobec euro, a pierwsza część lutego sprowadziła go w okolice najmocniejszych poziomów od listopada ubiegłego roku, co przyczyniło się do osłabienia złotego do 4,33. Słabość złotego jest wspierana przez gołębi ton Rady Polityki Pieniężnej, która nie planuje zmieniać stóp procentowych przez długi czas, prawdopodobnie nawet do końca kadencji Rady. Ten czynnik może być istotny dla krajowej waluty także w kolejnych kwartałach, podobnie jak stopniowo spowalniający wzrost gospodarczy, stopniowo rosnący deficyt obrotów bieżących i deficyt fiskalny. Z drugiej strony sądzimy, że kurs EURUSD będzie jednym z najistotniejszych czynników wpływających na wartość złotego w kolejnych kwartałach, szczególnie, biorąc pod uwagę, że nasze prognozy zakładają wyraźne odreagowanie euro wobec dolara w takim horyzoncie. Tym samym w bazowym scenariuszu zakładamy, że złoty umocni się do końca roku do ok. 4,24 wobec euro i do 3,56 wobec dolara przy wzroście kursu EURUSDU do 1,19.

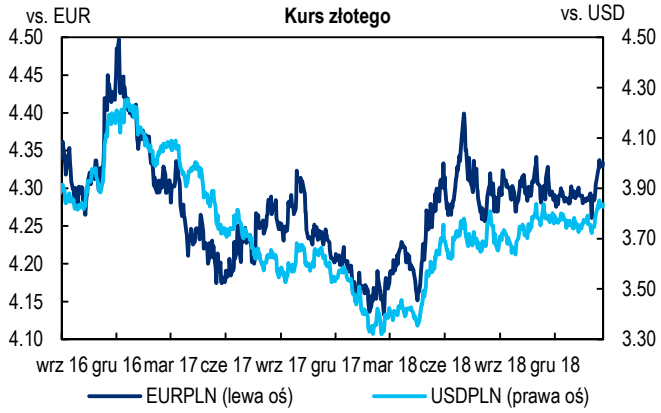
Przegląd rynku

Wykres 17. W ciągu ostatniego miesiąca złotytracił na wartości.



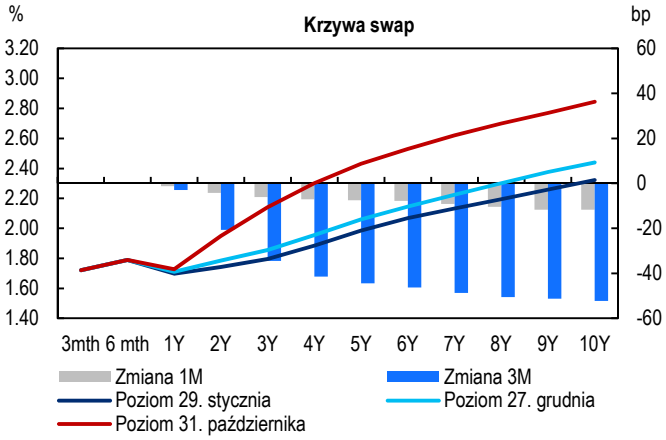
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Złoty pozostaje skorelowany z dolarem.



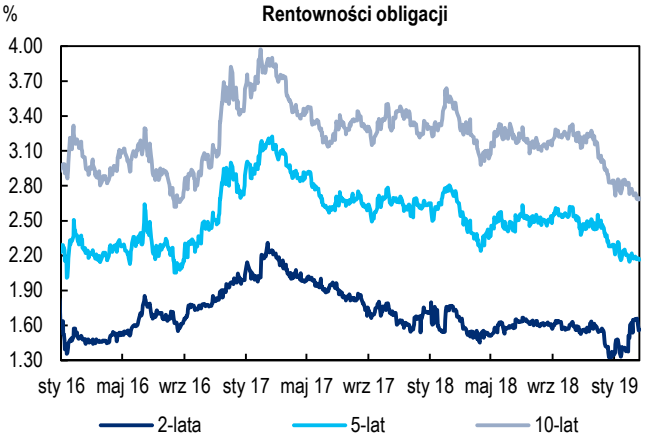
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Krzywa stóp swap w ostatnich trzech miesiącach spłaszczyła się.



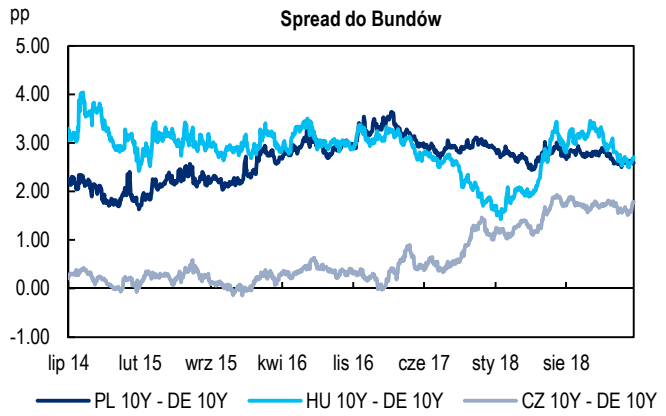
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. Rentowności obligacji spadły na długim końcu w ostatnim miesiącu.



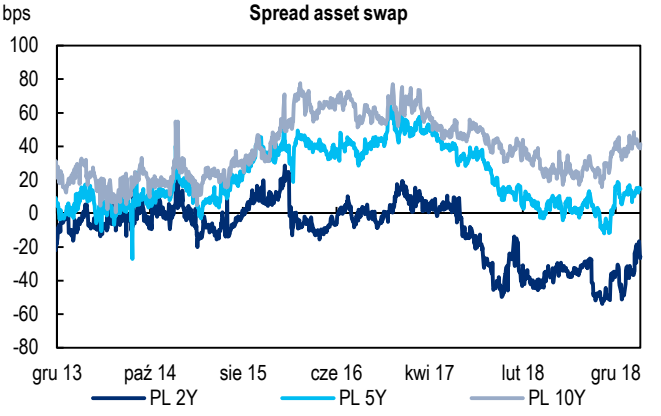
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 21. Spready wobec Bundów zawęziły się w ostatnich miesiącach.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Spread kredytowe asset swap zaczęły rosnąć od końca ubiegłego roku.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2018												2019
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	8,6	7,3	1,8	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,1
Produkcja przemysłowa (% m/m)	4,0	-2,3	11,2	-6,8	1,4	4,1	-5,4	0,8	3,4	9,9	-3,7	-11,5	7,5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	9,8	7,2	0,4	9,6	5,3	6,5	10,2	5,5	1,9	7,4	4,1	2,1	5,3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	34,8	31,1	16,1	19,7	20,6	24,8	18,6	20,1	16,5	22,5	17,1	12,2	3,2
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6
Stopa bezrobocia (%)	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9	5,8	5,7	5,8	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,9
Inflacja (% m/m)	0,3	-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,1	-0,2	0,6	0,3	1,3	0,3	0,1	0,0	0,5	0,5	-0,4	-1,0	0,2
Płace - sektor przedsięb. (% r/r)	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	2.289	-792	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-240	-1.400	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-59	-602	-451	139	-68	-374	-417	-363	-506	-569	-222	-1340	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	17761	16619	17918	17552	17372	18226	17107	17170	17624	20500	20058	16005	-
Eksport (% r/r)	15,5	6,6	-4,4	9,9	1,4	7,0	8,4	7,3	0,0	12,1	7,2	2,3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	17820	17221	18369	17413	17440	18600	17524	17533	18130	21069	20280	17345	-
Import (% r/r)	19,0	9,5	0,3	13,6	2,9	8,7	10,0	11,2	5,4	17,5	10,0	3,0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,0	4,9	5,8	5,7	6,6	7,2	7,3	7,5	7,9	9,3	9,5	11,6	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	3,8	4,1	4,6	4,5	5,9	6,3	7,0	7,4	7,8	9,0	9,5	10,1	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4,3	3,8	4,5	4,5	3,6	6,5	6,5	6,8	6,0	3,9	4,7	4,3	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,3	2,7	3,3	3,3	4,9	4,7	5,1	5,9	5,3	6,1	6,6	7,0	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6,4	6,9	6,9	5,0	7,5	7,0	6,7	6,4	6,9	7,2	7,3	7,6	-
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)	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,35	1,40	1,34	1,32	1,36	1,39	1,38	1,35	1,31	1,27	1,11	0,90	1,37
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57	1,58	1,56	1,54	1,35	1,49
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55	2,47	2,48	2,29	2,15
EUR/PLN (koniec okresu)	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26
USD/PLN (koniec okresu)	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72
EUR/USD (koniec okresu)	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16	1,13	1,13	1,15	1,14
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-8,6	-4,5	-3,1	-9,3	-9,6	-9,5	0,9	-1,1	-4,1	-6,5	-11,1	10,4	-
Def. budżetowy skum. (% planu)	-20,6%	-10,7%	-7,5%	-22,5%	-23,1%	-23,0%	2,1%	-2,5%	-10,0%	-15,6%	-26,7%	25,1%	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	477	471	526	585	612	702
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.799	1.858	1.982	2.111	2.237	2.364
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.415	12.271	13.696	15.236	15.973	18.320
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,6	6,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	3,8	3,6
Inwestycje (%, r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,3	5,4	6,9
Spożycie ogółem (%, r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,5	4,3	4,1	3,4
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,5	4,2	3,4
Eksport (%, r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,6	4,4	5,2
Import (%, r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	5,8	5,8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,0	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,4	2,4
Płace nominalne (%, r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	4,1	5,9	7,1	7,0
Kredyty dla sektora prywatnego (%, r/r)	4,5	7,6	7,4	4,9	3,4	7,0	7,9	7,0
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (%, koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	3,05	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,56	3,26
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,68	3,40
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,24	4,20
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,27	4,22
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-7,4	-8,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,2	-1,2
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-5,6	-12,3	-15,4
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	252,6	266,3	303,5
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	258,2	278,6	318,9
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,9	34,6
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,3	-25,9
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,4	-0,9	-1,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,1	0,6	0,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,4	44,5	43,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Realny wzrost PKB (%, r/r)	5,1	3,8	3,6	3,3	3,2	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	1,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2	-0,9	-0,6
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,56	3,26	3,16	3,09	3,00
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,68	3,40	3,19	3,11	3,04
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,24	4,20	4,20	4,20	4,20
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,27	4,22	4,20	4,20	4,20

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, CFA

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. Jakiekolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamych bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuję w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzy rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakikolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzy rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedniości 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.