

CitiMonthly

Dobre perspektywy z Grecją w tle

- W momencie gdy publikujemy ten raport, wciąż nie jest jasne, jak rozwinie się sytuacja w Grecji. Ostatnie dni czerwca istotnie zwiększyły ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro, choć wciąż w naszym podstawowym scenariuszu uważamy, że uda się tego uniknąć.
- Na razie wydarzenia te nie wpływają na nasze prognozy dla Polski. Sytuacja na rynku pracy stopniowo się poprawia, a wzrost gospodarczy przyspiesza. Nasza prognoza zakładająca 3,9% wzrost PKB w 2015 roku jest wyższa od oczekiwań rynkowych.
- Inflacja powoli się odbija od dna, ale jeszcze długo pozostanie poniżej celu banku centralnego. W przyszłym roku powinna być jednak na tyle wysoka, aby obniżyć realne stopy poniżej zera.
- Przestrzeń dla wyraźnego poluzowania polityki fiskalnej w 2016 roku jest wbrew pozorom niewielka. Mimo cyklu wyborczego wzrost wydatków jest ograniczony przez regułę wydatkową.
- Rentowności polskich obligacji wyraźnie wzrosły w ciągu ostatnich miesięcy, częściowo na skutek wyprzedaży niemieckich obligacji (bundów).
- Przy stabilizacji sytuacji w Grecji pewne odreagowanie i spadek rentowności wydają się możliwe w najbliższych miesiącach. Niemniej nie zmienia to naszego poglądu, że w średnim okresie rentowności będą podążać w górę, a długi koniec krzywej dochodowości może wzrosnąć w ciągu roku do około 4%.
- Naszym zdaniem waluty regionu Europy Środkowej są bardziej podatne na ryzyko Grexit niż inne waluty rynków wschodzących, ale ta wrażliwość jest znacznie mniejsza niż na przykład w 2011 roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

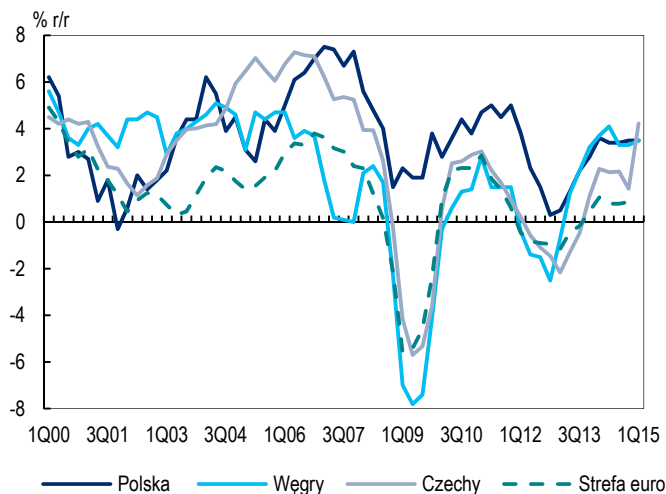
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

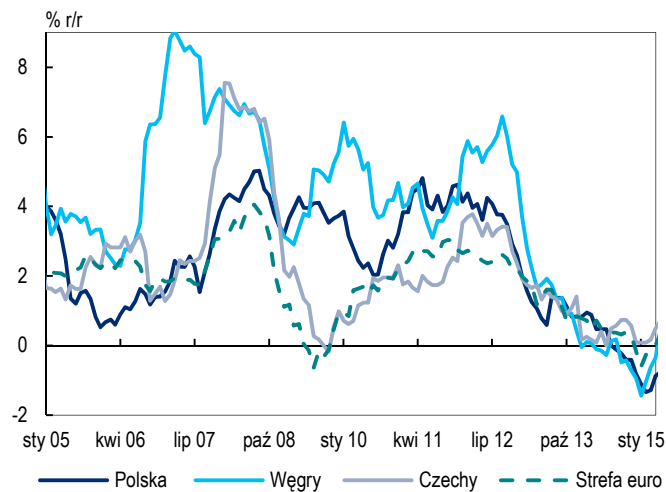
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



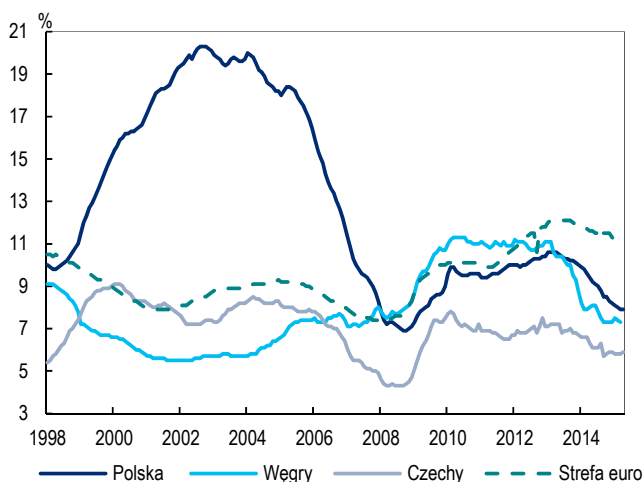
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



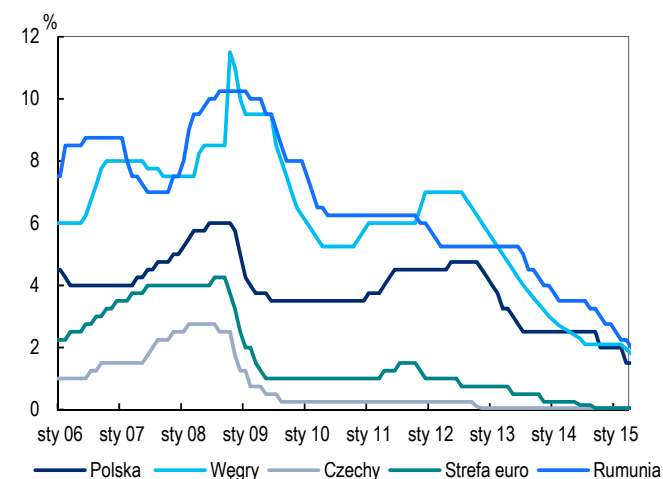
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Tabela 1. Kryteria konwergencji – porównanie krajów regionu Europy Środkowej.

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	0,4	0,9	-2,0	41,5
Węgry	-0,3	4,0	-2,5	75,0
Polska	-0,4	2,8	-2,8	50,9
Rumunia	1,1	3,7	-1,6	40,1
Kryterium konwergencji	1,1	4,9	-3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2015, opublikowane w maju 2015 r.

Uwaga: Inflacja została obliczona, jako dwunastomiesięczna średnia wskaźników HICP. Stopa procentowa to średnia dwunastomiesięczna z rentowności dziesięcioletnich obligacji rządowych. Dług i saldo sektora inst. rządowych i samorządowych (*general government*) jest zdefiniowany zgodnie z metodologią ESA-2010.

Gospodarka w skrócie

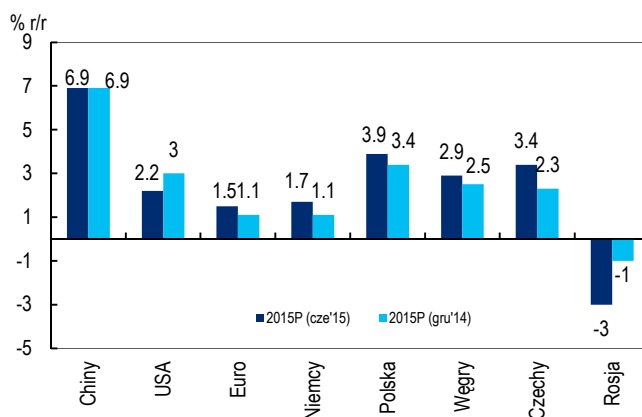
Dobre perspektywy z Grecją w tle

- Sytuacja na rynku pracy stopniowo się poprawia, a wzrost gospodarczy przyspiesza. Nasza prognoza zakładająca 3,9% wzrost PKB w 2015 roku jest wyższa od oczekiwań rynkowych.
- Inflacja powoli się odbija od dna, ale jeszcze długo pozostanie poniżej celu banku centralnego. W przyszłym roku powinna być jednak na tyle wysoka, aby obniżyć realne stopy poniżej zera.
- Przestrzeń dla wyraźnego poluzowania polityki fiskalnej w 2016 roku jest wbrew pozorom niewielka.

Ożywienie trwa

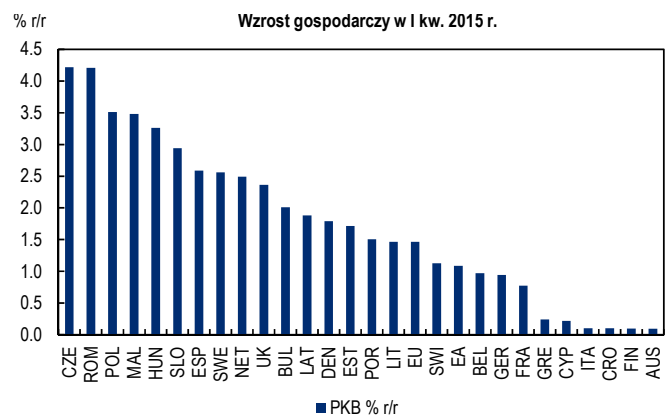
Pomimo pogorszenia w danych z niemieckiej gospodarki, wzrost w Polsce w I kwartale okazał się - po raz kolejny – wyższy od oczekiwań. GUS szacuje, że wyniósł on 3,6%, a złożyły się na niego dwucyfrowy wzrost inwestycji, ponad trzyprocentowy wzrost konsumpcji oraz pozytywne tendencje w eksporcie netto (wykres 7). Przyspieszeniu PKB towarzyszy dalsza stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy i wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń. Co prawda wzrost inflacji powinien doprowadzić do wyhamowania płac realnych, ale ich dynamika i tak powinna pozostać na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie w maju stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 10,8%, a bardziej wiarygodna miara bezrobocia według metodologii Eurostatu wyniosła w kwietniu 7,9% (Wykres 3). Jest to najniższy wynik od sześciu lat i tylko 1,1 punktu procentowego wyższy od historycznego rekordu odnotowanego pod koniec gospodarczego boomu w 2008 roku.

Wykres 5. Prognozy wzrostu dla głównych gospodarek i Polski



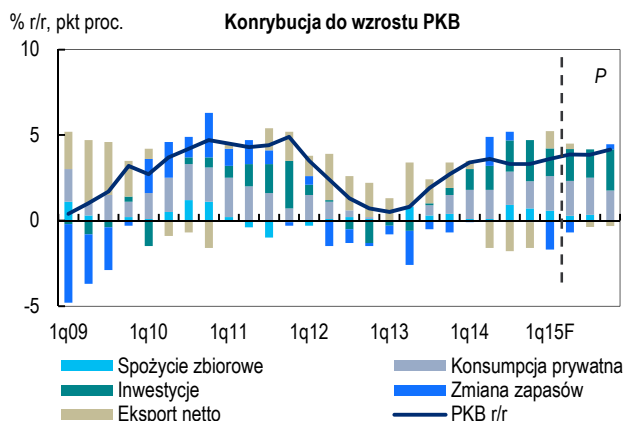
Źródło: prognozy przygotowane przez Citi Research.

Wykres 6. Wzrost PKB w I kw. 2015 r.



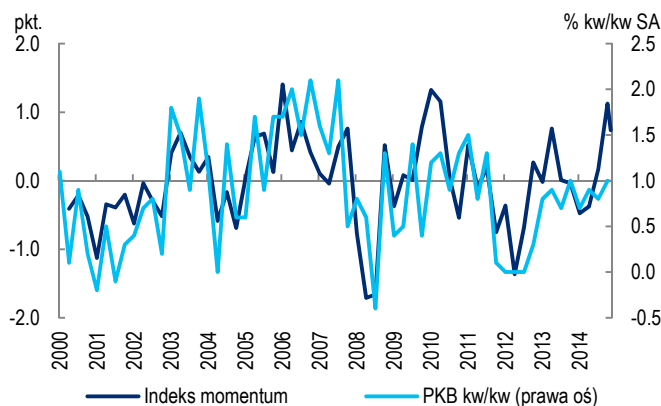
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 7. Wzrost gospodarczy w I kw. zaskoczył w górę za sprawą inwestycji i eksportu netto



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Dane miesięczne sugerują niewielkie osłabienie kwartalnego wzrostu



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

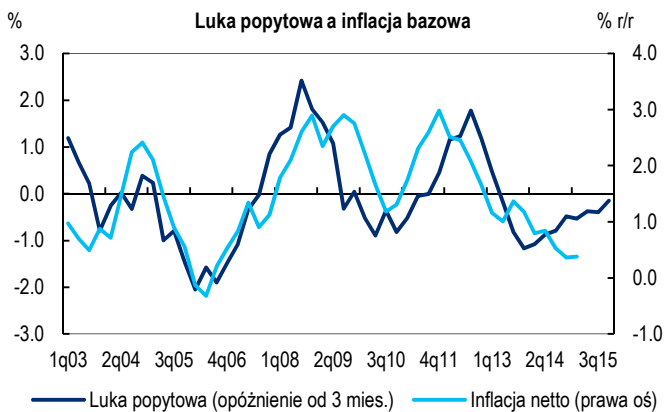
Prognozy sugerują, że wzrost pozostanie silny również w kolejnych kwartałach. Po serii bardzo dobrych danych w pierwszym kwartale, najnowsze dane miesięczne były już nieco słabsze. Nasz indeks starający się odzwierciedlić kierunek zmian dynamiki PKB na podstawie wskaźników miesięcznych (wykres 8) sugeruje, że w II kwartale gospodarka rośnie nieco wolniej niż na początku roku. Niemniej ponieważ indeks przestrzelił poziom PKB w I kwartale, jego najnowsze spowolnienie prawdopodobnie odzwierciedla korektę wcześniejszego „ optymizmu”, a nie wiąże się z nadmiernym osłabieniem rzeczywistej aktywności. Nawet z nieco wolniejszym wzrostem w ujęciu kwartał-do-kwartału, PKB w kolejnych kwartałach może rosnąć w szybszym tempie w ujęciu rok-do-roku.

Jesteśmy wciąż bardziej optymistyczni niż konsensus rynkowy i spodziewamy się wzrostu PKB w Polsce o około 3,9% w całym 2015 roku. Prognozy rynkowe powoli są rewidowane w górę i o ile ta tendencja nie zostanie zakłócona przez wydarzenia w Grecji, konsensus również powinien powoli zacząć dyskontować bardziej optymistyczny scenariusz. Naszym zdaniem wzrost będzie wynikać z popytu krajowego, zarówno konsumpcji jak i inwestycji.

Inflacja powoli w górę

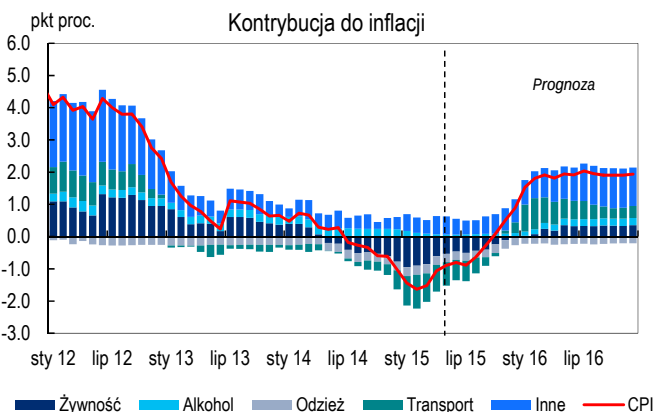
Wzrost gospodarczy utrzymuje się powyżej potencjału, co stopniowo prowadzi do zawężenia luki popytowej (czyli różnicy między rzeczywistym PKB oraz trendem). Według naszych szacunków luka może domknąć się pod koniec bieżącego roku. Na razie nie widać żadnych oznak presji cenowej w gospodarce i zapewne minie kilka kwartałów zanim się one zaczną uwidaczniać. Na razie jednak wskaźnik CPI powoli podąża w górę i w maju wyniósł on -0,9%, wobec historycznego minimum na poziomie -1,6% w lutym. Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą dosyć szybki wzrost inflacji w kolejnych miesiącach częściowo związany z wypadnięciem z wyliczeń CPI bardzo niskich indeksów z 2014 roku (efekt sankcji rosyjskich oraz spadku cen paliw). Inflacja bazowa również powoli zaczyna rosnąć, choć przy obecnych poziomach wciąż trudno to uznać za jakiegokolwiek źródło zagrożeń dla stabilności cen (wykres 9). Oczekujemy, że pod koniec roku wskaźnik inflacji może ukształtować się nieco poniżej +1%, a następnie powinien wzrosnąć do około 2% w II kwartale 2016.

Wykres 9. Luka popytowa i inflacja netto



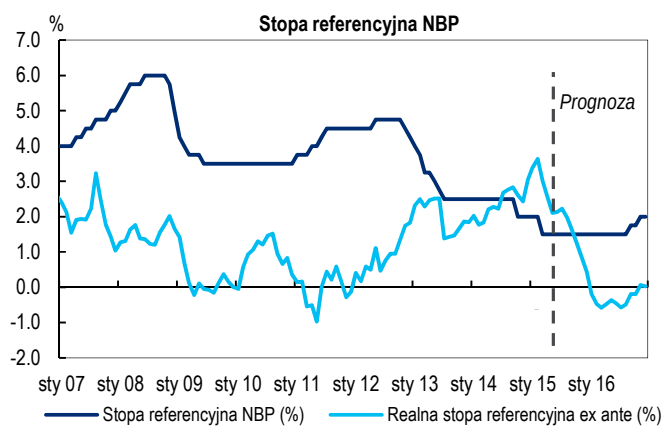
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Kontrybucja do inflacji



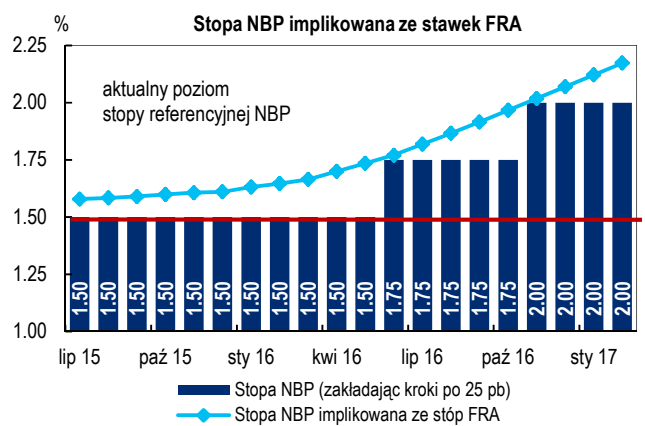
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 11. Stopa nominalne i realne



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Stopa NBP implikowana ze stóp FRA



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

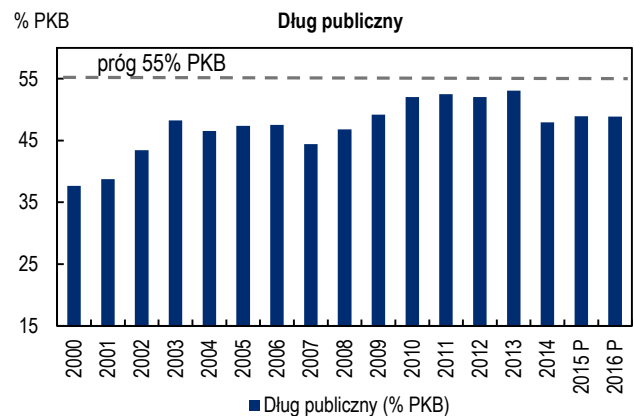
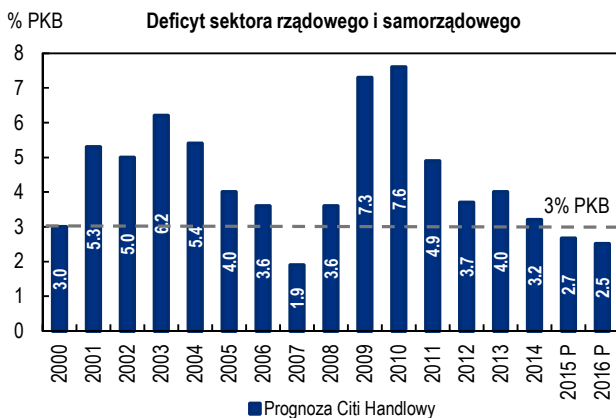
Inflacja w okolicach 2% byłaby wciąż niższa od celu Rady Polityki Pieniężnej (2,5%), jednak byłaby ona wystarczająco wysoka aby sprowadzić stopy realne poniżej zera. W przeszłości polskie władze monetarne przywiązywały dużą wagę do prowadzenia „konwencjonalnej” polityki pieniężnej rozumianej jako utrzymywanie realnej stopy procentowej powyżej zera. Co prawda ze względu na zmianę w składzie RPP, do której dojdzie w trakcie 2016 roku, nie wiadomo czy nowa RPP podtrzyma ten sposób działania, jednak spodziewamy się, że ujemne stopy realne wciąż mogą być dla nich bodźcem do zacieśnienia polityki pieniężnej. Z tego względu oczekujemy, że do pierwszej podwyżki stóp może dojść około września 2016 r., a w całym przyszłym roku stopy procentowe wzrosną łącznie o 0,5 punktu procentowego - do 2%.

Ograniczona przestrzeń do wydatków

Wbrew obawom pojawiającym się w niektórych komentarzach rynkowych, naszym zdaniem ryzyko znacznego wzrostu wydatków publicznych w krótkim horyzoncie jest niewielkie. Zapowiedzi poluzowania polityki fiskalnej, które pojawiają się w kampanii wyborczej, w rzeczywistości mogą być wprowadzane tylko w ograniczonej formie. Obowiązująca w Polsce reguła wydatkowa – której zniesienia na razie nikt poważnie nie postulował – ogranicza przyszłoroczny wzrost wydatków do około 2-3% w stosunku do tegorocznego poziomu. Jest to zbyt mało, aby pozwolić na istotne zmiany w polityce fiskalnej. Ponadto, warto podkreślić,

że nowa koalicja i rząd zapewne zostaną uformowane dopiero w listopadzie, co w praktyce oznacza, że będzie za późno na poważne zmiany w budżecie na 2016 rok. Biorąc to pod uwagę, zarówno w bieżącym jak i przyszłym roku oczekujemy deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB. O perspektywy fiskalne zaczęlibyśmy się bardziej martwić dopiero gdyby zwycięskie ugrupowania postanowiły zlikwidować reguły fiskalne, otwierając tym samym drogę do większych wydatków. Na razie nie widać jednak sygnałów zapowiadających taki scenariusz.

Wykres 13. Mimo cyklu wyborczego deficyt fiskalny najprawdopodobniej spadnie, a wzrost wydatków ograniczy reguła fiskalna Wykres 14. Oczekujemy stabilizacji długu publicznego



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Grecja decyduje czy pozostać w euro

W lipcu (5.07) odbędzie się referendum, w którym społeczeństwo greckie będzie mogło zdecydować, czy kolejne reformy proponowane przez wierzycieli mają być wprowadzane w życie. W praktyce głosowanie to może okazać się referendum w sprawie pozostania w strefie euro. W momencie gdy publikujemy ten raport sondaże pokazują, że większość Greków chce opowiedzieć się za wprowadzeniem wymaganych reform i cięć budżetowych. Gdyby te sondaże znalazły potwierdzenie w rzeczywistości, pozwoliłoby to na wznowienie negocjacji z wierzycielami i w praktyce zwiększyłoby szanse na pozostanie Grecji w strefie euro (jest to nasz podstawowy scenariusz). Ponieważ jednak głosowanie zostało rozpisane z zaledwie tygodniowym wyprzedzeniem, trudno w sposób jednoznaczny ocenić jaki będzie jego wynik.

Gdyby w referendum przeważały głosy na „nie”, szanse na porozumienie z wierzycielami byłyby bardzo małe. Gdyby dodatkowo Grecja nie spłaciła zadłużenia wobec EBC (płatności zaplanowane na 20 lipca oraz 20 sierpnia), sektor bankowy w Grecji praktycznie stałby się niewypłacalny. Nie posiadając finansowania w ramach nadzwyczajnej linii ELA, grecki rząd byłby zmuszony wprowadzić równoległą walutę, co mogłoby stać się pierwszym krokiem w kierunku wyjścia z unii walutowej. Z tego powodu naszym zdaniem wynik referendum „na Nie” znacznie zwiększyłby ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro.

Długoterminowy trend rentowności – w górę

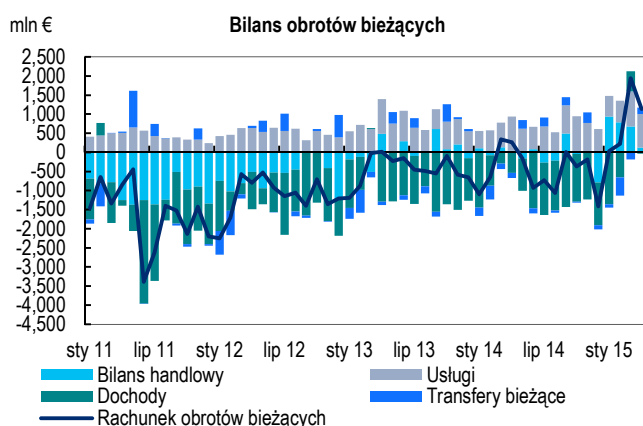
Rentowności polskich obligacji wyraźnie wzrosły w ciągu ostatnich miesięcy, częściowo na skutek wyprzedaży niemieckich obligacji (bundów). W rezultacie krzywa rentowności jest obecnie zdecydowanie bardziej stroma – w pewnym momencie rentowności obligacji 10-letnich były o ponad 140 pb wyższe od obligacji 2-letnich. Czynniki zewnętrzne będą miały istotny wpływ i w przypadku stabilizacji sytuacji w Grecji pewne odreagowanie i spadek rentowności wydają się możliwe w najbliższych miesiącach. Niemniej nie zmienia to naszego poglądu, że w średnim okresie rentowności będą podążać w górę, a długi koniec krzywej dochodowości może wzrosnąć w ciągu roku do około 4%.

Złoty odrobi straty po wyjaśnieniu sytuacji Grecji

Naszym zdaniem waluty regionu Europy Środkowej są bardziej podatne na ryzyko Grexit niż inne waluty rynków wschodzących, ale ta wrażliwość jest znacznie mniejsza niż na przykład w 2011 roku. Na korzyść złotego działa dużo silniejsza pozycja w bilansie płatniczym, fakt, że do kryzysu greckiego inwestorzy mogli się przygotować, a także (pośrednio) działanie EBC, który stabilizuje rynki europejskie.

Naszym zdaniem po uspokojeniu sytuacji w Grecji dojdzie do stopniowego odreagowania złotego wobec euro. Sądzymy, że przejściowo negatywny wpływ na złotego może mieć jeszcze podwyżka stóp procentowych w USA, do której może dojść - zdaniem ekonomistów Citi – we wrześniu. Jednak dobre dane z gospodarki oraz równowaga w rachunkach zewnętrznych (rekordowo niski deficyt obrotów bieżących) będą ograniczać skalę ewentualnej przeceny i będą wspierać złotego w kolejnych miesiącach.

Wykres 15. Bilans obrotów bieżących pogorszył się w maju, ale nadwyżka pozostała wysoka



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 16. Deficyt skumulowany za 12 miesięcy jest rekordowo niski



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014							2015						
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4.4	1.7	2.3	-1.9	4.2	1.6	0.3	8.4	1.6	5.0	8.7	2.4	2.8	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-1.7	-0.1	2.0	-8.5	16.5	3.5	-7.5	-2.3	-3.2	1.4	13.4	-7.9	-1.4	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5.7	2.1	3.3	-1.5	4.9	2.7	1.0	9.1	3.1	6.8	9.5	2.6	2.9	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	10.0	8.0	1.1	-3.6	5.6	-1.0	-1.6	5.0	1.3	-0.3	2.9	8.5	1.3	
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.8	1.2	2.1	1.7	1.6	2.3	-0.2	1.8	0.1	-1.3	3.0	-1.5	1.8	
Stopa bezrobocia (%)	12.5	12.0	11.8	11.7	11.5	11.3	11.4	11.5	12.0	12.0	11.7	11.2	12.0	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	0.2	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	
Inflacja (% m/m)	-0.1	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.0	-1.8	-2.1	-1.5	-1.6	-1.3	-1.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.5	-2.6	-2.2	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.2	-0.1	-0.1	0.3	0.0	-0.4	-0.5	-1.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.3	0.3	
Plące - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	4.8	3.5	3.5	3.5	3.4	3.8	2.7	3.7	3.6	3.2	4.9	3.7	3.2	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-161	-927	-729	-1,063	12	-371	-181	-1,414	37	225	1,938	1,138	-	
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.1	-1.2	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.2	-1.0	-0.6	-0.4	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-160	86	-270	-215	492	-43	10	-791	937	788	674	127	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12925	12901	13406	11626	14288	14943	13707	11708	13415	13732	15322	14485	-	
Eksport (% r/r)	10.4	5.7	6.4	-1.2	5.8	4.7	3.5	4.3	5.2	10.8	13.7	7.0	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	13085	12815	13676	11841	13796	14986	13697	12499	12478	12944	14648	14358	-	
Import (% r/r)	11.8	7.5	7.7	0.7	7.0	5.6	5.0	9.8	-1.3	3.8	9.8	9.4	-	
Strefa monetarna*														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5.2	5.2	6.0	7.4	7.9	7.7	8.4	8.2	8.6	8.7	8.9	7.2	7.6	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6.1	5.8	6.5	6.4	6.9	7.6	8.0	8.8	8.5	8.7	8.4	7.8	8.3	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4.5	5.4	6.3	9.3	10.6	8.9	10.4	9.4	10.1	9.7	11.3	9.2	9.3	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4.7	4.6	5.2	5.6	5.3	5.7	5.4	5.5	7.7	7.1	7.2	6.3	7.7	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.3	5.0	5.2	5.3	6.6	7.1	7.5	7.4	5.6	5.6	5.5	3.4	3.7	
Rynki finansowe														
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	
WIBOR 3M (średnio)	2.72	2.69	2.68	2.65	2.45	2.07	2.01	2.06	2.03	1.91	1.73	1.65	1.65	
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.72	2.68	2.67	2.59	2.28	1.96	2.06	2.06	2.00	1.81	1.65	1.65	1.65	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.40	2.32	2.30	2.25	1.99	1.68	1.75	1.80	1.61	1.64	1.55	1.66	1.69	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.71	2.51	2.49	2.19	2.00	1.75	1.73	1.77	1.56	1.61	1.60	1.77	1.79	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.30	3.02	2.94	2.56	2.38	2.01	1.98	2.15	1.68	1.89	1.94	2.23	2.46	
EUR/PLN (koniec okresu)	4.14	4.16	4.16	4.21	4.18	4.20	4.18	4.29	4.19	4.15	4.07	4.04	4.12	
USD/PLN (koniec okresu)	3.04	3.04	3.11	3.20	3.31	3.35	3.36	3.54	3.71	3.70	3.79	3.61	3.76	
EUR/USD (koniec okresu)	1.36	1.37	1.34	1.32	1.26	1.25	1.25	1.21	1.13	1.12	1.07	1.12	1.10	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	22.4	25.4	26.4	24.6	22.4	27.3	24.8	29.0	0.6	11.3	16.7	16.7	19.6	
Def. budżetowy kum. (% planu)	46.9%	53.4%	55.5%	51.9%	47.1%	57.4%	52.1%	61.0%	1.3%	24.6%	36.2%	36.2%	42.6%	

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	467	471
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,616	1,663	1,729	1,792	1,896
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,879	13,667	14,270	12,153	12,267
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.5	10.1	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.4	3.9	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	6.3	7.2
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	3.0	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.0	1.0	1.2	3.1	3.4	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	4.8	5.7	7.6	7.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	7.7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.8	1.9
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.7	1.9
Płace nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	4.0	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.73	2.48
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	3.40	4.15
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.02	3.92
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.84	4.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.14	4.05
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.11	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-7.9	-3.4	-6.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.4	-0.7	-1.4
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	-0.9	3.9	0.6
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.9	182.9	187.8
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.8	179.0	187.2
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	10.7	8.8	9.1
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-17.4	-15.8	-16.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-8.1	-10.0	-11.0
Rezerwy międzynarodowe	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Amortyzacja	46.9	44.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.6	-4.9	-3.7	-4.0	-3.2	-2.7	-2.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.9	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.9	48.9	48.8

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3.4	2.6	3.7	3.6	3.4	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	0.0	-0.6	1.9	2.5	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.4	-0.7	-1.4	-1.7	-2.0	-3.5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	2.00	1.50	2.00	3.50	3.50	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.52	4.02	3.92	3.63	3.34	3.10
USD/PLN (Średnia)	3.15	3.84	4.02	3.74	3.45	3.17
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.14	4.05	3.98	3.95	3.91
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.11	4.10	4.00	3.96	3.93

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.