

CitiMonthly

Grecja – Co dalej?

- W tym miesiącu przyglądamy się perspektywom porozumienia Grecji z tzw. Trojką.
- Najbliższe tygodnie będą przebiegać pod znakiem rozmów na temat trzeciego programu pomocowego, który może opiewać na ponad 80 mld €. Podpisanie tego porozumienia oddali na pewien czas ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro.
- Aby program okazał się skuteczny kraje strefy euro musiałyby się zgodzić na znaczną restrukturyzację zadłużenia Grecji, na co się jednak nie zanosí. Dostrzegamy więc ryzyko błędnego koła cięć budżetowych, po których następuje dalsze spowolnienie wzrostu i konieczność jeszcze głębszych cięć.
- Jeżeli nasze przypuszczenia się potwierdzą i restrukturyzacja zadłużenia będzie zbyt mała, temat Grexit może wkrótce powrócić i w ciągu 1-3 lat Grecja mogłaby ostatecznie wyjść z unii walutowej (jest to obecnie nasz podstawowy scenariusz).
- W polskiej gospodarce ostatni miesiąc nie przyniósł istotnych zmian. Wciąż wzrost PKB wydaje się utrzymywać na poziomie powyżej 3,5%, o czym świadczą choćby niezłe dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji.
- Gospodarka korzysta z wspierającej polityki gospodarczej. Stopy procentowe utrzymują się na rekordowo niskim poziomie, kurs złotego jest relatywnie słaby, a polityka kredytowa banków jest stopniowo rozluźniana. Dodatkowo kampania wyborcza zapowiada, że w najbliższych kwartałach wsparciem dla wzrostu może okazać się również polityka fiskalna (poprzez niższe podatki).
- Biorąc to wszystko pod uwagę wciąż oczekujemy, że wzrost gospodarczy w 2015 i prawdopodobnie 2016 r. okaże się silniejszy niż zakłada konsensus rynkowy, nawet pomimo rosnących zagrożeń związanych z sytuacją w Grecji.
- Inflacja wciąż utrzymuje się na bardzo niskim poziomie i choć w kolejnych miesiącach powinna kontynuować trend wzrostowy, naszym zdaniem CPI zbliży się do 2% dopiero w 2016 roku. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian i zacznie je podnosić około września 2016 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

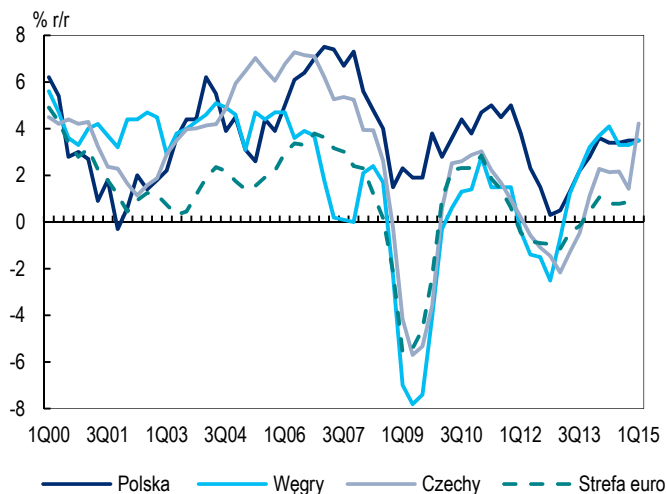
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

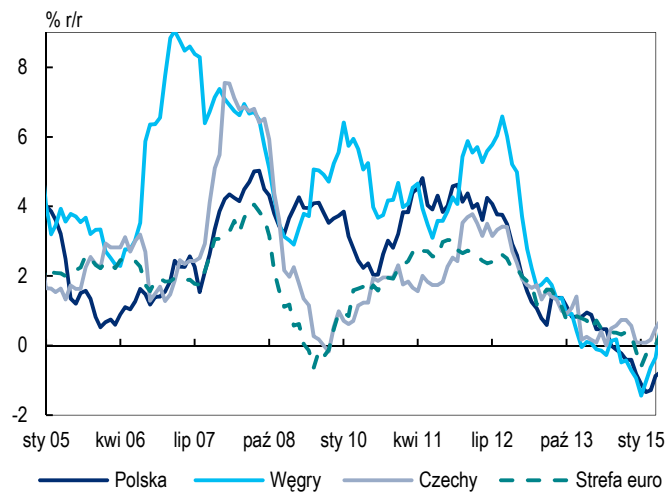
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



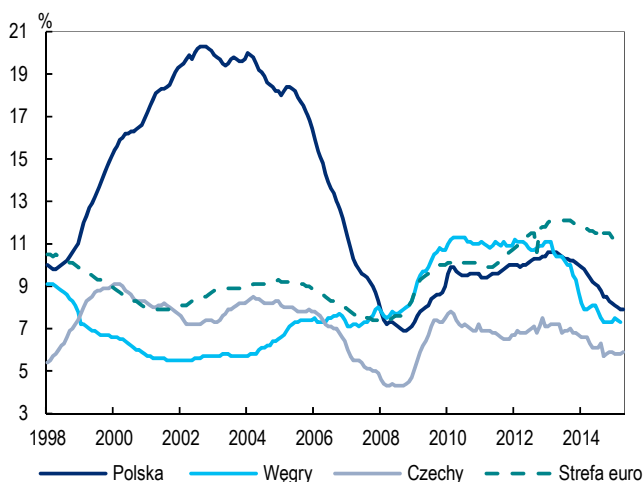
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



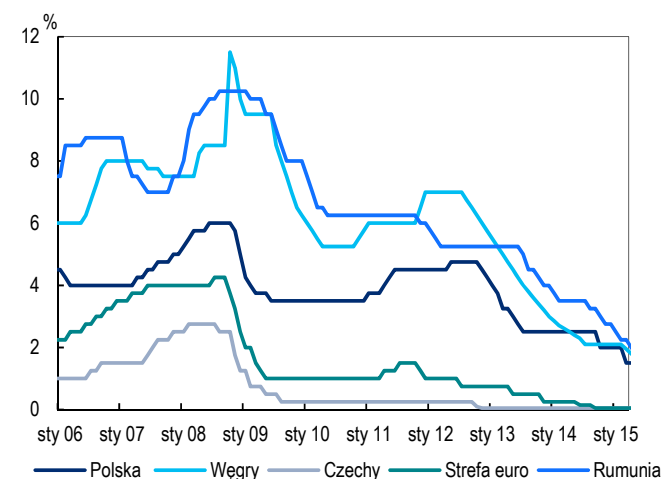
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	3,8	-2,5	75,0
Polska	-0,5	2,8	-2,8	50,9
Rumunia	1,1	3,6	-1,6	40,1
Kryterium konwergencji	1,0	4,4	-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.

Temat miesiąca

Grecja – co dalej?

- Grecja rozpoczyna rozmowy na temat nowego 2-3 letniego programu pomocowego na kwotę 82-86 mld €.
- Aby program okazał się skuteczny kraje strefy euro musiałyby się zgodzić na znaczną restrukturyzację zadłużenia Grecji. Na razie nie widać jednak poparcia dla tej idei.
- Jeżeli restrukturyzacja będzie zbyt mała, temat Grexit może wkrótce powrócić i w ciągu 1-3 lat Grecja mogłaby wyjść z unii walutowej. Negatywne konsekwencje tego wydarzenia powinny jednak zostać złagodzone przez aktywne działania Europejskiego Banku Centralnego.

Z punktu widzenia europejskiej gospodarki, w ciągu ostatniego miesiąca trudno o ważniejsze wydarzenie niż nasilenie się greckiego kryzysu. Decyzja greckiego rządu o zorganizowaniu referendum, w którym obywatele opowiedzieli się przeciw warunkom nałożonym przez instytucje unijne, omal nie doprowadziła do wyjścia Grecji ze strefy euro. Ostatecznie, po wyczerpujących negocjacjach, rząd grecki zaakceptował warunki Trojki i rozpoczął dyskusje na temat trzeciego pakietu pomocowego (82-86 mld €). Zostało to jednak okupione głębokim załamaniem aktywności gospodarczej w związku z wprowadzeniem ograniczeń w przepływie kapitału oraz limitami na wypłatę depozytów z banków. Kluczowe pytanie dotyczy jednak tego, jak dalek może rozwijać się sytuacja w Grecji.

Naszym zdaniem Grecja najprawdopodobniej zdecyduje się na skorzystanie z 2-3 letniego programu pomocowego Trojki. Dzięki temu ryzyko wyjścia ze strefy euro (tzw. Grexit) w najbliższych dwóch-trzech kwartałach będzie ograniczone. Sam pakiet pomocowy będzie jednak powtarzać błędy poprzednich programów przygotowanych przez Troikę, w tym niewystarczającą skalę restrukturyzacji zadłużenia. Komunikat po szczycie przywódców strefy euro pokazuje, że Grecja może zostać zobowiązana do quasi-automatycznych cięć fiskalnych w przypadku niezrealizowania zadanych celów budżetowych. Oznacza to, że w przypadku rozczarowujących wyników gospodarczych rząd grecki będzie zobowiązany do cięć wydatków lub podwyżek podatków, jeszcze bardziej wyhamowując wzrost, a co za tym idzie również dochody budżetowe. Negatywna spirala, która ujawniała się już w przeszłości (spowolnienie - słabsze dochody budżetowe - cięcia budżetowe - jeszcze słabszy wzrost - konieczność jeszcze głębszych cięć) ma szansę ujawnić się po raz kolejny. Aby oddalić ryzyko takiego błędnego koła, kraje strefy euro musiałyby zaakceptować sugestie Międzynarodowego Funduszu Walutowego i zgodzić się na znaczną restrukturyzację greckiego długu (przeprowadzoną jako umorzenie kilkudziesięciu procent długu lub przynajmniej odroczenie jego spłaty). Na razie jednak po stronie krajów strefy euro nie widać najmniejszych oznak gotowości do zaakceptowania tak znacznej redukcji długu.

W przypadku niewystarczającej restrukturyzacji zadłużenia Grecji ryzyko Grexit może się ponownie ujawnić za rok do trzech lat. Wyjście ze strefy euro wcale nie jest przesądzone, a jego uniknięcie byłoby łatwiejsze na przykład gdyby grecka gospodarka weszła na ścieżkę szybszego niż obecnie oczekujemy wzrostu PKB. Analitycy Citi odpowiedzialni za strefę euro uważają, że szanse zaistnienia aż tak korzystnego scenariusza są na tyle niewielkie, że Grexit (w horyzoncie 1-3 lat) należy traktować jako scenariusz podstawowy. Niemniej jeżeli do niego dojdzie, bezpośrednie konsekwencje dla wzrostu krajów strefy euro powinny być ograniczone choćby ze względu na bardzo aktywne wsparcie ze strony EBC (program QE). Biorąc to pod uwagę, koszt Grexit dla wzrostu strefy euro zapewne byłby ograniczony i wzrost w latach 2016-2017 byłby o zaledwie kilka dziesiątych punktu procentowego niższy niż w scenariuszu bez wyjścia Grecji z unii walutowej. Dużo istotniejsze konsekwencje może mieć fakt, że wyjście Grecji ze strefy euro potwierdziłoby tylko przekonanie wielu inwestorów o tym, że unia walutowa jest „odwracalna”. W rezultacie spekulacje na temat wyjścia innych krajów ze strefy euro mogłyby się pojawiać za każdym razem, gdy blok przechodziłby jakiś poważniejszy kryzys.

Gospodarka w skrócie

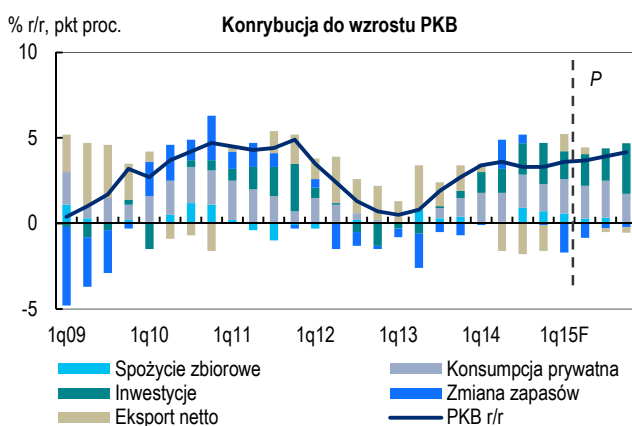
Sprzyjające *policy mix*

- Luźna polityka gospodarcza będzie sprzyjać silnemu wzrostowi PKB w najbliższych kwartałach.
- Oprócz niskich stóp procentowych oraz słabego złotego, również polityka fiskalna będzie dodawać do wzrostu popytu krajowego.
- Inflacja pozostanie na razie bardzo niska, ale w przyszłym roku powinna zbliżyć się do 2%. Dopiero pod koniec 2016 roku spodziewamy się pierwszych podwyżek stóp procentowych.

Mocne wsparcie dla wzrostu

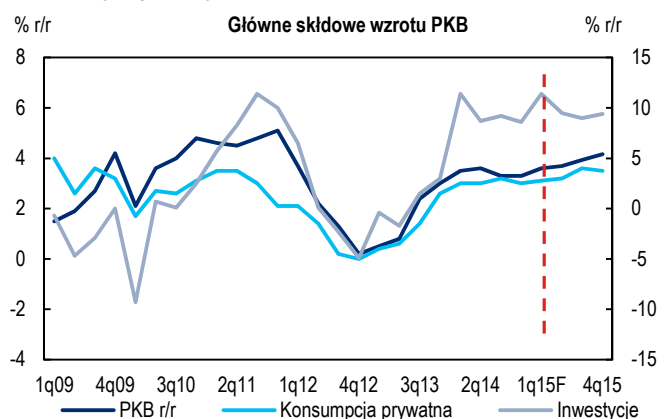
Polityka gospodarcza w najbliższym czasie powinna sprzyjać dalszemu szybkiemu wzrostowi PKB. Już obecnie stopy procentowe są na rekordowo niskim poziomie, a kurs złotego pozostaje słaby, sprzyjając eksporterom. Firmy ankietowane przez NBP wskazują, że próg opłacalności eksportu znajduje się w przypadku kursu EUR/PLN w okolicach 3,88, a więc ponad 20 groszy poniżej kursu rynkowego. Przy tak sprzyjającej polityce pieniężnej w naturalny sposób polska gospodarka jest w stanie utrzymywać wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna w czerwcu zaskoczyły pozytywnie, a nasze szacunki sugerują, że wzrost PKB w II kwartale wyniósł około 3,7% r/r (dane zostaną opublikowane w połowie sierpnia) i wciąż był napędzany inwestycjami oraz konsumpcją indywidualną.

Wykres 5. Głównym motorem wzrostu w pozostanie popyt krajowy



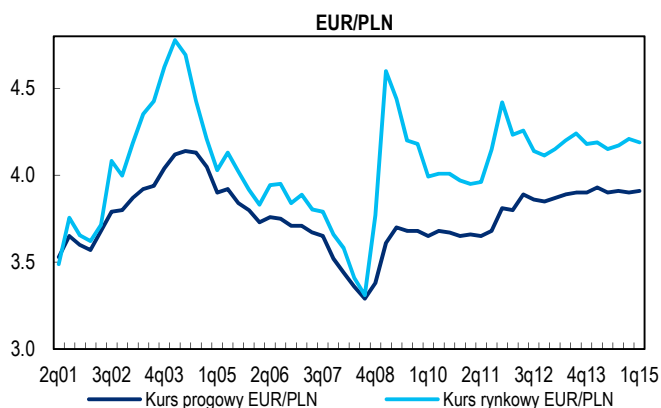
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. ... przy lekkim spowolnieniu inwestycji i przyspieszeniu konsumpcji prywatnej



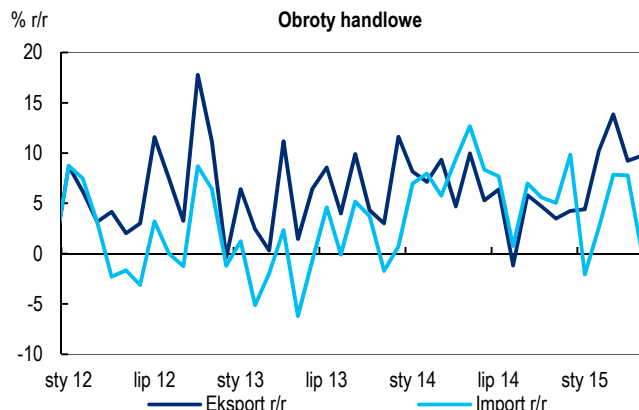
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 7. Kurs złotego zapewnia opłacalność eksporterom



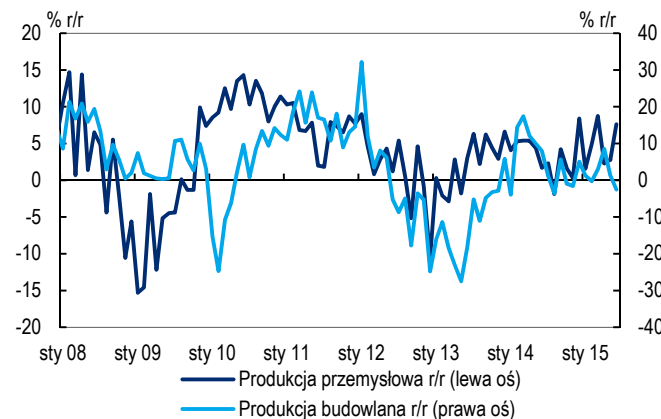
Źródło: prognozy przygotowane przez Citi Research.

Wykres 8. Spowolnienie importu za sprawą niższych cen ropy prowadzi do wysokiej nadwyżki handlowej



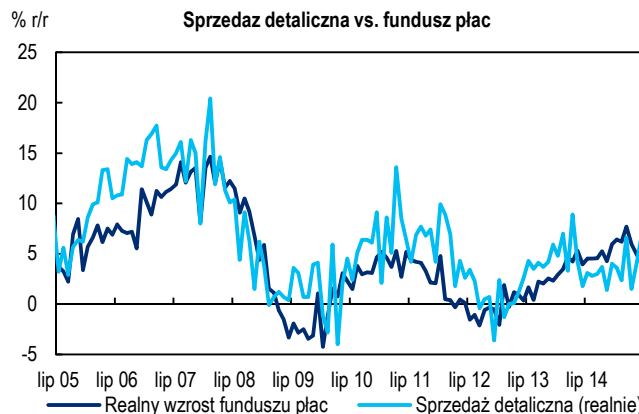
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 9. Wzrost produkcji przemysłowej utrzymuje się na umiarkowanym poziomie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

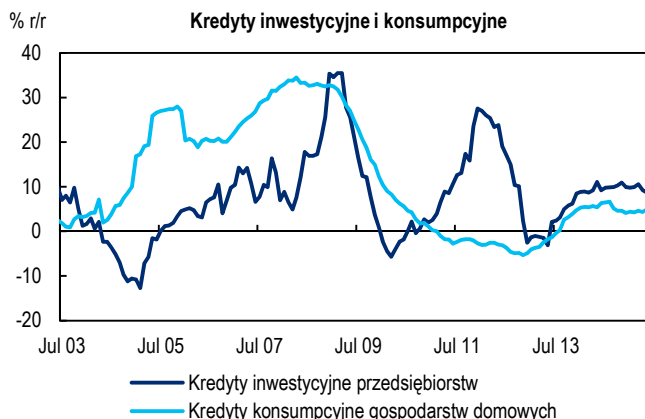
Wykres 10. Realna sprzedaż detaliczna odrogaowała w czerwcu mimo przejściowego naszym zdaniem spowolnienia funduszu płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy

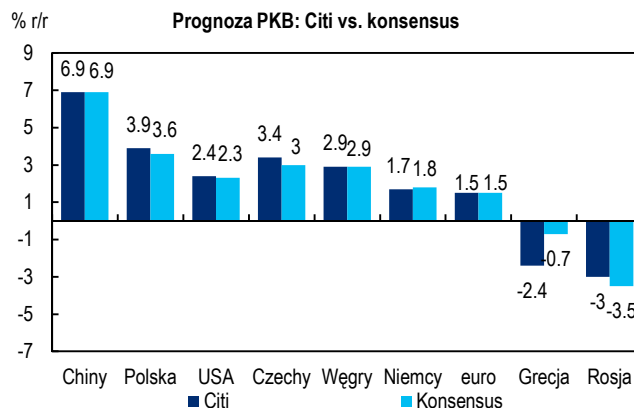
Wciąż podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą 3,9% wzrost w całym roku. Ankieta NBP przeprowadzona wśród banków sugeruje, że w najbliższym czasie polityka kredytowa może być w dalszym ciągu łagodzona. Do tego dochodzi możliwość lekkiego poluzowania polityki budżetowej (więcej poniżej). Chociaż naszym zdaniem rzeczywisty impuls fiskalny będzie mniejszy niż sugerują zapowiedzi oświadczeniowe, można przypuszczać, że rozluźnienie fiskalne doda do przyszłorocznego wzrostu PKB około 0,1-0,2 punktu procentowego. W rezultacie, przy tak sprzyjającej mieszance czynników krajowych, spodziewamy się, że nawet pomimo niepewności dotyczącej Grecji oraz Chin, wzrost w Polsce w latach 2015-2016 będzie się utrzymywał w przedziale 3,5-4,0%, prawdopodobnie bliżej jego górnej granicy. Co więcej, gdyby nie kryzys grecki, rozważalibyśmy nawet konieczność podniesienia naszej (i tak optymistycznej na tle konsensusu) prognozy PKB.

Wykres 11. Wzrost kredytów inwestycyjnych i konsumpcyjnych pozostaje stosunkowo wysoki.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Nasza prognoza wzrostu PKB 3,9% jest wciąż powyżej konsensusu, który wzrósł w ostatnich miesiącach

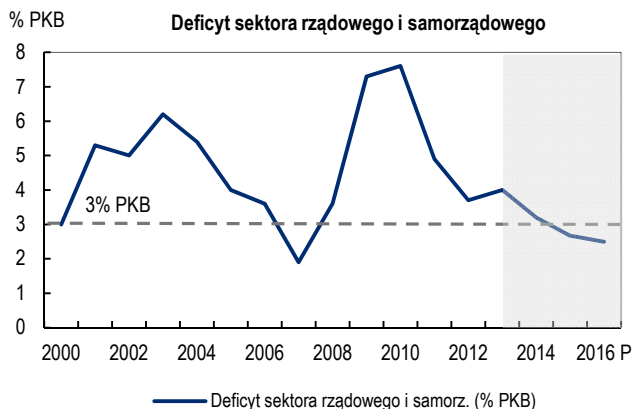


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Okres przedwyborczy w finansach publicznych

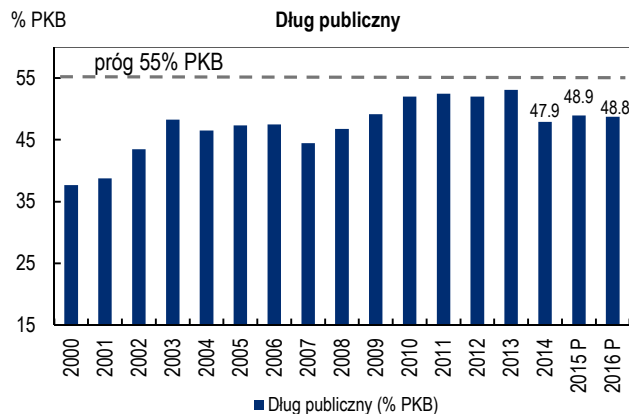
Polityka fiskalna powoli staje w centrum uwagi ze względu na zbliżające się wybory parlamentarne. Zarówno opozycja jak i partie rządzące zaprezentowały listę propozycji, spośród których część mogłaby być kosztowna dla budżetu. Największa partia opozycyjna (PiS), która obecnie prowadzi w sondażach wyborczych proponuje wprowadzenie obniżonego wieku emerytalnego, zwiększenie kwoty wolnej od podatku oraz wprowadzenie dodatków dla rodzin z dziećmi. Przedstawiciele partii oszacowali koszt tych propozycji na kwotę 39 mld zł (2,2% PKB) i chcą sfinansować je zwiększając ściągalskość podatków (52 mld zł) oraz wprowadzając dodatkowe podatki. W szczególności planowany podatek od aktywów sektora finansowego (stopa opodatkowania na poziomie 0,39%) ma przynieść ok. 5 mld zł, co stanowiłoby ok. 0,3% PKB. Planowany jest również podatek nałożony na sieci handlowe. Choć istnieje przestrzeń do zwiększenia ściągalskości podatków, w tym przede wszystkim VAT, założona kwota wydaje się ambitna i sądzimy, że wzrost dochodów z tego źródła byłby bardzo stopniowy i rozłożony w czasie. To oznacza, że jeśli zaproponowane rozwiązania zostaną wprowadzone po wyborach wówczas ich implementacja byłaby rozłożona na lata.

Wykres 13. Deficyt sektora rządowego i samorządowego będzie najprawdopodobniej się obniżał



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Dług publiczny pozostanie pod kontrolą



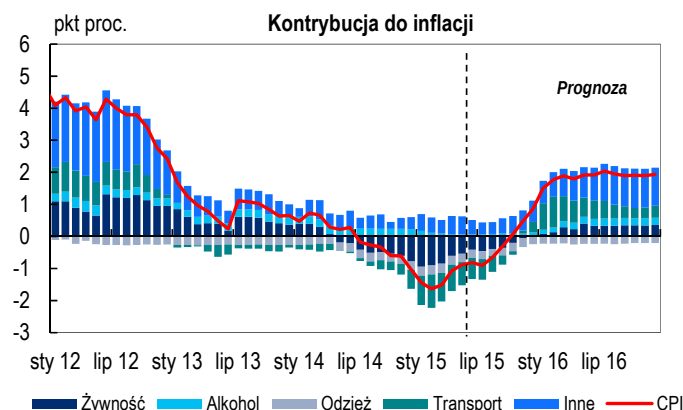
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Z kolei klub PO przedstawił ustawę, która ma na celu zaadresować kwestię kredytów walutowych. Zakłada ona, że kredyty o najwyższych LTV mogłyby zostać przewalutowane na złote po odpowiednim kursie historycznym, a zrealizowana w ten sposób strata byłaby rozłożona na bank oraz kredytobiorcę. Propozycje te mogłyby kosztować banki posiadające portfele kredytów frankowych ok. 9 mld zł, ale nie byłyby obciążeniem dla budżetu. Partia rządząca planuje także przedstawić w najbliższych tygodniach nowe zmiany dotyczące zarówno podatkowej, jak i wydatkowej strony budżetu. Mogą one obejmować między innymi wzrost kwoty wolnej od podatku dochodowego, obniżenie stawki VAT oraz redukcję CIT dla przedsiębiorstw zatrudniających pracowników na standardowe kontrakty. Koszt tych miar mógłby przekroczyć 10 mld zł. Naszym zdaniem przestrzeń do poluzowania polityki fiskalnej jest bardzo ograniczona i zakładamy, że nowy rząd będzie prowadził bardziej ostrożną politykę fiskalną niż wynikałoby to z zapowiedzi w trakcie kampanii wyborczej. Gdyby jednak wszystkie zmiany miały zostać wprowadzone w życie w najbliższym czasie, efektem byłby wzrost deficytu oraz dalsze wyraźne przyspieszenie PKB.

W przyszłym roku inflacja na poziomie 1,5-2,0%

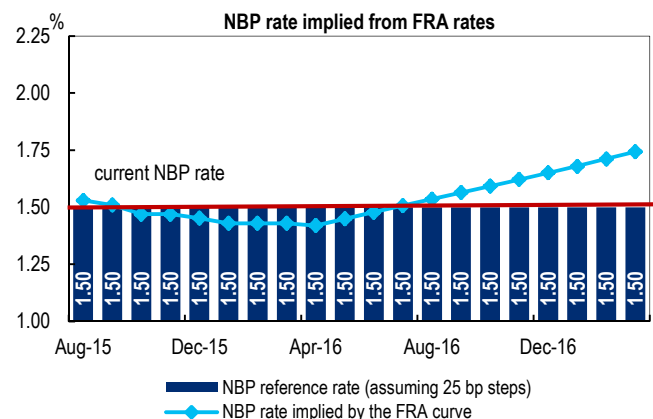
Przy szybko rosnącej gospodarce z czasem powinna zacząć rosnąć również inflacja. Dane o cenach konsumpcyjnych z ostatnich miesięcy wskazują na stopniowe wychodzenie z deflacji, jednak proces ten najprawdopodobniej będzie postępował stopniowo. W czerwcu wskaźnik CPI wyniósł bowiem -0,8%, a według naszych szacunków wzrośnie on powyżej zera dopiero około października. Na razie wzrosty inflacji będą przede wszystkim efektem wypadnięcia z indeksu CPI miesięcznych danych o spadkach cen żywności oraz paliw (tzw. efekty bazy). Niemniej wzrost gospodarczy zbliżony do 4% przekracza tempo wzrostu bezinflacyjnego (około 3%) i jeżeli różnice te będą się utrzymywać dłużej, inflacja bazowa powoli zacznie rosnąć. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że wskaźnik CPI w przyszłym roku zbliży się do 2% r/r.

Wykres 15. Oczekujemy dalszego stopniowego wzrostu inflacji do 1,9% średnio w 2016 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. Wciąż zakładamy dwie podwyżki stóp procentowych w II połowie 2016 r.



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Podwyżki stóp procentowych w II połowie 2016. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, wciąż sądzimy, że kolejną zmianą stóp procentowych będzie podwyżka. Wskazuje na to wysoka dynamika wzrostu gospodarczego oraz stopniowa poprawa na rynku pracy. Niemniej naszym zdaniem na tę podwyżkę będzie trzeba poczekać przynajmniej do września przyszłego roku. Szybsze zacieśnienie monetarne wydaje się mało prawdopodobne, szczególnie, że inflacja nawet nie zbliżyła się jeszcze do dolnej granicy celu inflacyjnego, nie mówiąc już o osiągnięciu samego celu. Zmiana składu RPP na początku 2016 roku również nie pomaga – nowi członkowie Rady po objęciu urzędu zapewne będą chcieli poczekać kilka miesięcy zanim zdecydują się na dostosowanie stóp procentowych. Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy, że do pierwszej podwyżki o 25 pb dojdzie około września 2016 roku, a kolejnej można spodziewać się około listopada lub grudnia tego samego roku.

Złoty może tracić w najbliższych miesiącach

Oczekujemy osłabienia złotego w perspektywie najbliższych miesięcy w związku ze spodziewanym rozpoczęciem podwyżek stóp przez Fed i zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi. Analitycy Citi spodziewają się podwyżki stóp procentowych przez Fed już we wrześniu. W środowisku rosnących stóp procentowych w USA waluty rynków wschodzących, w tym również złoty, mogą tracić na wartości na skutek dalszego odpływu kapitału. Jednocześnie w związku z tymi wydarzeniami pozytywny wpływ skupu aktywów przez EBC na złotego może być ograniczony. Jeżeli chodzi o czynniki krajowe, naszym zdaniem złoty może okresowo słabnąć w związku z utrzymującą się wyższą premią za ryzyko w okresie październikowych wyborów parlamentarnych. Niemniej wrażliwość złotego na szoki zewnętrzne i wahania nastrojów inwestorów portfelowych powinna być mniejsza niż w przeszłości dzięki poprawie salda na rachunku obrotów bieżących i utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. W związku z tym w dłuższej perspektywie oczekujemy stopniowego odreagowania złotego (tabela 4 i 5).

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014						2015						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1.7	2.3	-1.9	4.2	1.6	0.3	8.4	1.6	5.0	8.8	2.4	2.8	7.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-0.1	2.0	-8.5	16.5	3.5	-7.5	-2.3	-3.2	1.4	13.5	-7.9	-1.4	4.7
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2.1	3.3	-1.5	4.9	2.7	1.0	9.1	3.1	6.8	9.6	2.6	2.9	8.9
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	8.0	1.1	-3.6	5.6	-1.0	-1.6	5.0	1.3	-0.3	2.9	8.5	1.3	-2.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	1.2	2.1	1.7	1.6	2.3	-0.2	1.8	0.1	-1.3	3.0	-1.5	1.8	3.8
Stopa bezrobocia (%)	12.0	11.8	11.7	11.5	11.3	11.4	11.5	12.0	12.0	11.7	11.2	10.8	12.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	-0.8
Inflacja (% m/m)	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.8	-2.1	-1.5	-1.6	-1.3	-1.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.5	-2.7	-2.1	-1.6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.1	-0.1	0.3	0.0	-0.4	-0.5	-1.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.4	0.4
Place - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	3.5	3.5	3.5	3.4	3.8	2.7	3.7	3.6	3.2	4.9	3.7	3.2	2.5
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-827	-730	-1,063	14	-374	-24	-1,245	-60	-7	1,743	1,129	1,184	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.2	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.2	-1.0	-0.6	-0.4	-0.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-58	-270	-215	492	-42	10	-792	766	721	702	119	946	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12855	13406	11626	14288	14943	13707	11708	13282	13653	15322	14503	14131	-
Eksport (% r/r)	5.3	6.4	-1.2	5.8	4.7	3.5	4.3	4.4	10.2	13.9	6.7	3.7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12913	13676	11841	13796	14985	13697	12500	12516	12932	14620	14384	13185	-
Import (% r/r)	8.4	7.7	0.7	7.0	5.6	5.0	9.8	-2.1	2.6	7.8	10.1	5.1	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5.2	6.0	7.4	7.9	7.7	8.4	8.2	8.6	8.7	8.9	7.2	7.6	8.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	5.8	6.5	6.4	6.9	7.6	8.0	8.8	8.5	8.7	8.4	7.8	8.3	8.6
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.4	6.3	9.3	10.6	8.9	10.4	9.4	10.1	9.7	11.3	9.2	9.3	12.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4.6	5.2	5.6	5.3	5.7	5.4	5.5	7.7	7.1	7.2	6.3	7.7	7.9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.0	5.2	5.3	6.6	7.1	7.5	7.4	5.6	5.6	5.5	3.4	3.7	6.9
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	2.69	2.68	2.65	2.45	2.07	2.01	2.06	2.03	1.91	1.73	1.65	1.67	1.70
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.68	2.67	2.59	2.28	1.96	2.06	2.06	2.00	1.81	1.65	1.65	1.68	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.32	2.30	2.25	1.99	1.68	1.75	1.80	1.61	1.64	1.55	1.66	1.69	1.82
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.51	2.49	2.19	2.00	1.75	1.73	1.77	1.56	1.61	1.60	1.77	1.79	1.98
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.02	2.94	2.56	2.38	2.01	1.98	2.15	1.68	1.89	1.94	2.23	2.46	2.74
EUR/PLN (koniec okresu)	4.16	4.16	4.21	4.18	4.20	4.18	4.29	4.19	4.15	4.07	4.04	4.11	4.19
USD/PLN (koniec okresu)	3.04	3.11	3.20	3.31	3.35	3.36	3.54	3.71	3.70	3.79	3.61	3.74	3.76
EUR/USD (koniec okresu)	1.37	1.34	1.32	1.26	1.25	1.25	1.21	1.13	1.12	1.07	1.12	1.10	1.11
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	25.4	26.4	24.6	22.4	27.3	24.8	29.0	0.6	11.3	16.7	16.7	19.6	26.2
Def. budżetowy kum. (% planu)	53.4%	55.5%	51.9%	47.1%	57.4%	52.1%	61.0%	1.3%	24.6%	36.2%	36.2%	42.6%	57.0%

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	458	457
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,616	1,663	1,729	1,792	1,897
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,879	13,667	14,270	11,924	11,897
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	8.0
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	7.3
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	8.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.9	1.9
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.6	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	1.74	2.48
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	3.50	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.12	4.01
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.91	4.15
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.31	4.13
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.22	4.21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-6.9	-7.9	-3.4	-6.5
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	0.8	-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	10.5	10.7	8.8	9.1
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-17.7	-17.4	-15.8	-16.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-2.8	-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	3.9	3.7	3.5	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	4.12	4.01	3.66	3.37	3.12
USD/PLN (Średnia)	3.15	3.91	4.15	3.78	3.47	3.18
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.31	4.13	3.98	3.95	3.92
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.22	4.21	4.01	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.