

CitiMonthly

Życie po referendum

- Referendum w sprawie członkostwa Wielkiej Brytanii w UE było powszechnie wyczekiwane, ale i tak jego wynik dostarczył wielu emocji, prowadząc do podwyższonej zmienności na rynkach.
- Jego efekt dla Polski może być w krótkim okresie umiarkowany, ale konsekwencje dla wzrostu w dłuższym horyzoncie wydają się poważniejsze.
- Ponadto dodatkowym negatywnym czynnikiem dla perspektyw wzrostu w kolejnych latach będą pogarszające się tendencje demograficzne, które powoli zaczynają być już widoczne i są hamulcem szybkiego wzrostu w Polsce.
- W tym roku wzrost PKB wciąż napędza popyt krajowy, a w tym zwłaszcza konsumpcja prywatna za sprawą dobrej sytuacji na rynku pracy i programu 500+.
- Jednak biorąc pod uwagę konsekwencje Brexit oraz tendencje demograficzne w czerwcu wyraźnie obniżyliśmy prognozowaną średnioterminową ścieżkę wzrostu w Polsce.
- Poza tym uwaga inwestorów w ostatnim czasie koncentruje się na dosyć istotnych zapowiadanych zmianach w OFE.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

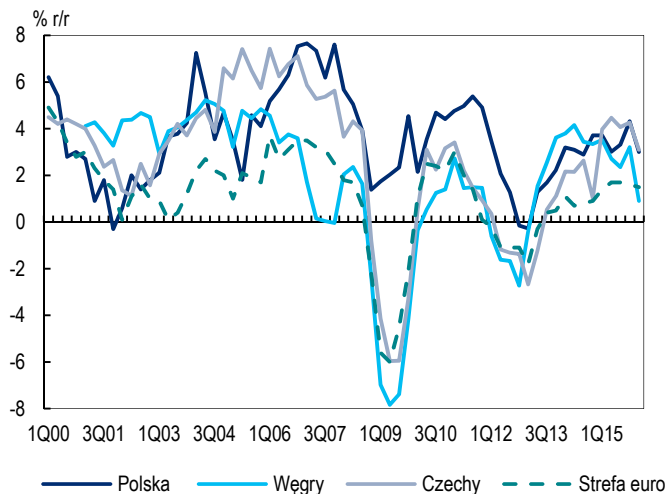
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

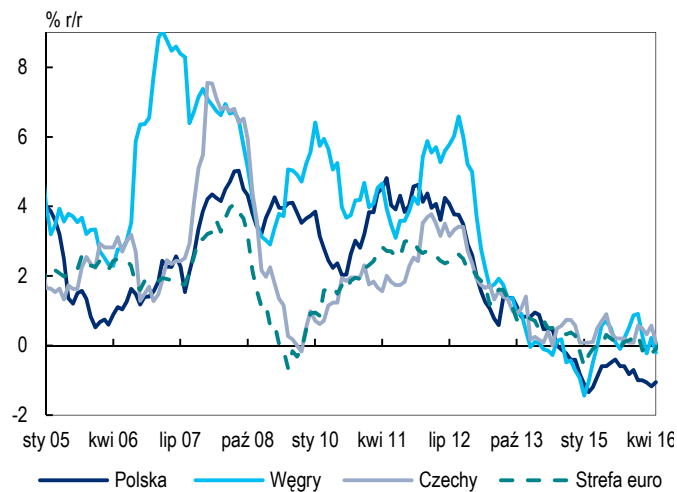
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



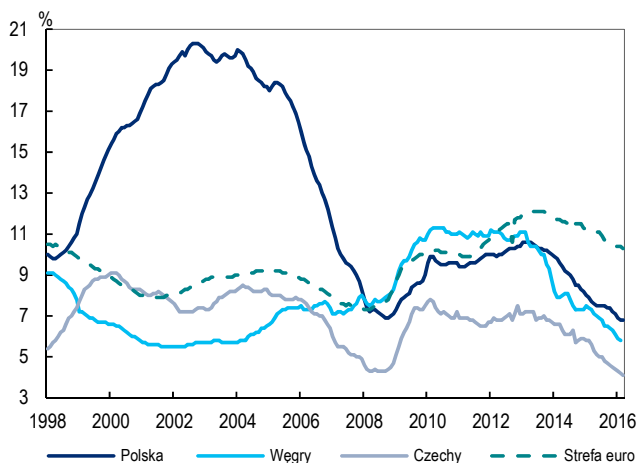
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



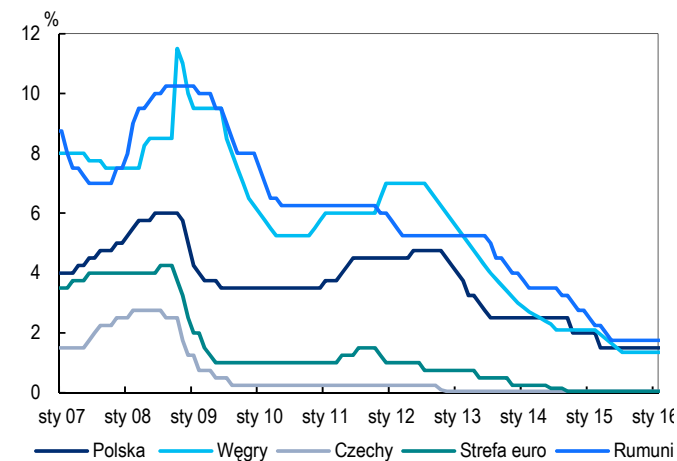
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



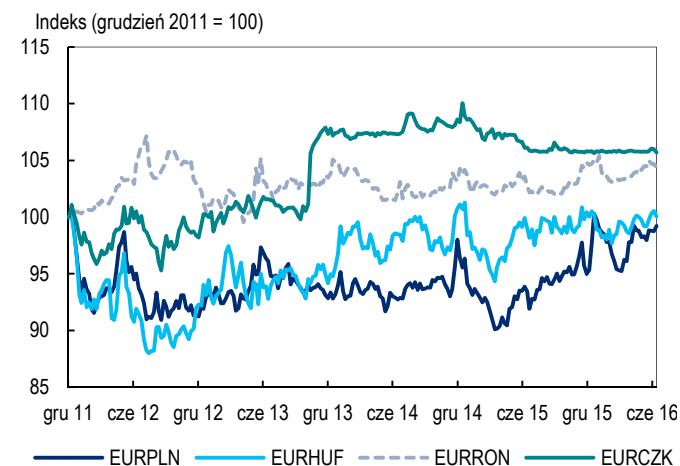
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



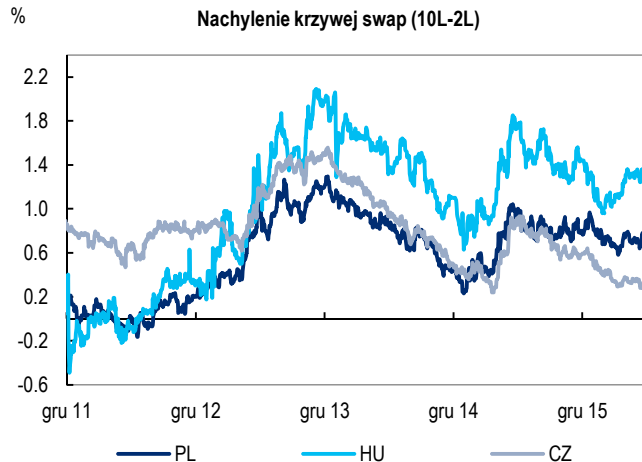
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

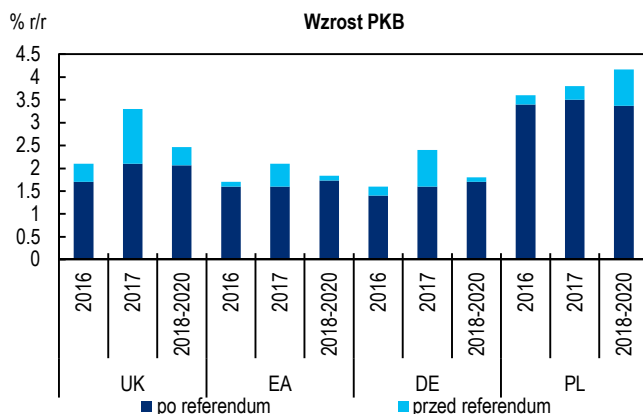
Życie po referendum

- Referendum w sprawie członkostwa Wielkiej Brytanii w UE było powszechnie wyczekiwane, ale i tak jego wynik dostarczył wielu emocji, prowadząc do podwyższonej zmienności na rynkach.
- Jego efekt dla Polski może być w krótkim okresie umiarkowany, ale konsekwencje dla wzrostu w dłuższym horyzoncie wydają się poważniejsze.
- W Polsce uwaga koncentruje się na zapowiadanych zmianach w OFE.

Recesja w Wielkiej Brytanii, spowolnienie w Europie?

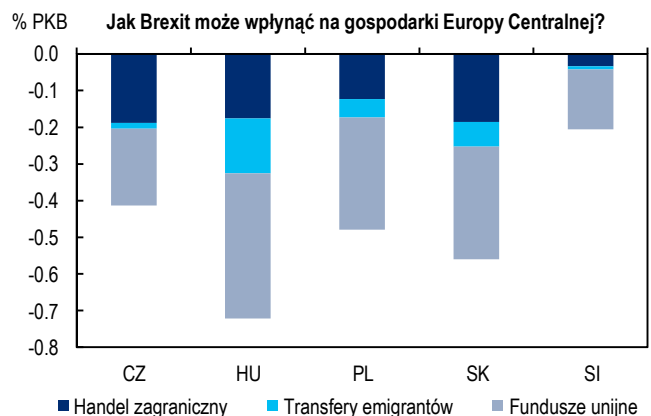
Wciąż nie jest jasne jak bardzo wynik brytyjskiego referendum zmienia „zasady gry” dla krajów będących członkami UE. Z punktu widzenia czysto gospodarczego spodziewamy się recesji w Wielkiej Brytanii oraz spowolnienia wzrostu w UE. Co prawda gwałtowne osłabienie funta będzie wspierać eksport, jednak niepewność dotycząca przyszłej sytuacji Wielkiej Brytanii najprawdopodobniej doprowadzi do załamania inwestycji oraz konsumpcji indywidualnej. Ekonomiści Citi uważają, że Brexit może odjąć z dynamiki wzrostu gospodarczego w strefie euro odpowiednio 0,1 punktu w 2016 roku oraz 0,5 punktu w 2017 roku. Dodatkowo, na skutek brytyjskiego referendum, wyraźnie rośnie ryzyko polityczne w Unii Europejskiej. Nie spodziewamy się w najbliższym czasie referendum dotyczących członkostwa w UE w innych krajach, ale na uwagę zasługuje na przykład zaplanowane na jesień węgierskie referendum dotyczące polityki migracyjnej UE. Podobne wydarzenia mogą istotnie wpływać na stabilność polityczną krajów UE.

Wykres 7. Ekonomiści Citi zrewidowali w dół prognozy dla Wielkiej Brytanii i strefy euro w związku z wynikiem referendum nad Brexitem



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

Wykres 8. Wrażliwość wzrostu w Polsce na wyjście Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej jest stosunkowo wysoka

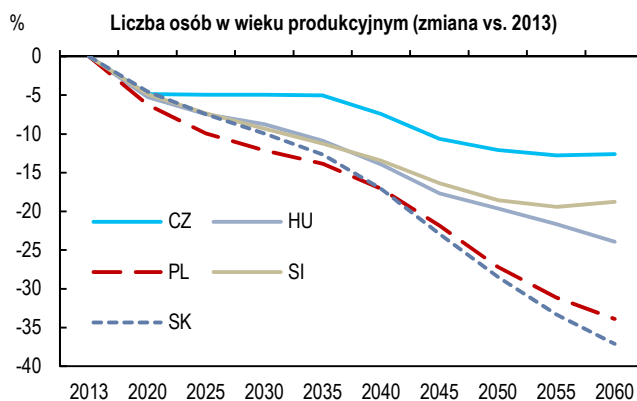


Źródło: Szacunki Citi Research na podstawie danych banków centralnych, Eurostat, COMPAS. Uwaga: Przy obliczeniach założono 10% spadek obrotów handlowych, 25% zmniejszenie w przekazach pracowników oraz 10% spadek funduszy unijnych.

Brexit może mieć umiarkowany negatywny wpływ na wzrost w Polsce w horyzoncie najbliższych dwóch lat i potencjalnie większy

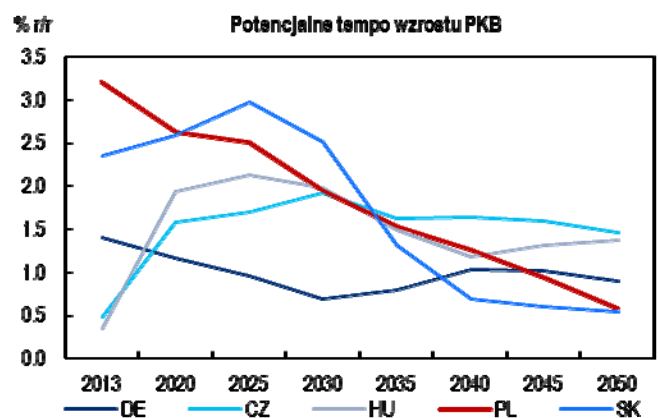
negatywny wpływ w dłuższym horyzoncie. W naszych prognozach przyjmujemy, że w latach 2016-2017 wzrost może być z tego tytułu niższy o 0,1-0,2 punktu procentowego. Jest to relatywnie niewielki wpływ, jednak nie powinno to przysłaniać dużo poważniejszych wyzwań, które będą materializować się w kolejnych latach. Gdyby Brexit wpłynął na zmiany dotyczące dystrybucji funduszy unijnych po 2020 roku, jednym z krajów które mogłyby na tym najwięcej stracić, jest Polska. Ten scenariusz jest tym bardziej prawdopodobny, że Polska dzięki zawężaniu luki w standardach życia w stosunku do UE (mierzonych PKB per capita) i tak nie mogłaby liczyć na równie hojny budżet jak w poprzednich latach. Oznacza to, że jeden z motorów wzrostu (fundusze UE) straci na znaczeniu dokładnie wtedy, gdy pogorszenie profilu demograficznego będzie ważyć na wzroście w Polsce.

Wykres 9. Polska ma jedną z najgorszych perspektyw demograficznych spośród krajów regionu



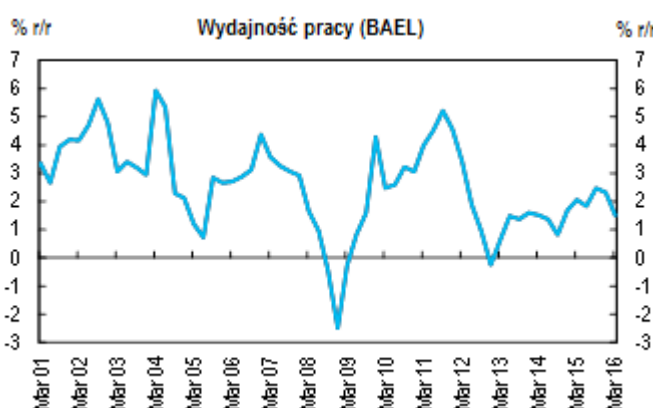
Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy.

Wykres 10. Jeżeli nic się nie zmieni w demografii, tempo wzrostu w Polsce ostro wyhamuje



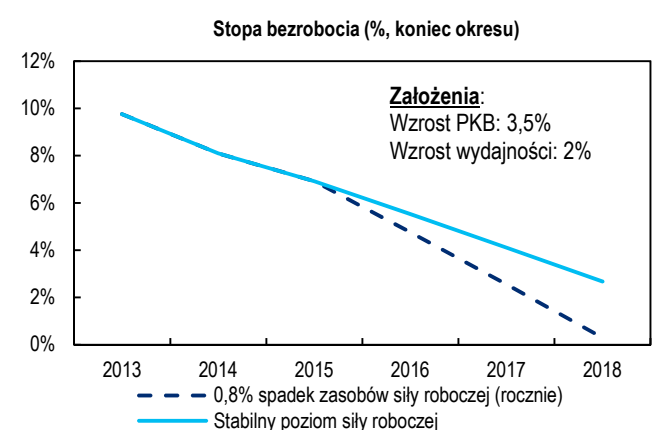
Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy.

Wykres 11. W ostatnich latach, wydajność pracy oscylowała wokół 2%



Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy.

Wykres 12. Wzrostu PKB na poziomie 3,5% r/r w kolejnych latach oznaczałby nieprawdopodobnie duży spadek stopy bezrobocia



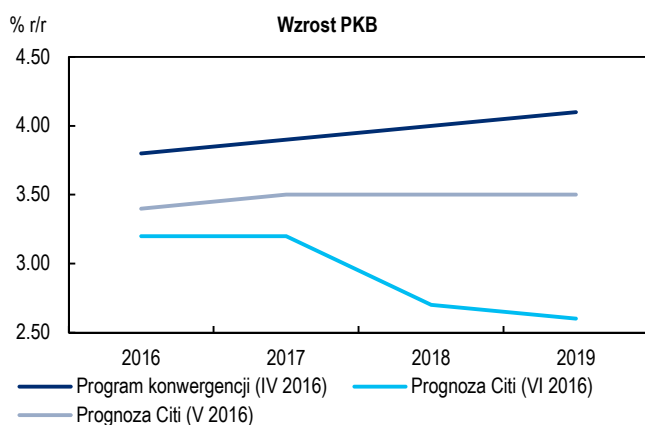
Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy.

Już obecnie tendencje demograficzne powoli zaczynają być hamulcem szybkiego wzrostu w Polsce. Jak sygnalizowaliśmy w naszych raportach („No, unemployment rate can't be negative”, 10 czerwca 2016 r.), obecne prognozy rządowe oraz konsensus rynkowy wydają się wyjątkowo optymistyczne w porównaniu z ograniczeniami rynku pracy. Gdyby, zgodnie z prognozami, wzrost PKB utrzymał się na poziomie 3,5-4% w najbliższych latach, a nie zmieniły się tendencje dotyczące migracji,

aktywności na rynku pracy oraz wydajności pracy, stopa bezrobocia spadłaby do około 0% w 2018 roku. Pokazuje to, że któryś z elementów powyższego scenariusza musi ulec zmianie. Albo wzrost gospodarczy będzie wyraźnie niższy, albo Polska otworzy się na imigrantów, albo płace będą musiały wzrosnąć aby przyciągnąć na rynek pracy osoby, które w tym momencie nie są aktywne zawodowo. Najprawdopodobniej dostosowanie nastąpi po trochę w każdym z elementów. Biorąc to pod uwagę, spodziewamy się wolniejszego wzrostu gospodarczego w średnim okresie, wyższej presji płacowej oraz dalszego napływu imigrantów (głównie z Ukrainy).

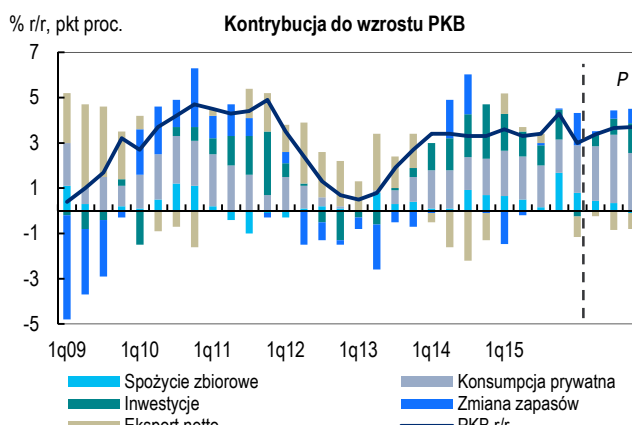
Jako mało prawdopodobny oceniamy scenariusz, w którym sama imigracja z Ukrainy stanowiłaby rozwiązanie dla problemów polskiego rynku pracy. Po pierwsze, znaczna część osób chcących pracować w Polsce prawdopodobnie już jest na krajowym rynku pracy (podobnie jak największa część emigracji Polaków odbyła się w pierwszych latach po rozszerzeniu UE). Po drugie, Ukraina sama stoi przed poważnymi wyzwaniami demograficznymi i trudno oczekiwać ciągłego odpływu pracowników do Polski. Jako mało prawdopodobny oceniamy również scenariusz, w którym poprawa wydajności pracy wystarczyłaby do utrzymania tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do 4%. Aby osiągnąć tempo wzrostu przy np. 0,5% wzroście liczby pracujących (a więc bez spadku bezrobocia do nieprawdopodobnie niskich poziomów) wydajność pracy musiałaby rosnąć w tempie 3,5%. Biorąc pod uwagę, że w ostatnich latach wydajność rosła średnio w tempie niższym od 2%, a starzenie się społeczeństwa negatywnie wpływa na produktywność, tak znaczna poprawa wydaje się bardzo trudna do osiągnięcia.

Wykres 13. Prognoza wzrostu gospodarczego w Polsce



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 18. W tym roku wzrost PKB będzie wciąż napędzany przez konsumpcję

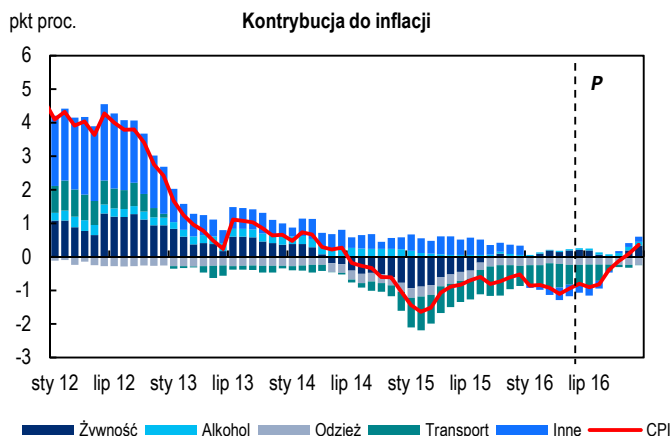


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki (konsekwencje Brexit oraz tendencje demograficzne), w czerwcu wyraźnie obniżyliśmy prognozowaną średnioterminową ścieżkę wzrostu w Polsce. Wykres 13 pokazuje nasze nowe prognozy na tle prognoz sprzed rewizji oraz na tle prognoz zapisanych w Programie Konwergencji. Rewizje są szczególnie istotne dla lat 2018-2019, ponieważ uwzględniają one – oprócz potencjalnego wpływu Brexit – również nasze oczekiwania dotyczące wpływu czynników demograficznych. Na uwagę zasługuje fakt, że spowolnienie wzrostu w horyzoncie najbliższych lat, to nie tyle efekt

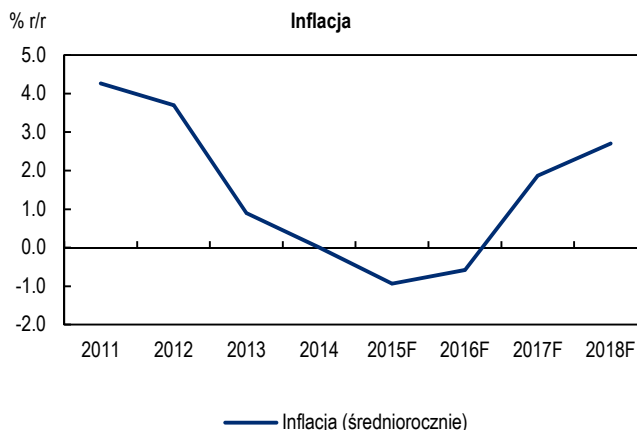
cykliczny, co w dużym stopniu efekt wolniejszego tempa wzrostu potencjalnego polskiej gospodarki. Dlatego spodziewamy się, że pomimo spowolnienia PKB inflacja powróci do celu inflacyjnego w horyzoncie najbliższych dwóch lat.

Wykres 13. Spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji do końca roku do ok. 0,3%



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 18. ... i oczekujemy, że inflacja osiągnie cel dopiero w 2018 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Zmiany w OFE, kolejny etap

W polityce fiskalnej najważniejszym wydarzeniem ostatnich tygodni była prezentacja Programu Budowy Kapitału przygotowanego przez Ministerstwo Rozwoju. Program składał się z dwóch części. Po pierwsze, przewiduje on wprowadzenie zachęt do długoterminowego oszczędzania, dzięki czemu mogłaby wzrosnąć liczba osób korzystających z trzeciego filaru systemu emerytalnego. Istotnym elementem jest decyzja, że pracownicy sektora przedsiębiorstw zostaną automatycznie zapisani do planów kapitałowych w ramach III filara, choć będą mieli prawo wystąpić z nich w ciągu trzech miesięcy. W praktyce może to oznaczać, że znaczna część pracowników nie zrezygnuje (albo świadomie, albo przez zaniechanie), co pozwoli zwiększyć długoterminowe oszczędności. Ministerstwo Rozwoju zakłada, że program może rocznie generować 12-22 mld zł „nowych oszczędności”. Choć te szacunki mogą być zbyt optymistyczne, program przewidujący automatyczne zapisy do programu ma szansę na wygenerowanie zauważalnego strumienia oszczędności.

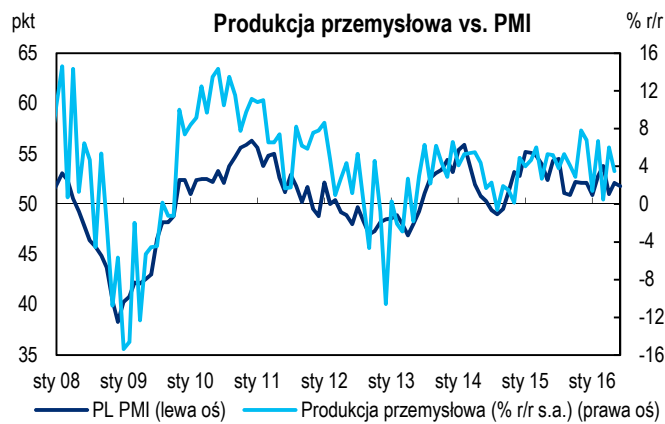
Druga część programu koncentruje się na systemie OFE i z tego względu jest istotniejsza dla rynku. Główne założenie programu, to transfer około 25% aktywów OFE (35 mld zł, utrzymywane w formie gotówki, obligacji oraz zagranicznych akcji) do sektora publicznego - Funduszu Rezerwy Demograficznej. W tym względzie operacja ta przypomina transfer obligacyjnej części portfela do ZUS, który został dokonany w 2014 roku. Co prawda środki FRD powinny być zabezpieczeniem dla systemu emerytalnego na przyszłość, jednak doświadczenia ostatnich lat pokazują, że mogą one być wykorzystane jako rozwiązanie bieżących problemów budżetowych. Ponadto, sam transfer aktywów powinien pozwolić na obniżenie długu publicznego o niemal dwa punkty procentowe (a przynajmniej na uniknięcie jego wzrostu). Z tego punktu widzenia, zmiany w OFE tworzą przestrzeń do realizacji przynajmniej części kosztownych planów rządowych.

Pozostała część aktywów OFE, utrzymywana w polskich akcjach (około 100 mld zł), byłaby przekazana do trzeciego filara i byłaby tam docelowo zarządzana przez TFI. Na tym etapie znane są tylko wybrane założenia proponowanych zmian i trudno przewidzieć konsekwencje, jednak naszym zdaniem przekazanie środków do trzeciego filara mogłoby oznaczać, że środki dotychczas uznawane za publiczne stałyby się środkami prywatnymi. Gdyby tak rzeczywiście miało być, ryzyko ponownego przejęcia tych środków przez sektor publiczny (przesunięcia do ZUS lub FRD) wyraźnie zmniejszyłoby się. Zaproponowane rozwiązania są z punktu widzenia funkcjonowania rynku finansowego mniej negatywne niż wcześniejsze obawy inwestorów. Niektóre ze scenariuszy rozważanych dotychczas zakładały na przykład przekazanie całości aktywów do instytucji kontrolowanych przez Skarb Państwa.

Analizując Program Budowy Kapitału, w oczy rzucają się różnice między częścią zakładającą wspieranie długoterminowych oszczędności (która jest relatywnie szczegółowa), a częścią zakładającą zmiany w OFE (która jest pozbawiona wielu istotnych szczegółów). Można więc przypuszczać, że propozycje dotyczące OFE są wciąż dopracowywane i mogą ulec istotnym zmianom w najbliższych miesiącach.

Patrząc na szczegóły, program rządowy mógłby okazać się pozytywny dla rynku obligacji, ponieważ dzięki wstrzymaniu składki do OFE, oznacza on zmniejszenie potrzeb pożyczkowych skarbu państwa. Podobnie, sprzedaż zagranicznych akcji przez Fundusz Rezerwy Demograficznej i wstrzymanie zakupów zagranicznych aktywów powinny być pozytywne dla złotego. Niemniej relatywnie niejasny przekaz i brak szczegółów dotyczących zmian w OFE sprawiają, że potencjalne pozytywne efekty związane z ograniczeniem potrzeb pożyczkowych, mogą zostać przesłonięte przez rosnącą niepewność.

Wykres 19. Produkcja przemysłowa



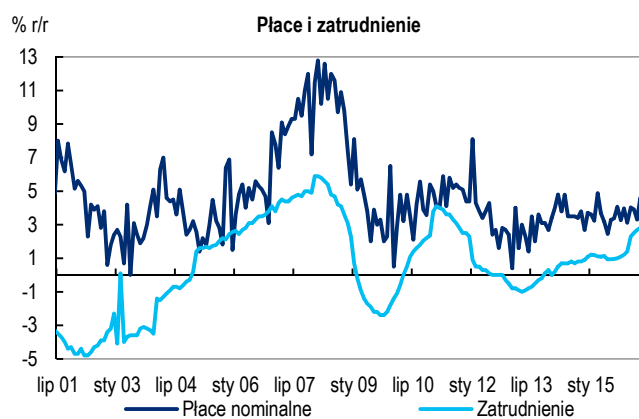
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 20. Produkcja budowlana



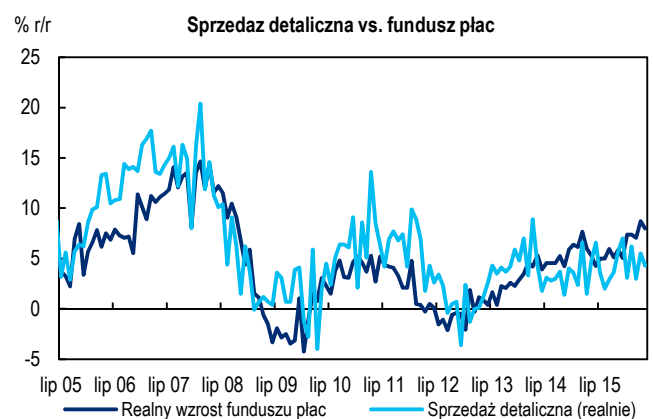
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 21. Płace i zatrudnienie



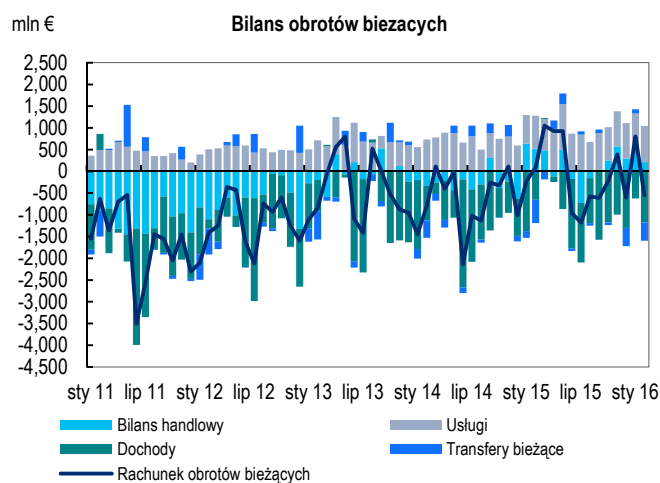
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 22. Sprzedaż detaliczna



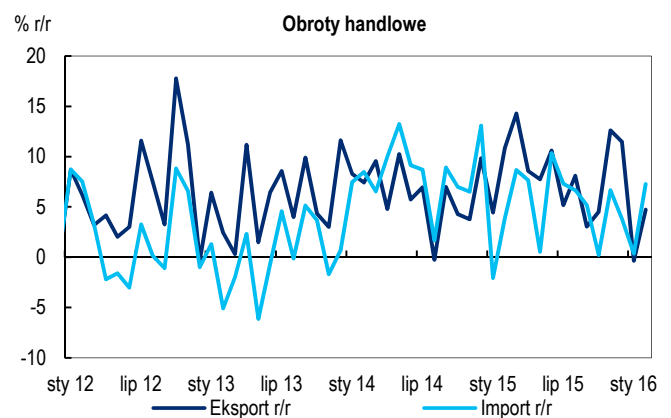
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 23. Bilans obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 24. Eksport i import



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2015							2016					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.8	7.4	3.8	5.3	4.0	2.4	7.8	6.7	1.4	6.8	0.5	6.0	3.5
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-1.4	4.5	-1.2	-7.1	15.0	2.0	-2.6	-3.6	-8.0	6.9	6.8	-2.9	-3.6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2.8	8.7	4.6	6.1	4.5	2.8	9.3	8.9	1.8	8.2	1.9	8.3	5.5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	1.3	-2.6	-0.1	4.8	-2.5	-5.2	1.2	-0.4	-8.6	-10.6	-15.8	-14.9	-13.7
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	1.8	3.8	1.2	-0.3	0.1	0.8	3.3	4.9	0.9	3.9	0.8	3.2	2.2
Stopa bezrobocia (%)	10.8	10.3	10.1	10.0	9.7	9.6	9.6	9.8	10.3	10.3	10.0	9.5	9.1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9
Inflacja (% m/m)	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.3	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.1	-1.4	-1.8	-2.7	-2.8	-2.3	-1.8	-0.8	-1.2	-1.4	-1.7	-1.2	-0.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.4	0.6	-0.4	-0.7	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1	0.3	0.9
Plące - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	3.2	2.5	3.3	3.4	4.1	3.3	4.0	3.1	4.0	3.9	3.3	4.6	4.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	928	-963	-1,174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	594	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	500	-165	-727	-150	19	252	574	294	548	216	204	520	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13939	14304	14200	12706	14906	15574	15501	13773	13274	14445	15417	15143	-
Eksport (% r/r)	7.8	10.6	5.2	8.1	3.0	4.5	12.6	11.5	-0.4	4.7	-0.1	4.8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	13439	14469	14927	12856	14887	15322	14927	13479	12726	14229	15213	14623	-
Import (% r/r)	0.5	10.3	7.3	6.7	5.2	0.2	6.7	3.8	0.3	7.3	1.7	0.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.6	8.3	8.6	7.3	7.9	8.9	9.3	9.1	10.2	10.1	8.9	11.4	11.5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8.3	8.5	8.8	9.1	9.7	9.4	9.5	9.2	9.4	9.1	9.5	10.3	10.4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.3	12.4	11.1	9.3	8.6	10.9	11.4	10.4	12.0	12.2	6.6	13.1	13.2
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	7.7	7.9	7.1	6.6	6.1	6.4	6.4	6.6	4.1	5.1	4.2	5.9	4.4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3.7	4.5	5.5	6.6	7.1	8.0	7.5	7.1	11.4	10.1	7.9	10.7	8.8
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)	1.67	1.70	1.72	1.72	1.72	1.73	1.73	1.71	1.67	1.66	1.67	1.69	1.67
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.68	1.72	1.72	1.72	1.71	1.73	1.72	1.70	1.65	1.67	1.67	1.71	1.68
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.69	1.82	1.72	1.67	1.70	1.56	1.57	1.47	1.42	1.38	1.37	1.43	1.52
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.79	1.98	1.81	1.87	1.79	1.65	1.61	1.58	1.54	1.46	1.45	1.52	1.61
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.46	2.74	2.49	2.51	2.39	2.09	2.08	2.23	2.39	2.22	2.20	2.28	1.86
EUR/PLN (koniec okresu)	4.12	4.19	4.15	4.23	4.24	4.26	4.27	4.29	4.42	4.34	4.24	4.37	4.38
USD/PLN (koniec okresu)	3.76	3.76	3.76	3.77	3.80	3.85	4.04	3.95	4.08	4.00	3.72	3.82	3.98
EUR/USD (koniec okresu)	1.10	1.11	1.10	1.12	1.12	1.10	1.06	1.09	1.08	1.09	1.14	1.15	1.11
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	19.6	26.2	26.6	25.9	31.1	34.5	36.1	42.6	-1.7	3.1	9.6	11.1	13.5
Def. budżetowy kum. (% planu)	42.6%	57.0%	57.7%	56.1%	67.6%	75.0%	78.5%	85.2%	-3.1%	5.7%	17.5%	20.3%	24.6%

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	470	527	583
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1567	1629	1656	1719	1790	1844	1935	2040
PKB per capita (USD)	13740	12983	13615	14197	12371	12251	13771	15237
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	7,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,2	3,2	2,7
Inwestycje (% r/r)	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	4,2	3,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8	3,9	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1	4,2	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	6,1	4,6	5,4
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	7,7	6,0	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,3	1,8	2,3
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,5	2,7
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,75	3,00
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,08	1,65	1,60	2,11	3,17
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,30	3,60	4,15
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,88	3,60	3,45
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,92	3,67	3,50
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,39	4,21	4,14
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,39	4,25	4,15
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-1,1	-4,9	-11,3	-14,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	-1,0	-2,1	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,4	-2,3	-8,7	-12,5
Eksport	184,2	181,0	198,1	210,4	190,8	200,5	214,9	226,1
Import	201,6	190,2	198,5	214,7	188,4	202,8	223,6	238,6
Saldo usług	7,3	8,0	10,1	11,4	10,9	11,9	13,1	14,2
Saldo dochodów	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,5	-13,3	-14,1	-14,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4	89,4	89,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,6	-2,5	-3,0	-2,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	-0,8	-1,4	-1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	47,9	49,1	49,4	49,6	49,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,6	3,2	3,2	2,7	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	1,5	2,7	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-0,2	-1,0	-2,1	-2,5	-2,4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,75	3,00	3,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,92	3,88	3,60	3,45	3,33
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,92	3,67	3,50	3,50
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,26	4,39	4,21	4,14	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,39	4,25	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.