

CitiMonthly

Odliczanie do referendum

- Rynki finansowe wydają się obecnie przypisywać wyjściu Wielkiej Brytanii z UE niewielkie prawdopodobieństwo. Niemniej, w związku ze skalą niepewności, warto przyrzeć się konsekwencjom *Brexit* dla polskiej gospodarki.
- *Brexit* oznaczałby powstanie barier handlowych i spadek wymiany handlowej z Wielką Brytanią. Choć Polska jest jednym z bardziej podatnych krajów UE na tego typu szok, koszt w postaci spowolnienia wzrostu PKB wydaje się relatywnie niewielki.
- Potencjalnie zdecydowanie większe znaczenie mogłoby mieć ograniczenie puli funduszy unijnych. Gdyby wyjście Wielkiej Brytanii doprowadziło do przyspieszonej dyskusji na temat budżetu UE, Polska mogłaby być jednym z krajów, które straciłoby najwięcej. Nawet 10% redukcja puli środków unijnych mogłaby odjąć około 0,3 pkt. proc. z tempa wzrostu gospodarczego.
- Niższy napływ funduszy UE mógłby być również negatywny dla złotego, ponieważ oznaczałby niższą ścieżkę rezerw walutowych. Czynniki te miałyby szczególnie duże znaczenie, gdyby realizowany był plan przewalutowania kredytów walutowych.
- Kwietniowe dane z polskiej gospodarki pozytywnie zaskoczyły, częściowo neutralizując znaczenie słabych danych o wzroście w I kwartale. Oczekujemy, że w całym bieżącym roku PKB może wzrosnąć o około 3,4-3,5%.
- Powoli krystalizuje się scenariusz rynkowy zakładający pozostawienie stóp procentowych bez zmian w 2016 roku.
- Agencja Moody's ostatecznie nie zmieniła ratingu Polski, ale obniżyła jego perspektywę do negatywnej. Przyszłe decyzje agencji ratingowych będą uzależnione od szczegółów dotyczących kształtu budżetu na 2017 rok oraz od sposobu rozwiązania problemu kredytów walutowych.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

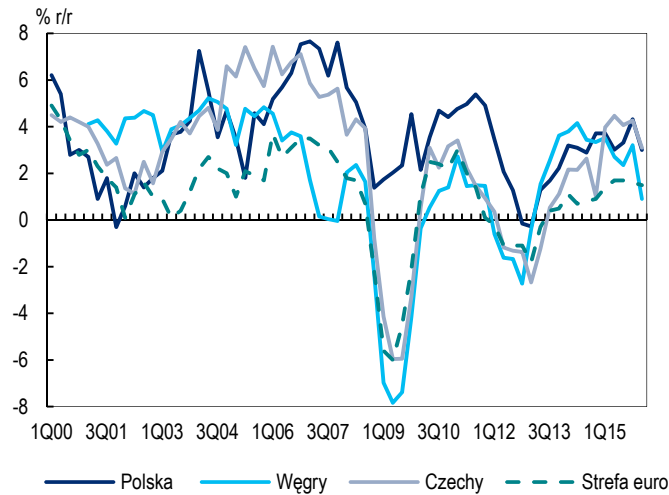
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

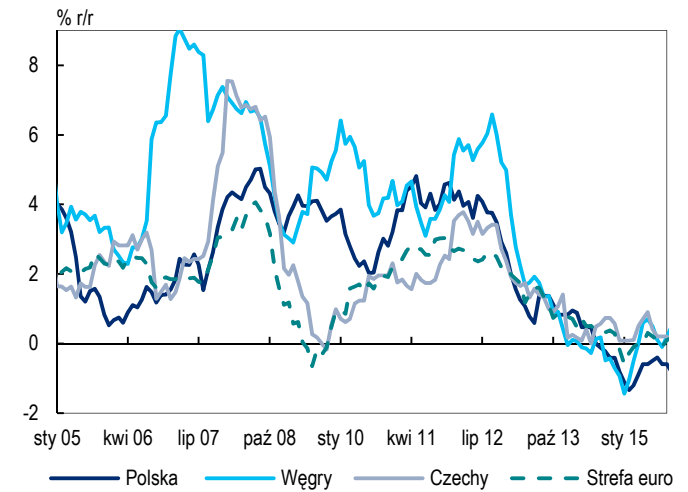
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



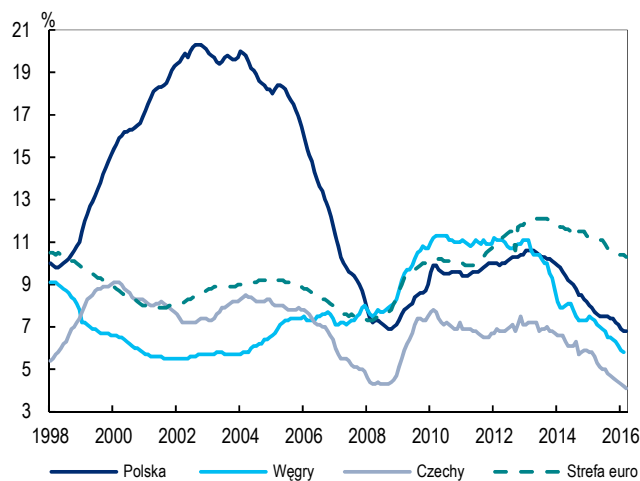
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



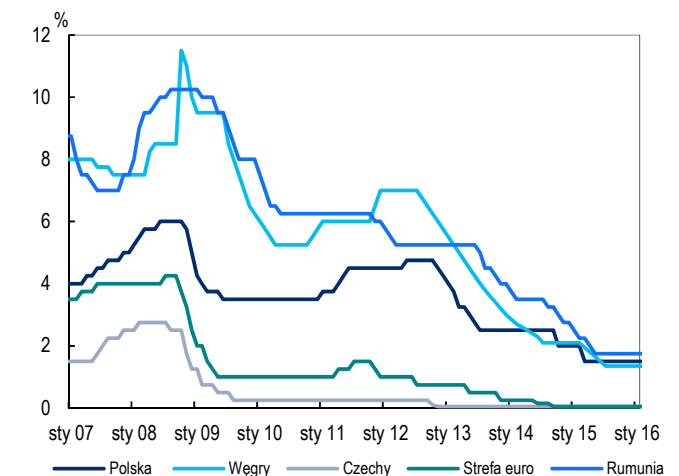
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



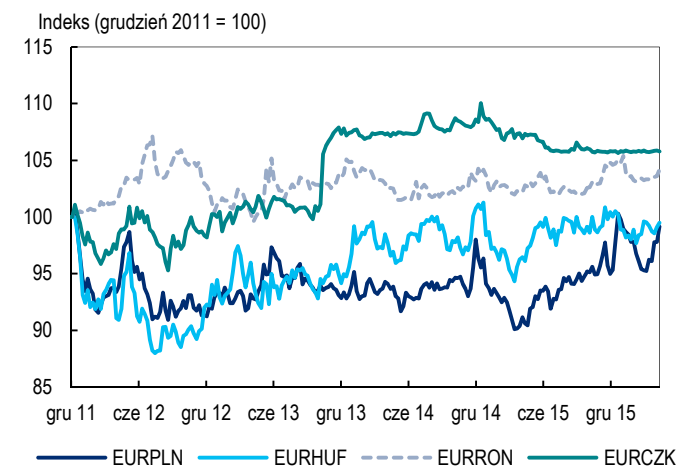
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



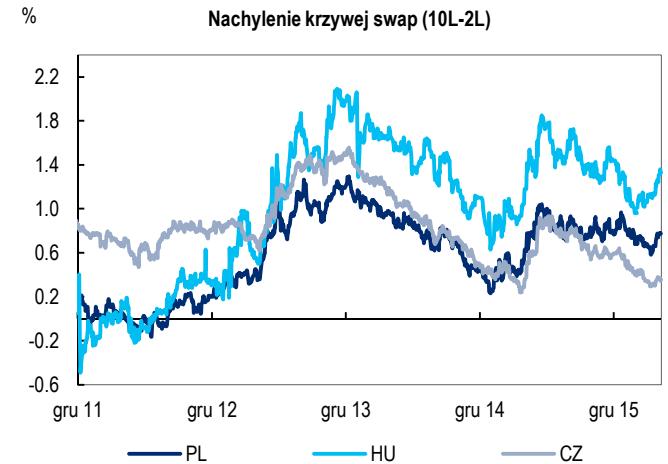
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Temat miesiąca

Bremain czy Brexit?

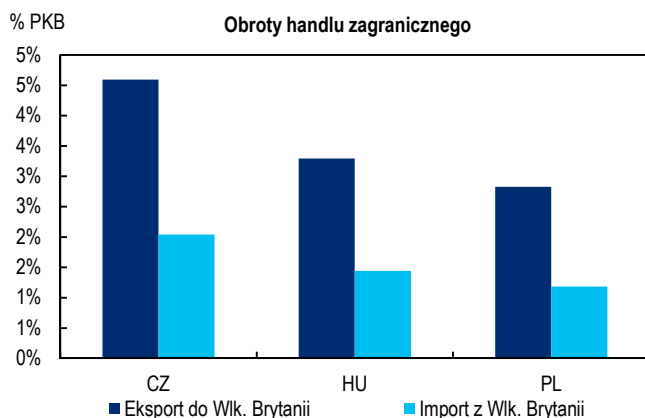
- Rynki finansowe wydają się obecnie przypisywać wyjściu Wielkiej Brytanii z UE niewielkie prawdopodobieństwo. Niemniej w związku ze skalą niepewności warto przyjrzeć się konsekwencjom Brexit dla polskiej gospodarki.

Zaplanowane na 23 czerwca referendum w sprawie członkostwa Wielkiej Brytanii w UE można bez przesady uznać za najważniejsze wydarzenie roku. W ciągu ostatnich tygodni obawy o jego wynik wyraźnie osłabły, a uczestnicy rynku wydają się wierzyć, że większość zdobędą zwolennicy pozostania w Unii. Wskazuje na to wyraźne umocnienie funta, z którego notowań najwyraźniej powoli znika premia za ryzyko Brexit. Również kwotowania z tzw. *betting markets* wskazują na szansę wyjścia z UE na poziomie poniżej 20%. Z tego względu scenariusz, który jest podstawą naszych prognoz, zakłada obecność Wielkiej Brytanii w Unii w kolejnych latach. Niemniej, biorąc pod uwagę niejednoznaczne wyniki sondaży opinii publicznej, istnieje ryzyko, że jakieś pojedyncze nieprzewidziane wydarzenie może w ostatniej chwili zwiększyć poparcie dla wyjścia z Unii. Z tego względu w temacie miesiąca postanowiliśmy przyjrzeć się konsekwencjom, jakie wyjście Wielkiej Brytanii z UE mogłoby mieć dla polskiej gospodarki. Poniższa sekcja jest w pełni oparta na opublikowanym 8 kwietnia Raporcie Specjalnym.

Co Brexit mógłby oznaczać dla Polski?

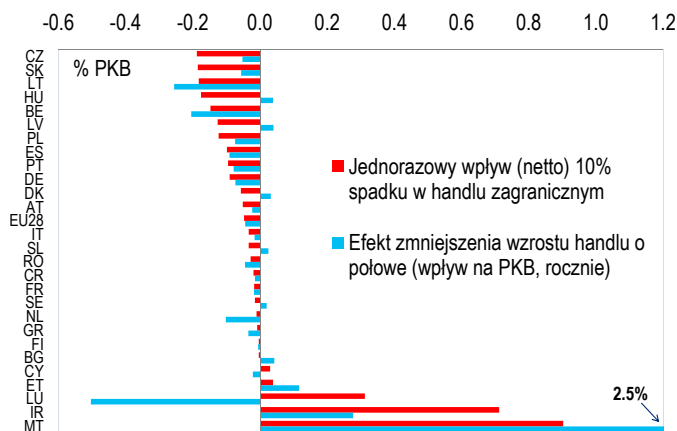
Zazwyczaj, mówiąc o ryzyku Brexit, dyskusja koncentruje się na konsekwencjach dla handlu zagranicznego. Po wyjściu z UE Wielka Brytania mogłaby stracić dostęp do wspólnego rynku, a ewentualne prace nad porozumieniem handlowym mogłyby zająć kilka lat. Dlatego w związku z pojawieniem się barier handlowych wymiana między Wielką Brytanią a UE najprawdopodobniej zmniejszyłaby się. Związany z tym spadek eksportu oraz importu np. o 10% mógłby obniżyć tempo wzrostu gospodarczego w Polsce o około 0,1-0,2 punktu procentowego, a więc w relatywnie niewielkiej skali. Co więcej, doświadczenia z poprzednich lat (kryzys ukraińsko-rosyjski, spowolnienie w Chinach) pokazują, że polska gospodarka szybko dostosowuje się do nowych warunków, a eksporterzy są w stanie szybko przekierować sprzedaż na nowe rynki. Podobnie powinno być i w tym razem, ponieważ nawet w przypadku powstania barier handlowych na granicy z Wielką Brytanią, polskie firmy bez najmniejszych przeszkód mogłyby wciąż eksportować do innych krajów UE.

Wykres 7. Wbrew pozorom Wielka Brytania jest istotnym partnerem handlowym Polski



Źródło: Eurostat, ONS, Citi Handlowy.

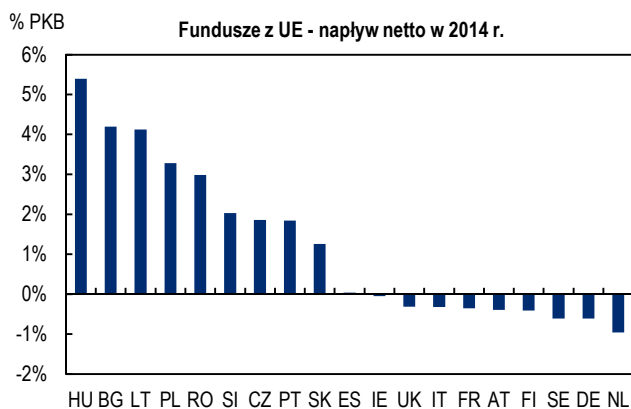
Wykres 8. Spadek eksportu i importu o 10% miałby lekko negatywny wpływ na PKB Polski



Źródło: Eurostat, ONS and Citi Research.

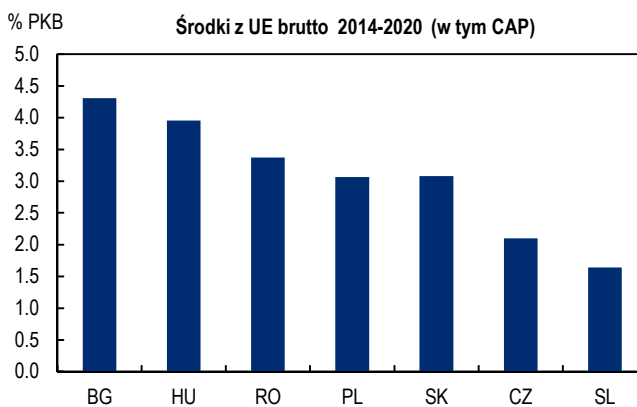
Poważniejsze konsekwencje mogłyby być związane z dostępem Polski do funduszy unijnych. Wielka Brytania jest jednym z czterech największych płatników netto do unijnego budżetu, a jej wkład netto wynosi 4,4 mld euro (po wliczeniu dochodów z cel i podobnych płatności kontrybucja rośnie do 7,1 mld euro). Ubytek tej kwoty wydaje się relatywnie niewielki biorąc pod uwagę skalę całego budżetu UE, a tym bardziej biorąc pod uwagę potencjał finansowy gospodarki UE. Niemniej Brexit otworzyłby dyskusję o tym, jak należałoby pokryć tę kwotę – podnosząc składki bogatszych krajów czy obniżając fundusze dostępne dla mniej zamożnych członków Unii. Biorąc pod uwagę możliwe procesy dezintegracyjne w UE w przypadku Brexit oraz prawdopodobny wzrost antyunijnych nastrojów w niektórych zachodnioeuropejskich krajach, taka dyskusja nie byłaby ani łatwa, ani korzystna dla krajów Europy Środkowej.

Wykres 9. Kraje Europy Środkowej wyraźnie korzystają z napływu środków UE



Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy.

Wykres 10. Rocznie do krajów Europy Środkowej będą trafiać fundusze unijne warte około 3% PKB



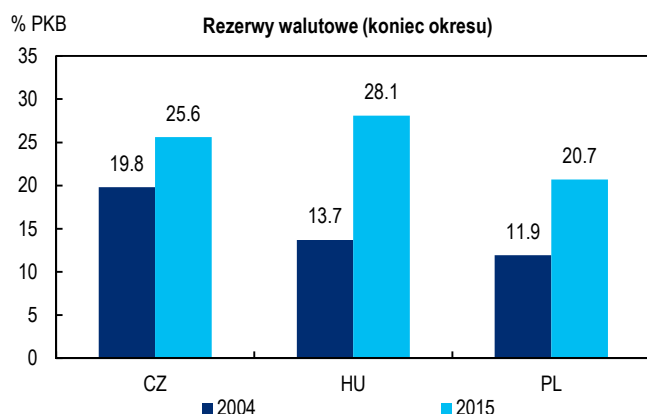
Źródło: Komisja Europejska, Eurostat, Citi Handlowy.

Kolejne negocjacje nad siedmioletnią perspektywą finansową UE (MFF) nie byłyby dobrą wiadomością dla Polski. Po pierwsze, od czasu, gdy ostatni raz ustalano MFF, Polska po prostu stała się nieco bogatsza,

co przejawia się zawężeniem luki w PKB *per capita* w stosunku do średniej unijnej. Już sam ten fakt oznacza, że kwota funduszy przypadająca Polsce mogłaby zostać obniżona. Co istotne jednak, przemawiają za tym również argumenty „miękkie”. Otóż stanowisko krajów Grupy Wyszehradzkiej w sprawie kryzysu migracyjnego wzmocniło negatywne nastawienie krajów Europy Zachodniej wobec Europy Środkowej. W związku z tym przekonanie liderów zachodnioeuropejskich do korzystnego spojrzenia na kwestię funduszy unijnych może być trudniejsze, niż dotychczas. Dlatego w scenariuszu poważnego kryzysu instytucjonalnego UE, który mógłby się nasilić w przypadku Brexit, mogłaby powstać silniejsza presja na ograniczenie kwot funduszy dostępnych dla krajów środkowoeuropejskich. Trudno ocenić, jak duże mogłyby być te zmiany, ale obniżenie transferów o zaledwie 10% odjęłoby w pierwszym roku od PKB około 0,3 pkt. proc. Co więcej, zmniejszenie funduszy następowaloby w momencie, gdy Polska zaczyna odczuwać negatywne konsekwencje starzenia się społeczeństwa, co ostatecznie miałyby zauważalny wpływ na wzrost gospodarczy.

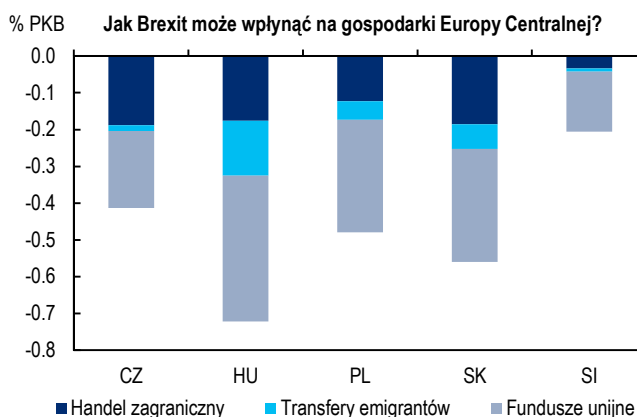
Gdyby Brexit doprowadził do spowolnienia w Wielkiej Brytanii oraz osłabienia funta, przełożyłoby się to również na wartość wynagrodzeń przekazywanych przez Polaków pracujących na Wyspach. Miałoby to jednak relatywnie niewielkie konsekwencje w skali całej gospodarki. Wartość transferów dynamicznie rosła w pierwszych latach po wejściu Polski do Unii Europejskiej, ale w ostatnich latach ustabilizowała się na nieco niższym poziomie, około 4 mld euro. Z tego około jedna piąta pochodzi z Wielkiej Brytanii, co daje równowartość około 0,2% PKB. Innymi słowy, nawet spadek transferów o jedną czwartą stanowiłby równowartość zaledwie 0,05% PKB. Niemniej na tego typu zmiany trzeba spoglądać w szerszym kontekście. Gdyby spadek transferów nastąpił jednocześnie z ewentualnym ograniczeniem funduszy unijnych, oba czynniki wzmacniałyby się wzajemnie, a łączny wpływ na gospodarkę byłby bardziej istotny.

Wykres 11. Kraje Europy Środkowej wyraźnie korzystają z napływu środków UE



Źródło: Krajowe banki centralne, Eurostat, Citi Research. Uwaga: Dane dla Czech zostały skorygowane o wielkość interwencji walutowych..

Wykres 12. Wrażliwość wzrostu w Polsce na spowolnienie w Chinach jest niska



Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie danych banków centralnych, Eurostat, COMPAS. Uwaga: Przy obliczeniach założono 10% spadek obrotów handlowych, 25% zmniejszenie w przekazach pracowników oraz 10% spadek funduszy unijnych..

Zmniejszenie napływu funduszy unijnych byłoby również złą informacją dla złotego. Kraje, które otrzymują transfery z UE mogą z nimi postępować na dwa sposoby. Po pierwsze, mogą zamieniać euro na krajową walutę bezpośrednio na rynku walutowym. Wówczas jednym z efektów jest umocnienie krajowej waluty. Po drugie, możliwa jest wymiana

środków w banku centralnym i wówczas efektem jest przyrost rezerw walutowych. Co prawda, w tym drugim przypadku nie ma bezpośredniej presji na umocnienie krajowej waluty, jednak pośrednio wyższe rezerwy i poprawa popularnych wskaźników ryzyka stosowanych przez inwestorów oraz agencje ratingowe, ostatecznie sprzyjają umocnieniu waluty. W przypadku Polski dochodzi jeszcze jeden czynnik. Ze względu na plany przewalutowania kredytów hipotecznych Polska potrzebuje relatywnie wysokiego poziomu rezerw. Przewalutowanie mogłoby obniżyć rezerwy o około 30%, do niekomfortowo niskiego poziomu. Ponieważ wolniejszy napływ środków unijnych oznaczałoby również wolniejsze odbudowanie rezerw walutowych, oznaczałoby to większą podatność złotego na szoki zewnętrzne.

Gospodarka w skrócie

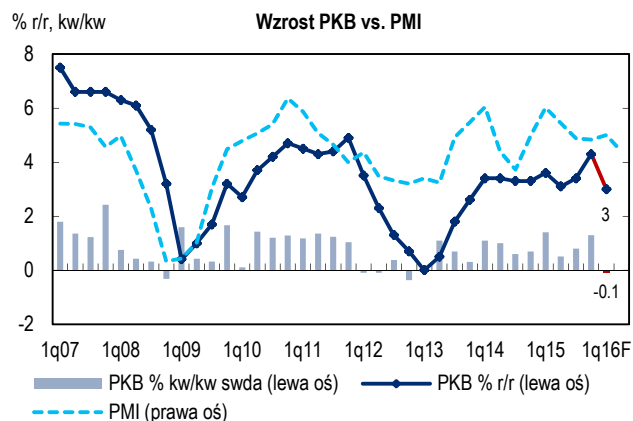
Rating bez zmian, przynajmniej na razie

- Kwietniowe dane z polskiej gospodarki pozytywnie zaskoczyły, częściowo neutralizując znaczenie słabych danych o wzroście w I kwartale.
- Powoli krystalizuje się scenariusz rynkowy zakładający pozostawienie stóp procentowych bez zmian w 2016 roku.
- Agencja Moody's ostatecznie nie zmieniła ratingu Polski, ale obniżyła jego perspektywę do negatywnej. Przyszłe decyzje agencji ratingowych będą uzależnione od szczegółów dotyczących kształtu budżetu na 2017 rok oraz sposobu rozwiązania problemu kredytów walutowych.

Wolniejszy wzrost jedynie na chwilę

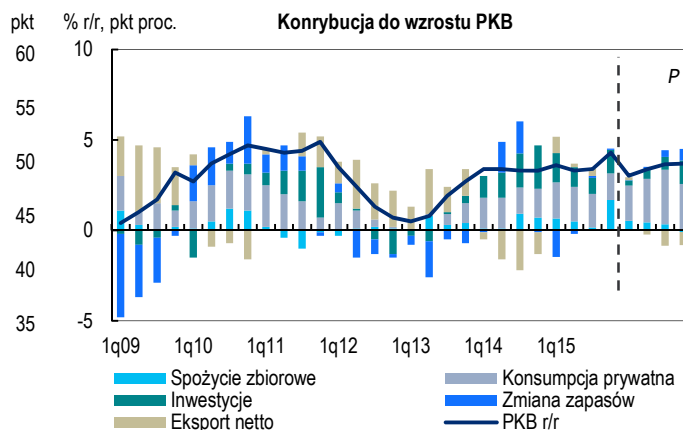
W pierwszym kwartale wzrost gospodarczy wyraźnie rozczarował. Wstępny szacunek PKB za I kwartał wyniósł 3% r/r i okazał się znacznie niższy niż zakładał konsensus (3,5-3,7%). Jednocześnie w ujęciu kwartalnym PKB spadł o 0,1% i był to pierwszy spadek kwartalny od końca 2012 r. Częściowo słaby wynik w I kwartale mógł wynikać z wcześniejszej rewizji w górę danych za IV kwartał.

Wykres 13. Wzrost PKB spadł w I kw. po raz pierwszy od końca 2012 r., choć częściowo wynika to z bardzo mocnego IV kw. 2015



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Spodziewamy się, że przy słabszych inwestycjach motorem wzrostu będzie konsumpcja prywatna



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

Za spowolnienie prawdopodobnie odpowiedzialne są głównie inwestycje. Choć pełne rozbięcie danych nie zostało jeszcze opublikowane (nastąpi to 31 maja), przypuszczamy, że do słabszej aktywności gospodarczej na początku roku przyczyniły się przede wszystkim nakłady na środki trwałe. Wskazują na to opublikowane ostatnio przez GUS dane o nakładach inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw, które po I kw. spadły o 8,6% r/r. Największy spadek miał miejsce w kategorii budynki i budowle (-10,4% r/r), co jest zgodne z bardzo słabymi danymi o produkcji budowlanej w I kw. Ponadto spadły także nakłady na maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia (-8,6%). To wszystko przemawia za wyraźnym spowolnieniem inwestycji prywatnych. Z kolei niższy napływ środków

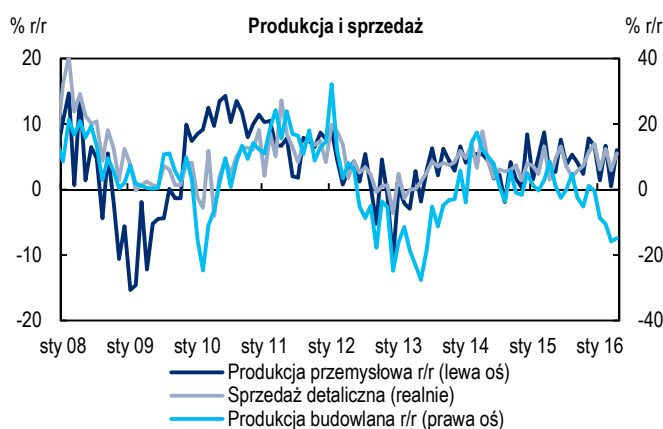
unijnych może także oznaczać mniejsze inwestycje publiczne. W naszych prognozach zakładamy od dawna, że 2016 r. będzie słaby pod względem inwestycji, ale od II-III kw. zostanie to zrekompensowane przez wyższą konsumpcję prywatną.

Oczekujemy przyspieszenia wzrostu w kolejnych kwartałach i wciąż oczekujemy, że wzrost PKB w całym roku wyniesie 3,4%-3,5%. W taki scenariusz wpisują się dane za kwiecień, które przyniosły znaczną poprawę wobec rozczarowujących odczytów za marzec. Wzrost produkcji przemysłowej (6% r/r) i sprzedaży detalicznej (5,5%) znacząco przyspieszył sygnalizując, że kondycja gospodarcza pozostaje dobra. Także dane z rynku pracy potwierdziły stopniową poprawę, na co złożyło się przyspieszenie realnego wzrostu płac (5,9% r/r) oraz wzrostu zatrudnienia, co przełożyło się na przyspieszenie realnego wzrostu funduszu płac do 8,7%, tj. najwyższego poziomu od lat 2007-2008.

Co prawda, wciąż wysoki realny wzrost funduszu płac jest wynikiem jedynie umiarkowanego wzrostu zatrudnienia przy braku dużej presji płacowej oraz głębokiej deflacji, jednak powinien on pozytywnie oddziaływać na konsumpcję prywatną. Poprawiające się warunki na rynku pracy są odzwierciedlone także w dalszym spadku stopy bezrobocia do 9,5% po marcu, co jest najniższym poziomem od grudnia 2008 r. (po wyeliminowaniu efektów sezonowych). Spodziewamy się, że korzystne warunki na rynku pracy, podobnie jak program 500+, wpłyną pozytywnie na konsumpcję prywatną, która przyspieszy w drugiej połowie roku nawet do ok. 5%.

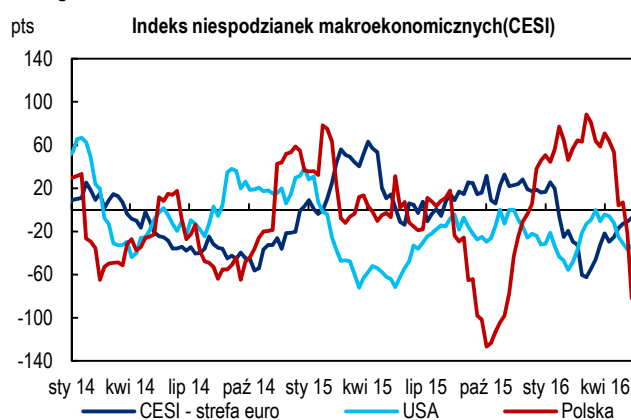
Spodziewamy się przyspieszenia wzrostu PKB do 3,4% r/r w II kw. oraz w okolicy 4% pod koniec roku. Choć zakładamy przyspieszenie wzrostu w kolejnych kwartałach, to nasz szacunek wzrostu gospodarczego w całym roku jest wciąż poniżej prognozy NBP (3,8%) oraz poniżej konsensusu rynkowego, podobnie jak w przypadku prognoz wzrostu Citi dla gospodarki światowej, strefy euro i Niemiec.

Wykres 15. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna odreagowały w kwietniu



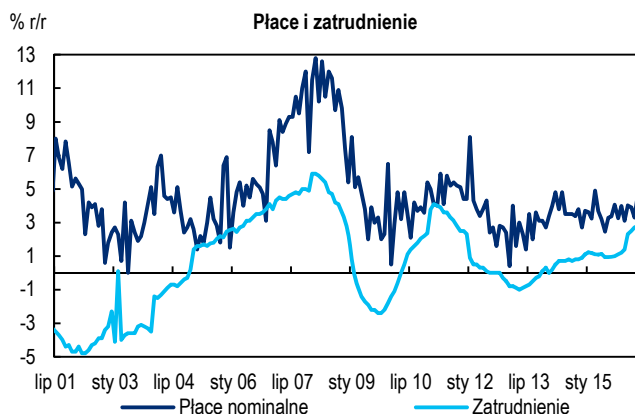
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. Indeks niespodzianek makroekonomicznych dla Polski odreagował w kwietniu



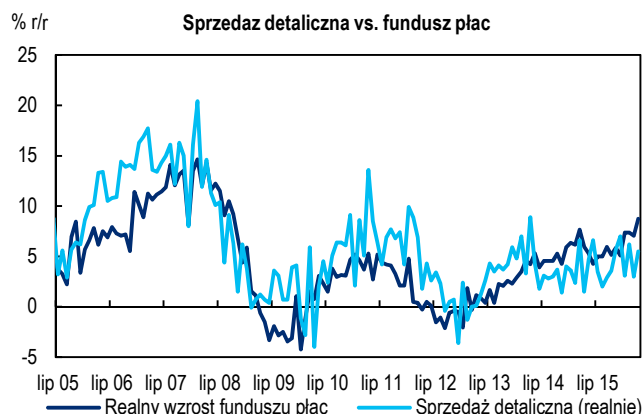
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

Wykres 17. Płace nominalne i zatrudnienie przyspieszyły



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 18. Dobre warunki na rynku pracy oraz program 500+ wpłynęły korzystnie na konsumpcję

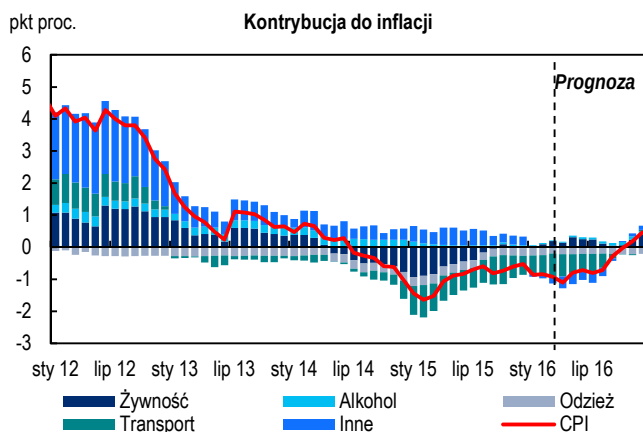


Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat, Bloomberg.

RPP czeka

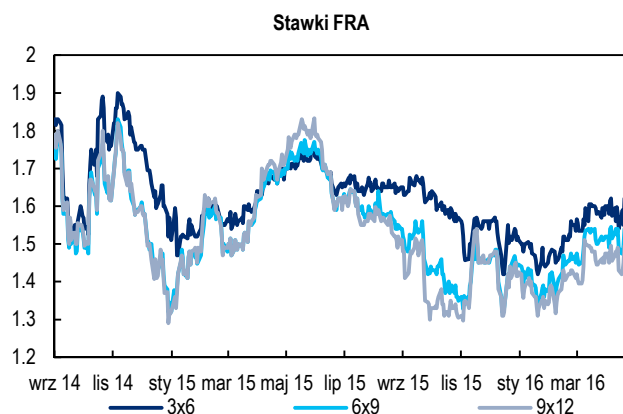
Mocna konsumpcja i coraz lepsza sytuacja na rynku pracy mogą z czasem prowadzić do stopniowego wzrostu presji cenowej. Na razie jednak inflacja znajduje się na poziomach wyraźnie poniżej celu inflacyjnego i poniżej zera. W kwietniu spadek cen konsumentów ponownie się pogłębił do -1,1% r/r i jest niższy, niż oczekiwano kilka miesięcy wcześniej. Jednak nasze prognozy wskazują na odreagowanie inflacji w kolejnych miesiącach, do czego powinny przyczynić się silniejszy popyt krajowy, efekt tzw. niskiej bazy oraz rosnące ceny paliw. Jeśli nasze przewidywania się zrealizują, wówczas władze monetarne otrzymają argument, aby przez dłuższy czas pozostawić stopy procentowe bez zmian. Pomimo bardzo niskich odczytów inflacji, RPP chce uniknąć zmian stóp z powodu mocnego popytu krajowego, ale także ze względu na ryzyko stabilności finansowej (niskie stopy mogłyby negatywnie wpływać na SKOKi oraz banki spółdzielcze). Oczekujemy, że RPP pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna 1,5%) przez co najmniej 12 miesięcy i spodziewamy się, że kolejnym ruchem stóp będzie podwyżka.

Wykres 19. Inflacja wzrosła powyżej zera dopiero w listopadzie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 20. W obliczu słabszego złotego i umiarkowanych wypowiedzi członków RPP rynek FRA nie wycenia już obniżek stóp procentowych



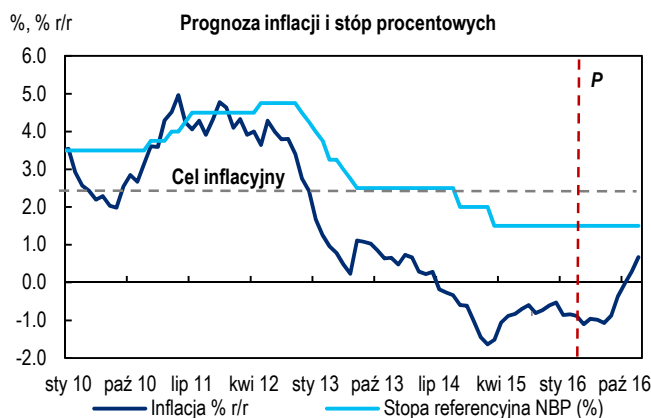
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Ryzyko dla ratingu nie zostało wyeliminowane

Utrzymując dotychczasowy rating na poziomie A2 i jedynie obniżając jego perspektywę do „negatywnej”, agencja Moody’s dała Polsce czas na uporządkowanie kilku kwestii. Przede wszystkim chodzi o uszczegółowienie planów fiskalnych oraz doprecyzowanie programu przewalutowania kredytów frankowych. Decyzja o utrzymaniu ratingu była zgodna z naszymi oczekiwaniami, ale dla części uczestników rynku mogła okazać się pozytywną niespodzianką. W uzasadnieniu do obniżenia perspektywy ratingu wymieniono dwa główne czynniki. Po pierwsze agencja podkreśliła ryzyko wzrostu wydatków rządowych w 2017 roku oraz plany obniżenia wieku emerytalnego. Po drugie, Moody’s wymienia również „pogorszenie klimatu inwestycyjnego” związane z bardziej nieprzewidywalną polityką gospodarczą. W szczególności agencja wymienia plany przewalutowania kredytów oraz spór dotyczący Trybunału Konstytucyjnego.

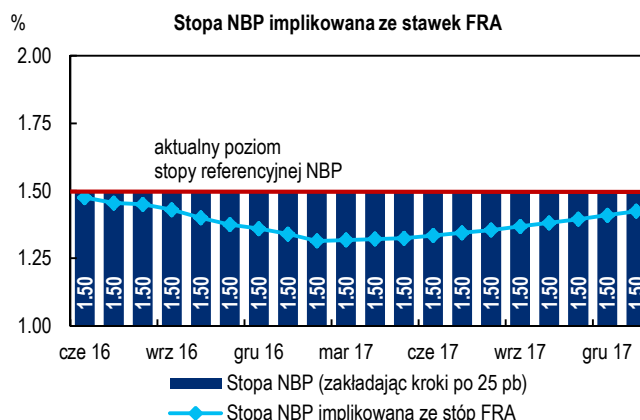
Decyzja Moody’s eliminuje z dyskusji temat ratingu tylko na chwilę. W lipcu swoją ocenę przedstawi trzecia agencja (Fitch), a we wrześniu ponownego przeglądu ratingu dokona Moody’s. Do września powinny wyjaśnić się kwestie dotyczące przyszłorocznego budżetu i wpływu deficytu fiskalnego na ścieżkę długu publicznego jak również sposobu, w jaki miałyby być rozwiązywana kwestia kredytów frankowych. Powyższe czynniki będą miały decydujący wpływ na decyzje agencji. Perspektywa obniżki ratingu może jednak wpływać na decyzje rządu i parlamentu – nie można wykluczyć, że przyczyni się ona do zmiany części planów fiskalnych, ograniczenia skali wzrostu wydatków związanych z poszczególnymi programami, odroczenia obniżki VAT lub podwyższenia innych podatków (np. akcyzy lub opłaty paliwowej). W przeciwnym wypadku deficyt fiskalny mógłby przekroczyć 3% PKB, co byłoby argumentem oddziałującym w kierunku obniżenia ratingu. Naszym zdaniem, rynki finansowe muszą się przyzwyczaić, że w najbliższych kwartałach ryzyko nagłych zdarzeń (*event risk*) związane z decyzjami agencji pozostanie stałym elementem, który będzie cyklicznie powracał.

Wykres 21. Oczekujemy, że RPP pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie przynajmniej do końca roku...



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 22. ...podczas gdy kwotowania z rynku FRA sugerują spadek stóp rynku pieniężnego o 0,25 punktu proc.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Rentowności powoli w górę

Perspektywa wzrostu inflacji oraz mocnego wzrostu gospodarczego najprawdopodobniej przyczyni się do wzrostu rentowności. W ostatnich miesiącach rynek FRA wyceniał scenariusz niewielkiej obniżki stóp procentowych. Jednak sądzimy, że im dłużej Rada utrzyma strategię wyczekiwania, tym trudniej będzie inwestorom uwierzyć w łagodzenie polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę zakładany przez nas scenariusz oraz perspektywę podwyżek stóp procentowych w USA, spodziewamy się wzrostu rentowności krajowych obligacji skarbowych w najbliższych miesiącach.

Złoty słabnie przez Fed i czynniki lokalne

Spodziewamy się, że najbliższe trzy miesiące będą najsłabszym okresem dla złotego, po czym polska waluta powinna odrabiać straty Naszym zdaniem, do kolejnej podwyżki stóp w USA dojdzie dopiero we wrześniu, ale rosnące oczekiwania na wcześniejszy ruch wpłyną negatywnie na waluty gospodarek wschodzących, szczególnie te powiązane z dolarem. Ponadto okres przed zaplanowanym na 23 czerwca referendum w sprawie Brexit może charakteryzować się zwiększoną zmiennością na rynkach finansowych. Tak jak wcześniej wspomnieliśmy, dopóki nie wyjaśni się kwestia finansowania zwiększonych wydatków budżetowych w przyszłych latach oraz dopóki nie będzie finalnego planu przewalutowania kredytów walutowych, złoty będzie pod negatywnym wpływem utrzymujących się obaw o rating.

W długim terminie sądzimy, że powyższe ryzyka będą tracić na znaczeniu. Dlatego spodziewamy się odreagowania złotego w ciągu 12 miesięcy do 4,30 wobec euro oraz dalszego umocnienia w następnych kwartałach. Złoty powinien być wspierany przez dynamiczny wzrost gospodarczy oraz rozszerzenie się dysparytetu stóp procentowych wobec strefy euro.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2015												2016
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.4	2.8	7.4	3.8	5.3	4.0	2.4	7.8	6.7	1.4	6.8	0.5	6.0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-7.9	-1.4	4.5	-1.2	-7.1	15.0	2.0	-2.6	-3.6	-8.0	6.9	6.8	-2.9
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2.6	2.8	8.7	4.6	6.1	4.5	2.8	9.3	8.9	1.8	8.2	1.9	8.3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	8.5	1.3	-2.6	-0.1	4.8	-2.5	-5.2	1.2	-0.4	-8.6	-10.6	-15.8	-14.9
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	-1.5	1.8	3.8	1.2	-0.3	0.1	0.8	3.3	4.9	0.9	3.9	0.8	3.2
Stopa bezrobocia (%)	11.2	10.8	10.3	10.1	10.0	9.7	9.6	9.6	9.8	10.3	10.3	10.0	9.5
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	2.3	2.5	2.7	2.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-0.8	-0.9	-1.1
Inflacja (% m/m)	0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.7	-2.1	-1.4	-1.8	-2.7	-2.8	-2.3	-1.8	-0.8	-1.2	-1.4	-1.7	-1.2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.4	0.4	0.6	-0.4	-0.7	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1	0.3
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.7	3.2	2.5	3.3	3.4	4.1	3.3	4.0	3.1	4.0	3.9	3.3	4.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	929	928	-963	-1,174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	0.1	0.0	-0.2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-117	500	-165	-727	-150	19	252	574	294	548	216	204	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14452	13939	14304	14200	12706	14906	15574	15501	13773	13274	14445	15417	-
Eksport (% r/r)	8.6	7.8	10.6	5.2	8.1	3.0	4.5	12.6	11.5	-0.4	4.7	-0.1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14569	13439	14469	14927	12856	14887	15322	14927	13479	12726	14229	15213	-
Import (% r/r)	7.7	0.5	10.3	7.3	6.7	5.2	0.2	6.7	3.8	0.3	7.3	1.7	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.2	7.6	8.3	8.6	7.3	7.9	8.9	9.3	9.1	10.2	10.1	8.9	11.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	7.8	8.3	8.5	8.8	9.1	9.7	9.4	9.5	9.2	9.4	9.1	9.5	10.3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.2	9.3	12.4	11.1	9.3	8.6	10.9	11.4	10.4	12.0	12.2	6.6	13.1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6.3	7.7	7.9	7.1	6.6	6.1	6.4	6.4	6.6	4.1	5.1	4.2	5.9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3.4	3.7	4.5	5.5	6.6	7.1	8.0	7.5	7.1	11.4	10.1	7.9	10.7
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)	1.65	1.67	1.70	1.72	1.72	1.72	1.73	1.73	1.71	1.67	1.66	1.67	1.67
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.65	1.68	1.72	1.72	1.72	1.71	1.73	1.72	1.70	1.65	1.67	1.67	1.67
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.65	1.69	1.82	1.72	1.67	1.70	1.56	1.57	1.47	1.42	1.38	1.37	1.43
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.70	1.79	1.98	1.81	1.87	1.79	1.65	1.61	1.58	1.54	1.46	1.45	1.52
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.23	2.46	2.74	2.49	2.51	2.39	2.09	2.08	2.23	2.39	2.22	2.20	2.28
EUR/PLN (koniec okresu)	4.04	4.12	4.19	4.15	4.23	4.24	4.26	4.27	4.29	4.42	4.34	4.24	4.38
USD/PLN (koniec okresu)	3.61	3.76	3.76	3.76	3.77	3.80	3.85	4.04	3.95	4.08	4.00	3.72	3.82
EUR/USD (koniec okresu)	1.12	1.10	1.11	1.10	1.12	1.12	1.10	1.06	1.09	1.08	1.09	1.13	1.12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	16.7	19.6	26.2	26.6	25.9	31.1	34.5	36.1	42.6	-1.7	3.1	9.6	11.1
Def. budżetowy kum. (% planu)	36.2%	42.6%	57.0%	57.7%	56.1%	67.6%	75.0%	78.5%	85.2%	-3.1%	5.7%	17.5%	20.3%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	530	500	524	546	475	478	523	579
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,656	1,719	1,790	1,849	1,946	2,065
PKB per capita (USD)	13,740	12,983	13,615	14,197	12,363	12,447	13,649	0
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7	8,2	8,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,4	3,5	3,5
Inwestycje (% r/r)	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	4,3	6,2	7,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8	3,9	3,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,2	4,2	3,4
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	6,2	6,5	5,4
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	7,3	8,6	6,9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,7	1,8	2,3
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,7
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,3	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	2,25	3,25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,57	2,47	3,39
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,20	3,90	4,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,84	3,67	3,51
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,87	3,72	3,57
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,41	4,23	4,14
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,38	4,30	4,15
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-1,1	2,0	-3,7	-7,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	0,4	-0,7	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,4	4,4	-1,2	-4,7
Eksport	184,2	181,0	198,1	210,4	190,9	205,7	219,3	242,9
Import	201,6	190,2	198,5	214,7	188,5	201,3	220,6	247,7
Saldo usług	7,3	8,0	10,1	11,4	10,9	11,9	12,3	13,2
Saldo dochodów	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,4	-13,1	-13,4	-14,3
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	-14,0	-6,6	-3,4	-8,1	-10,0	-11,0	-11,0	-10,0
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4	89,4	89,4
Amortyzacja	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0	55,2	54,1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,9	-3,0	-3,2	-3,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,1	-1,2	-1,6	-1,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	47,9	49,5	50,1	50,3	50,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015E	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,6	3,4	3,5	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,7	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-0,2	0,4	-0,7	-1,3	-3,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	2,25	3,25	3,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,92	3,84	3,67	3,51	3,35
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,87	3,72	3,57	3,49
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,26	4,41	4,23	4,14	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,38	4,30	4,15	4,13

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

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 ofertą ani 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. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. 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. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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.