31 maja 2012 □ 20 stron

CitiMonthly - Polska

W skrócie

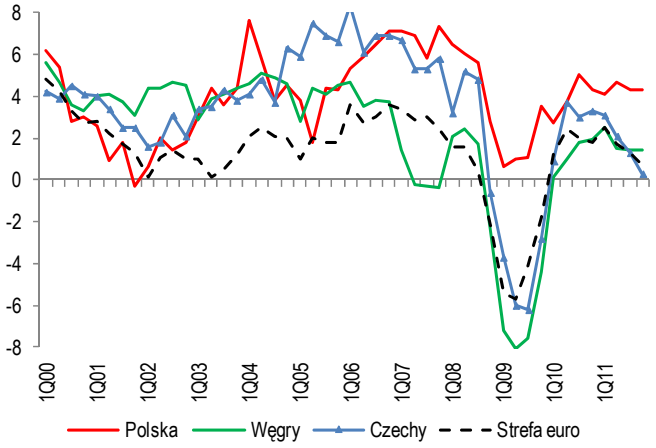
- W tym miesiącu głównym tematem naszego raportu jest ewentualne wyjście Grecji ze strefy euro oraz jego wpływ na Polskę.
- Wyjście Grecji ze strefy euro (tzw. *Grexit*) w ciągu najbliższych dwóch lat to naszym zdaniem obecnie najbardziej prawdopodobny scenariusz rozwoju sytuacji w UE.
- Naszym zdaniem główny kanał, którym tego typu szok może wpływać na Polskę jest związany z ryzykiem ucieczki części kapitału portfelowego, którego napływ w ciągu trzech lat sięgnął niemal 12 % PKB.
- Polskie władze posiadają narzędzia, które powinny pomóc złagodzić ewentualny szok. W scenariuszu *Grexit* polskie władze zapewne pozwoliłyby automatycznym stabilizatorom fiskalnym działać, NBP mógłby obniżyć stopy procentowe oraz interweniować na rynku FX. Naszym zdaniem jednak interwencje miałyby sens na późniejszym etapie, po odpłynięciu części kapitału i już po osłabieniu złotego.
- Krajowa polityka pieniężna wydaje się na razie niewzruszona w obliczu zagrożeń płynących ze strefy euro. Pomimo pojawiających się niepokojących informacji z polskiej i światowej gospodarki RPP podniosła stopy procentowe w maju o 25pb.
- Ostatnie komentarze RPP sugerują, że podwyżka ta może okazać się jednorazowym ruchem, a kolejne miesiące przyniosą stabilizację stóp. Spodziewamy się jednak, że Rada nie zrezygnuje łatwo z ostrzegawczej retoryki i jastrzębie komentarze mogą jeszcze okresowo wpływać na rynki.
- Większość dostępnych danych wskazuje na wyraźne spowolnienie aktywności w przemyśle oraz osłabienie konsumpcji. Naszym zdaniem trudno również dostrzec oznaki popytowej presji na wzrost cen.

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

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

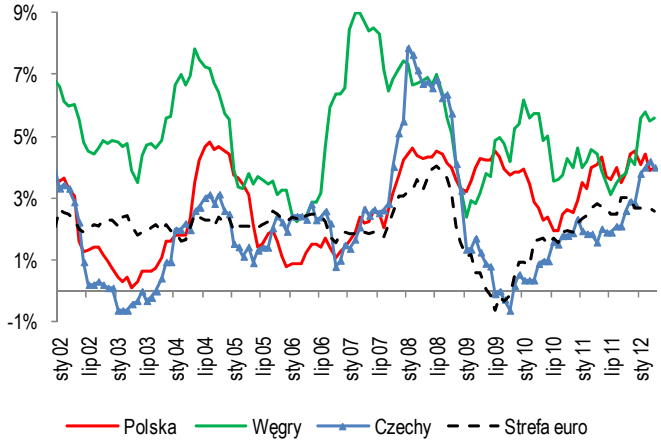
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



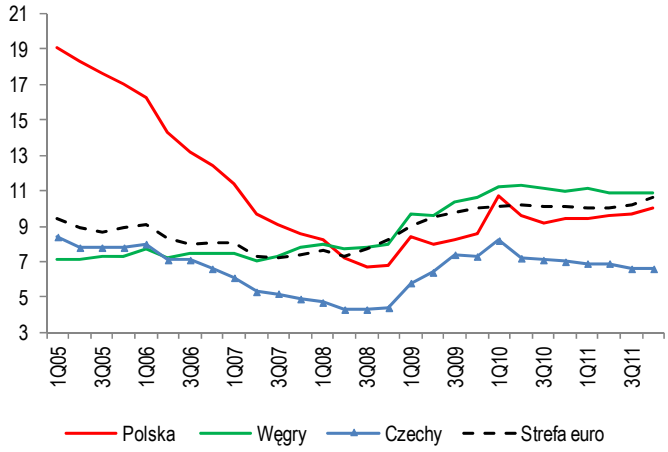
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



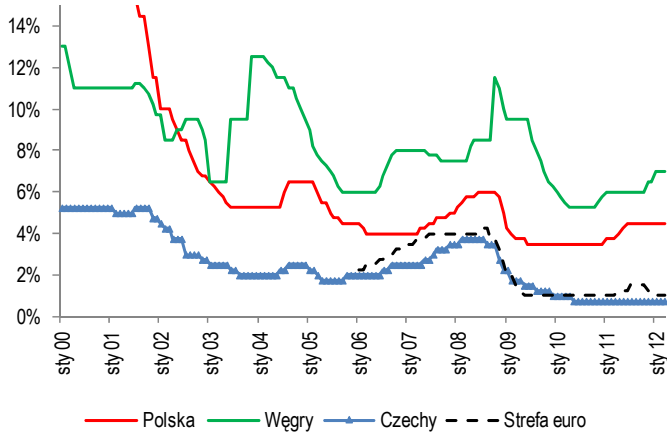
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	2.7	3.5	-2.9	43.9
Węgry	4.3	8.0	-2.5	78.5
Polska	4.0	5.8	-3.0	55.0
Rumunia	4.6	7.2	-2.8	34.6
Kryterium konwergencji	**3.1**	**7.6**	**-3.0**	**60.0**

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2012, przygotowane jesienią 2011.

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-95.

Temat Miesiąca

Grexit na horyzoncie

- Wyjście Grecji ze strefy euro (tzw. *Grexit*) w ciągu najbliższych dwóch lat to naszym zdaniem obecnie najbardziej prawdopodobny scenariusz rozwoju sytuacji w UE.
- Naszym zdaniem główny kanał, którym tego typu szok może wpływać na Polskę jest związany z ryzykiem ucieczki części kapitału portfelowego, którego napływ w ciągu trzech lat sięgnął niemal 12 % PKB.
- Polskie władze posiadają narzędzia, które powinny pomóc złagodzić ewentualny szok. W scenariuszu Grexit polskie władze zapewne pozwoliłyby automatycznym stabilizatorom fiskalnym działać, NBP mógłby obniżyć stopy procentowe oraz interweniować na rynku FX. Naszym zdaniem jednak interwencje miałyby sens na późniejszym etapie, po odpłynięciu części kapitału i już po osłabieniu złotego.

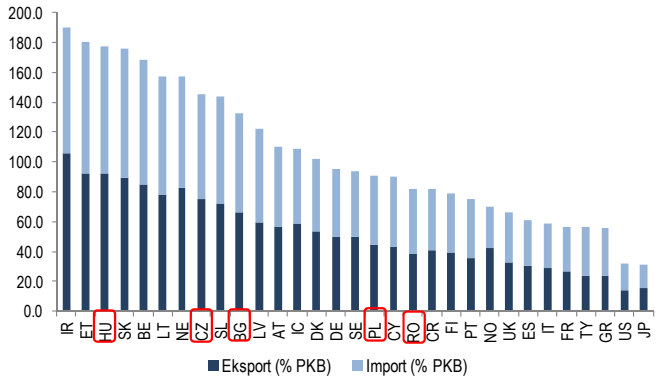
Stwierdzenie, że wybory parlamentarne w Grecji okazały się w maju najważniejszym wydarzeniem dla rynków finansowych nie jest chyba przesadą. Po ogłoszeniu ich wyników scenariusz częściowego rozpadu unii walutowej przestał być już bowiem traktowany jako nadmiernie pesymistyczny, lecz zaczął być uznawany jako bardzo realna możliwość. Obawy inwestorów wynikają z dwóch czynników. Po pierwsze, w wyborach wyjątkowo dobry wynik osiągnęły ugrupowania sprzeciwiające się programowi oszczędnościowemu rekomendowanemu prze MFW oraz Komisję Europejską. Po drugie, partie, które trafiły do parlamentu nie były w stanie utworzyć większościowej koalicji, co doprowadziło do rozpisania kolejnych wyborów na 17 czerwca 2012. Wynik powtórzonych wyborów wydaje się trudny do przewidzenia, jednak nawet jeżeli partie popierające pakiet MFW wyjdą z tego starcia zwycięsko, powstały rząd będzie zapewne zbyt słaby aby w sposób wiarygodny wprowadzać bolesne cięcia. Analitycy Citi zajmujący się strefą euro dotychczas przypisywali scenariuszowi wyjścia Grecji ze strefy euro prawdopodobieństwo 50%. Obecnie, biorąc pod uwagę dynamikę wydarzeń w Grecji oraz coraz bardziej widoczne pogodzenie się z takim scenariuszem liderów krajów strefy euro, wyjściu Grecji ze strefy euro w ciągu roku 1-2 lat można już przypisać prawdopodobieństwo 50-75%[1].

Ponieważ ryzyko częściowej dezintegracji strefy euro wydaje się wyższe niż wcześniej sądzono (i *nota bene* stało się ono naszym bazowym scenariuszem) warto zastanowić się, jaki mógłby być wpływ tego wydarzenia na Polskę i inne kraje naszego regionu. Na początek należy podkreślić, że opuszczenie strefy euro przez jakikolwiek kraj może być skompilowanym procesem, którego ostateczny wpływ na inne gospodarki byłby uzależniony między innymi od działań ze strony EBC, innych wiodących banków centralnych oraz działań podjętych przez liderów UE. Ponieważ czynniki polityczne są w takich sytuacjach praktycznie nieprzewidywalne, zamiast rozważać w sposób ilościowy konkretne scenariusze, naszym zdaniem warto spojrzeć na zagadnienie w sposób

[1] Por. raport Citi: *Global Economic Outlook and Strategy, 23 maja 2012.*

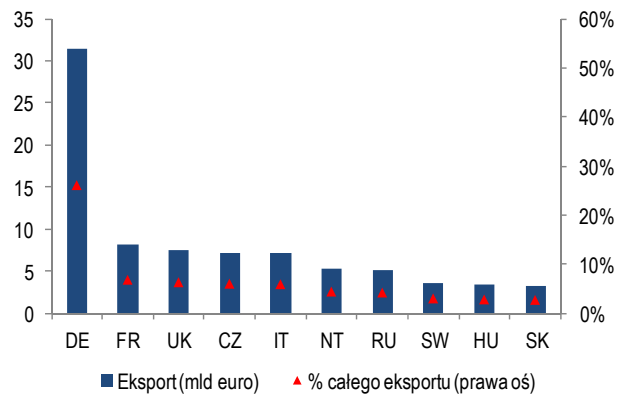
„jakościowy" i spróbować zidentyfikować potencjalne kanały przeniesienia szoków zewnętrznych na Europę Środkową (CEE).

Wykres 5. Polska gospodarka nie jest aż tak otwarta jak inne kraje CEE …



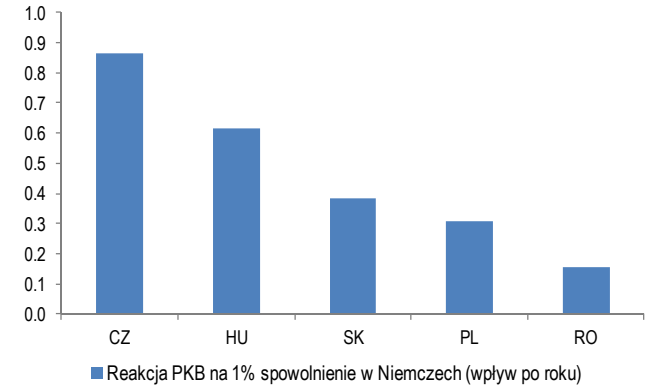
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 6. … a powiązania handlowe z Grecją i peryferiami strefy euro są słabe



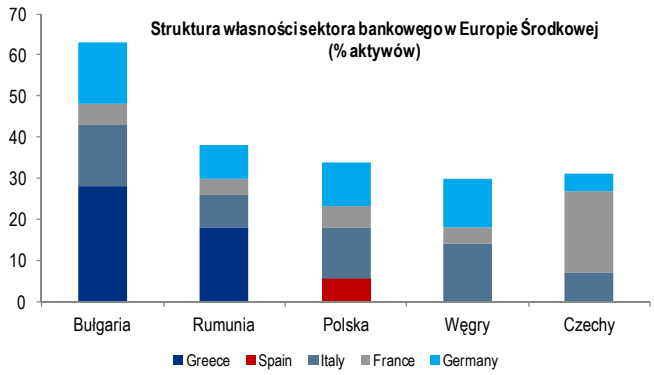
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 7. Nawet spowolnienie w Niemczech dotknęłoby Polskę mniej niż Czechy lub Węgry



Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Wykres 8. Greckie banki są obecne tylko w Rumunii oraz Bułgarii



Źródło: Krajowe banki centralne, KNF, CIRA.

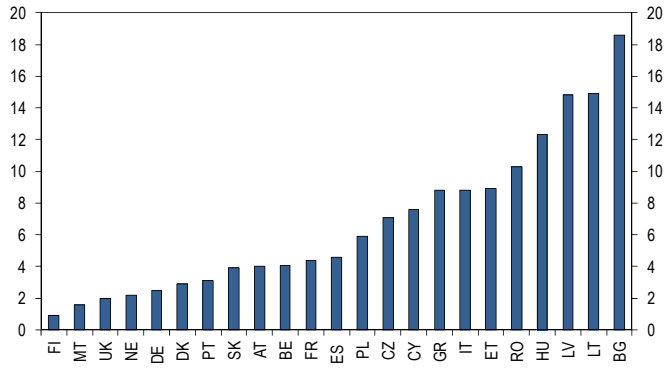
Powiązania handlowe i finansowe

Wiele spośród krajów CEE jest małymi otwartymi gospodarkami, przez co są one wrażliwe na szoki napływające z zewnątrz. Z punktu widzenia Polski dobrą wiadomością jest jednak to, że na tle innych krajów z regionu skala polskiej wymiany handlowej jest zdecydowanie mniejsza (wykres 5). Ponadto powiązania eksportowe z Grecją są bardzo słabe, a większego znaczenia nie ma również wymiana handlowa z krajami peryferyjnymi (Wykres 6). Oznacza to, że bezpośrednie przełożenie się recesji na południu strefy euro na sytuację w Polsce będzie ograniczone. Dopiero gdyby szok ten odbił się na wzroście w Niemczech, Polska mogłaby to poważniej odczuć, choć nawet w tym przypadku łatwo znaleźć wiele innych krajów, które mogłyby zostać dotknięte mocniej (wykres 7).

Wśród potencjalnych kanałów rozprzestrzeniania się szoków ze strefy euro często wymienia się systemy finansowe/bankowe w Europie Środkowej, w których znaczna część aktywów znajduje się w rękach instytucji zachodnioeuropejskich. Niemniej również w tym przypadku Polska wydaje się zdecydowanie bezpieczniejsza, podczas gdy największe zagrożenia dotyczą między innymi Węgier, Rumunii oraz Bułgarii (8-12). Po pierwsze

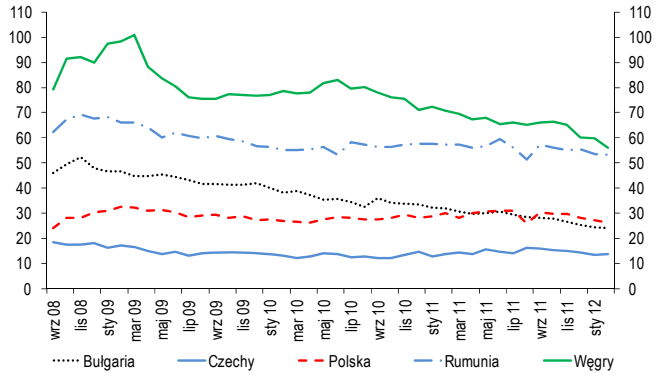
struktura własności instytucji finansowych wydaje się bezpieczniejsza niż w Rumunii lub Bułgarii, ze względu na praktycznie nieobecność greckich instytucji. Jednocześnie na tle węgierskich instytucji polskie banki wydają się zdecydowanie mniej uzależnione od finansowania zagranicznego. Na niższym poziomie kształtują się również wskaźniki kredytów zagrożonych, a dotychczas dostępne dane nie pokazały oznak „delewarowania" w Polsce.

Wykres 9. Udział kredytów zagrożonych w portfelach banków



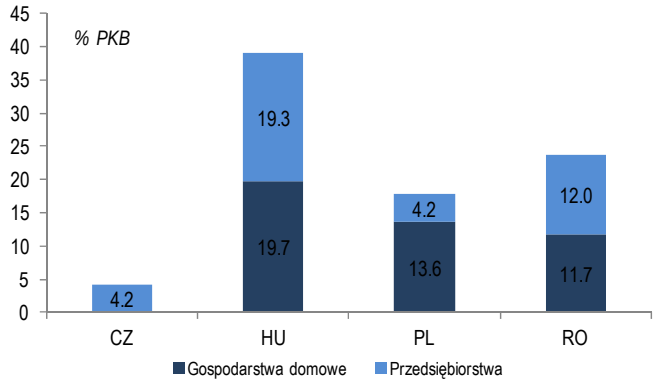
Źródło: ECB, dane na czerwiec 2011.

Wykres 10. Relacja zagranicznego finansowania banków do depozytów



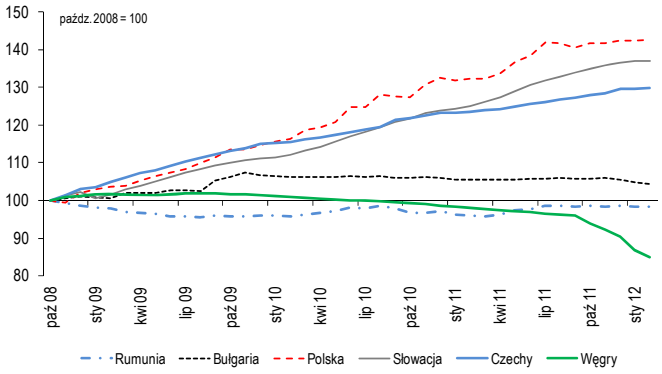
Źródło: NBH, ECB.

Wykres 11. Kredyty walutowe w CEE



Źródło: Krajowe banki centralne, CIRA.

Wykres 12. Kredyty dla gospodarstw domowych



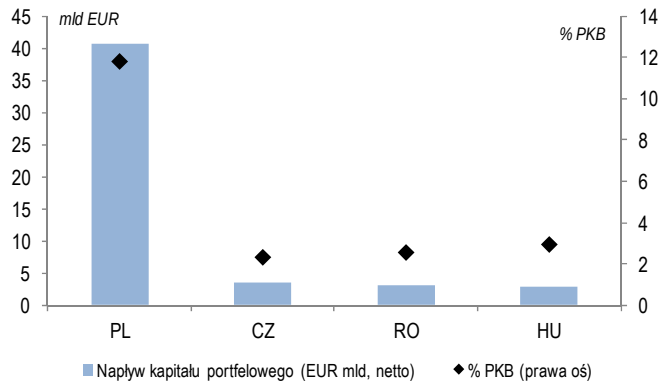
Źródło: Krajowe banki centralne, ECB.

Nadmiar kapitału (portfelowego) źródłem problemu

Naszym zdaniem potencjalne zagrożenia dla Polski nie wynikają z powiązań handlowych lub sytuacji sektora finansowego w Polsce, lecz raczej z poważnego zagrożenia odpływem zagranicznego kapitału z kraju. Dzięki relatywnie wysokiemu tempu wzrostu gospodarczego oraz stabilnej sytuacji politycznej Polska odnotowała znaczny napływ kapitału krótkoterminowego, który w okresie 2009-2011 sięgnął niemal 12% PKB. Dla porównania, napływ do pozostałych krajów regionu był przeciętnie ponad czterokrotnie mniejszy. W rezultacie zagraniczni inwestorzy posiadają obecnie znaczne pozycje w polskich aktywach, których większość najprawdopodobniej nie jest zabezpieczona z tytułu ryzyka walutowego. Ponieważ przeciętny kurs przy którym odnotowano napływy to – według naszych szacunków – około 4,05 EUR/PLN, niedawne osłabienie

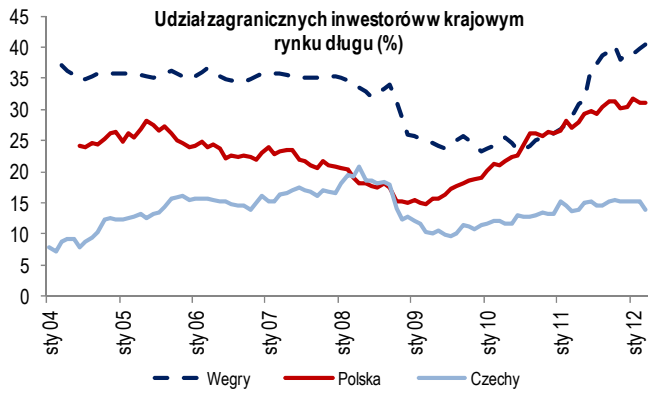
złotego i jednoczesny wzrost zagrożenia wyjściem Grecji ze strefy euro tworzą niebezpieczną mieszankę, która może doprowadzić do likwidacji pozycji przez część zagranicznych inwestorów. Ryzyko odpływu kapitału z Polski (oraz innych krajów wschodzących) zwiększa również fakt, że spadek wycen jednostek w największych funduszach globalnych sięga poziomów, które w przeszłości prowadziły do większej skali umorzeń przez klientów funduszy.

Wykres 13. Napływ kapitału portfelowego na polski rynek długu ('09-'11) był zdecydowanie wyższy niż w CEE…



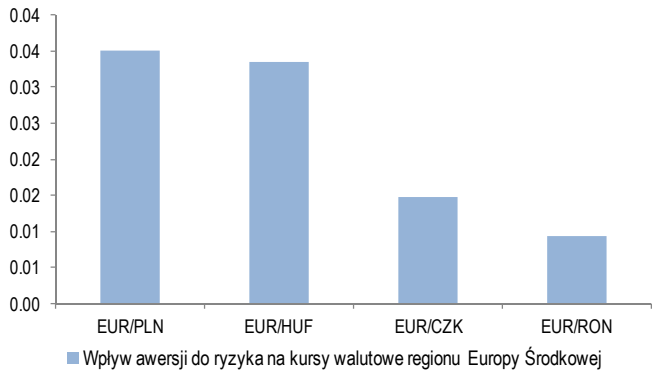
Źródło: Krajowe banki centralne, Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 14. … dzięki czemu zagraniczni inwestorzy mają znaczące pozycje na krajowym rynku



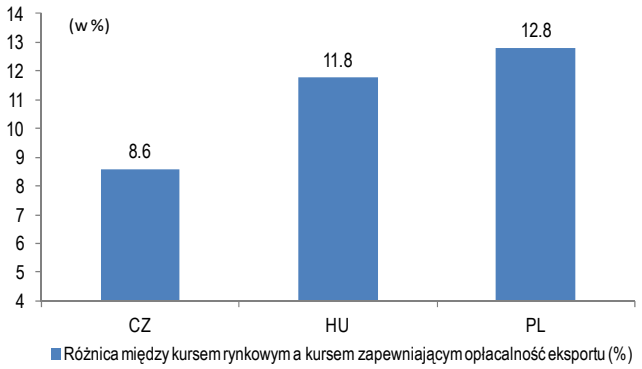
Źródło: Krajowe banki centralne oraz ministerstwa finansów, CIRA.

Wykres 15. Złoty silnie reaguje na zmiany awersji do ryzyka, pomimo relatywnie silnych fundamentów



Uwaga: Wykres pokazuje oszacowane parametry regresji stóp zwrotu FX względem indeksu awersji do ryzyka GRAMI. Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Wykres 16. Słaby złoty zapewnia również opłacalność eksportu



Uwaga: Wykres pokazuje różnicę między kursem rynkowym wobec euro (30 maja 2012), a kursem zapewniającym eksporterom opłacalność. Źródło: Ankieta Citi wśród eksporterów CEE.

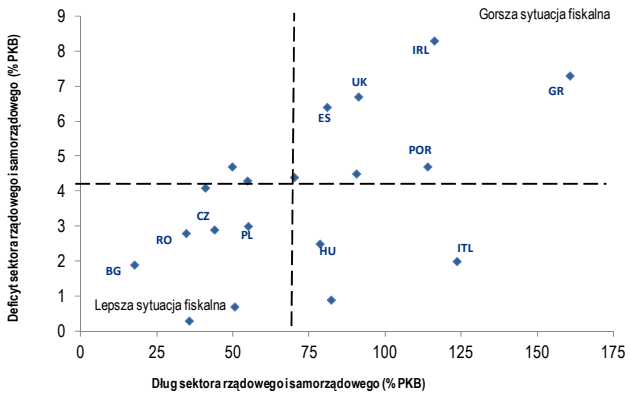
Odpływowi kapitału z Polski najprawdopodobniej towarzyszyłoby osłabienie złotego, zapewne w większej skali niż w przypadku innych walut regionu. Po pierwsze, ze względu na rozmiar rynku PLN jest często wykorzystywany przez inwestorów do zabezpieczania pozycji w innych walutach lub po prostu do „wyrażania" swoich opinii odnośnie regionu CEE. Nasze szacunki potwierdzają również, że w porównaniu z innymi krajami złoty reaguje wyjątkowo silnie na zmiany awersji do ryzyka (Wykres 15), co wydaje się niespójne z relatywnie silniejszymi fundamentami. Po drugie, w ostatnich kwartałach napływ kapitału portfelowego odgrywał bardzo istotną rolę w finansowaniu deficytu w rachunku bieżącym. Gdyby napływ zamienił się w odpływ, trudno byłoby liczyć, że luka ta zostanie zapełniona przez dodatkowe inwestycje bezpośrednie lub znaczny wzrost finansowania przez zagraniczne instytucje finansowe. Oznacza to, że w scenariuszu *Grexit* złoty mógłby

znaleźć się pod silną presją. Spodziewamy się jednak, że tego typu presja deprecjacyjna okazałaby się przejściowa i po ucieczce najbardziej nerwowych (lub zmuszonych do tego przez umorzenia) inwestorów, sytuacja na rynku uległaby wyraźnemu uspokojeniu.

Odpowiedź polityki gospodarczej

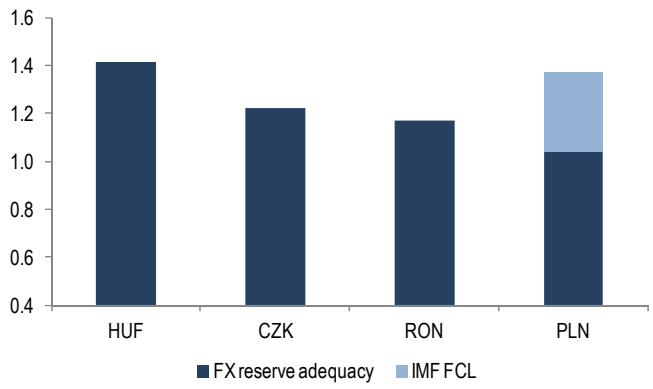
Jaka mogłaby być odpowiedź polityki gospodarczej na takie zawirowania? Rozwiązania, które się nasuwają dotyczą interwencji walutowych, zmian stóp procentowych oraz ewentualnego rozluźnienia polityki fiskalnej. Naszym zdaniem w pierwszym etapie odpływu kapitału portfelowego interwencje walutowe NBP nie miałyby większego sensu i w praktyce stanowiłyby stratę i tak ograniczonych rezerw walutowych (wykres 18). W pierwszej fali polskie aktywa sprzedawaliby bowiem inwestorzy zmuszeni przez sytuację rynkową do likwidacji pozycji i dlatego obecność banku centralnego na rynku nie powstrzymałaby ich od tego ruchu. Interwencje pozwoliłyby inwestorom wyłącznie zredukować pozycję po bardziej korzystnym kursie. Naszym zdaniem rozsądnym rozwiązaniem byłoby pozwolenie na odpływ części kapitału podtrzymując jednak praktykę interwencji werbalnych. Do rzeczywistych interwencji walutowych mogłoby dojść dopiero po odpływie części kapitału i po znaczącym osłabieniu złotego, gdyż w naszej ocenie dopiero wówczas interwencja mogłaby pomóc odwrócić trendy na rynku walutowym.

Wykres 17. Kraje CEE (poza Węgrami) mają przestrzeń aby pozwolić automatycznym stabilizatorom działać



Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej (Maj 2012), Citi Handlowy".

Wykres 18. Poziom rezerw walutowych w CEE w porównaniu z deficytem w rachunku bieżącym i krótkoterminowym długiem zagranicznym



Uwaga: Wykres pokazuje relację rezerw walutowych do deficytu w rachunku bieżącym oraz długu krótkoterminowego. Dla Polski pokazano również wpływ FCL z MFW. Źródło: Krajowe banki centralne, CIRA.

W przypadku wyjścia Grecji ze strefy euro Polska (podobnie jak i reszta UE) stanęłaby w obliczu ryzyka dalszego pogorszenia aktywności gospodarczej. W takiej sytuacji władze monetarne prawdopodobnie obniżyłyby stopy procentowe, podobnie jak zrobiła to Rada w obliczu kryzysu po upadku banku Lehman Brothers. Co prawda najbardziej „jastrzębia" część przedstawicieli władz monetarnych mogłaby rozważać podwyżkę w celu powstrzymania deprecjacji złotego, jednak naszym zdaniem taki wniosek zapewne nie uzyskałby większości głosów. Tym bardziej, że podwyżka mogłaby tylko pogłębić skalę spowolnienia w kraju, co przyćmiłoby ewentualne korzyści wynikające ze stabilizacji kursu złotego. Za obniżkami w kraju w przemawiałoby również to, że w sytuacji kryzysowej stopy procentowe najprawdopodobniej spadłyby również w strefie euro.

Naszym zdaniem polityka fiskalna mogłaby zostać wykorzystana do złagodzenia wpływu zewnętrznych szoków. Dzięki stopniowemu zacieśnieniu fiskalnemu w ciągu ostatniego roku wzrost długu publicznego został spowolniony, dzięki czemu powstała przestrzeń do ewentualnego złagodzenia fiskalnego (Wykres 17). Jeszcze niedawno (1-2 lata temu) taka możliwość nie istniałaby, gdyż dług publiczny niebezpiecznie oscylował w pobliżu 55% PKB. Tym razem rząd byłby w stanie pozwolić na zadziałanie tzw. automatycznych stabilizatorów i zwiększenie deficytu, choć jednocześnie uważamy, że przestrzeń w polityce fiskalnej jest wciąż zbyt mała aby rząd mógł zdecydować się na zdecydowane zwiększenie wydatków dyskrecjonalnych.

Wszystkie te działania (którym mogłoby towarzyszyć również dostarczanie płynności walutowej do sektora finansowego, o ile taka konieczność zaistniałaby) powinny wystarczyć aby złagodzić szok rynkowy i ekonomiczny związany z ewentualnym wyjściem Grecji ze strefy euro. Najprawdopodobniej nie wystarczyłoby to aby uniknąć spowolnienia gospodarczego i pogorszenia sytuacji na rynku pracy, jednak naszym zdaniem Polska i tak wciąż radziłaby sobie zdecydowanie lepiej niż większość krajów UE.

Gospodarka w skrócie

Stopy w górę, gospodarka w dół

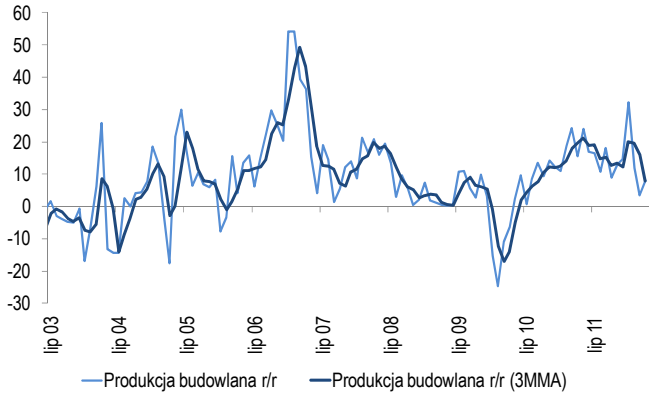
- Pomimo napływających niepokojących informacji z polskiej i światowej gospodarki RPP podniosła stopy procentowe w maju o 25pb.
- Ostatnie komentarze RPP sugerują, że podwyżka ta może okazać się jednorazowym ruchem, a kolejne miesiące przyniosą stabilizację stóp. Spodziewamy się jednak, że Rada nie zrezygnuje łatwo z ostrzegawczej retoryki i jastrzębie komentarze mogą jeszcze okresowo wpływać na rynki.
- Większość dostępnych danych wskazuje na wyraźne spowolnienie aktywności w przemyśle oraz osłabienie konsumpcji. Naszym zdaniem trudno również dostrzec oznaki popytowej presji na wzrost cen.

Słabszy wzrost i pogorszenie na rynku pracy

Maj był kolejnym miesiącem, który przyniósł oznaki wyraźnego spowolnienia w polskiej gospodarce. Opublikowane dane o produkcji pokazały wzrost w przemyśle na poziomie 2,9% r/r w kwietniu, wobec 0,7% w marcu. Choć oznaczało to przyspieszenie dynamiki produkcji, taki wynik był słabszy niż można było oczekiwać na podstawie samych różnic w długości czasu pracy w kwietniu. Wyraźne osłabienie jest widoczne szczególnie w porównaniu z tendencjami obserwowanymi na przełomie roku kiedy wzrosty produkcji oscylowały w pobliżu 8-9% r/r.

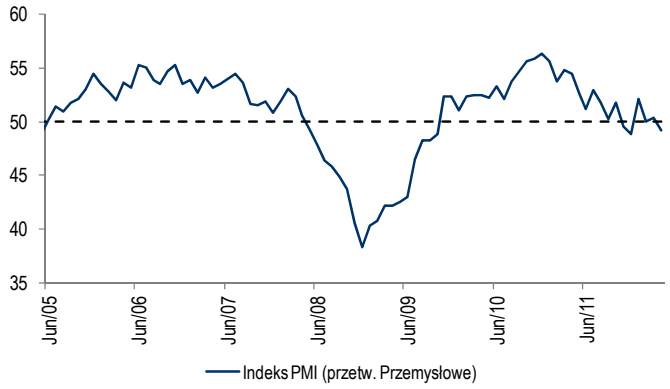
Biorąc pod uwagę wciąż słabe wyniki sektorów nastawionych na eksport niskie tempo wzrostu produkcji może wynikać ze spowolnienia gospodarczego w strefie euro oraz stosunkowo mocnego złotego w pierwszych miesiącach tego roku. Ostatnio obserwowane osłabienie złotego powinno nieznacznie wesprzeć eksport oraz produkcję w kolejnych miesiącach, dzięki czemu aktywność w sektorze przemysłowym może być większa niż wcześniej oczekiwano. Jednak dane GUS potwierdzają, że gospodarka wyhamowuje a przy perspektywach spadku inwestycji w II połowie roku wzrost PKB najprawdopodobniej spowolni poniżej tempa potencjalnego.

Wykres 19. Produkcja przemysłowa oraz budowlana



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

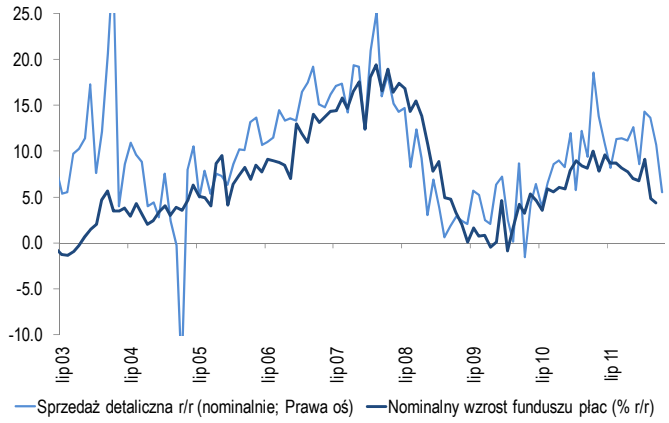
Wykres 20. Indeks PMI dla Polski



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

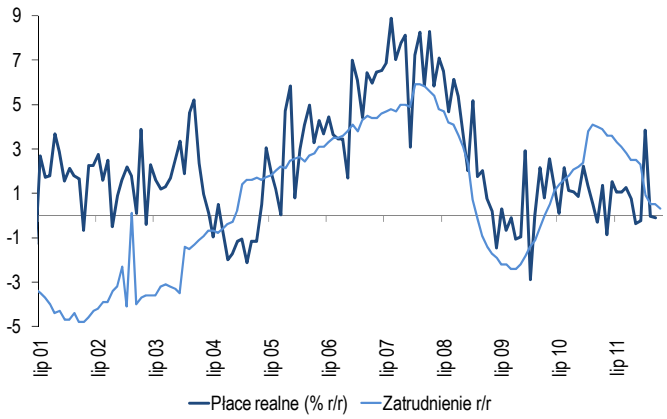
Tezę o spowolnieniu polskiej gospodarki potwierdzają od dłuższego czasu dane z rynku pracy. W kwietniu przeciętne wynagrodzenie w przedsiębiorstwach wzrosło o zaledwie 3,4% r/r, wobec oczekiwań rynkowych na poziomie około 4%. Jednocześnie zatrudnienie było o zaledwie 0,3% wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku i jednocześnie było o 0,1% niższe niż miesiąc wcześniej. Kwietniowe dane z rynku pracy pokazały również pierwszy od ponad dwóch lat spadek realnego funduszu płac, co prawdopodobnie będzie dodatkowo przyczyniać się do osłabienia popytu konsumpcyjnego. O ile w ubiegłym roku gospodarstwa domowe w obliczu pogorszenia sytuacji na rynku pracy wykorzystywały swoje oszczędności do finansowania konsumpcji, w tym roku proces ten będzie miał mniejsze znaczenie, gdyż stopa oszczędności i tak osiągnęła już historycznie bardzo niski poziom. Dlatego oczekujemy, że możliwość dalszego finansowania konsumpcji poprzez korzystanie z oszczędności będzie mniejsza, odbijając się na dynamice wydatków gospodarstw domowych.

Wykres 21. Sprzedaż detaliczna oraz fundusz płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 22. Płace realne oraz zatrudnienie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

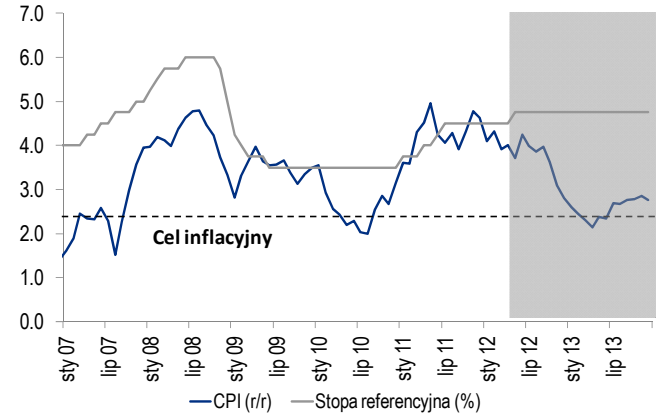
CPI wzrośnie powyżej 4% w okresie Euro 2012

Słabość rynku pracy powinna pomóc w dłuższym horyzoncie ograniczyć inflację. Kwietniowa inflacja wzrosła do 4% r/r (z 3,9% w marcu), głównie za sprawą podwyżek cen odzieży i obuwia oraz nośników energii. Biorąc pod uwagę perspektywę podwyżek cen żywności oraz usług hotelarsko restauracyjnych podczas mistrzostw w piłce nożnej, zarówno nasze prognozy jak i przewidywania innych ośrodków wskazują na możliwość wzrostu indeksu CPI w czerwcu. W tym momencie trudno ocenić jak istotny będzie wpływ tego czynnika, ale spodziewamy się dodatkowego wzrostu inflacji o około 0,3-0,4 punktu procentowego, który zostanie w pełni odwrócony w ciągu kolejnych dwóch miesięcy. Naszym zdaniem ryzyko utrwalenia się podwyżek związanych z Euro 2012 jest niewielkie, gdyż droższe usługi hotelowe lub turystyczne nie spotkałyby się z wystarczającym popytem po zakończeniu mistrzostw w piłce nożnej.

Podtrzymujemy również naszą opinię (sygnalizowaną wielokrotnie w poprzednich miesiącach), że obecna sytuacja na rynku pracy nie powinna pozwolić na pojawienie się poważnej presji popytowej. Wątpimy również w argumenty wysuwane przez niektórych członków RPP, którzy obawiają się, że nawet w sytuacji słabej sytuacji na rynku pracy firmy mogą zgodzić się na podwyżki płac jeżeli oczekiwania inflacyjne utrzymają się na wysokim

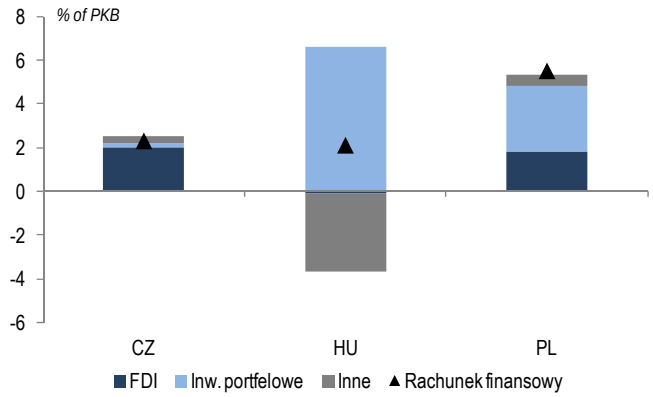
poziomie. Sądzimy raczej, że firmy będą starały się ograniczyć skalę wzrostu kosztów pracy, tak aby zrekompensować w ten sposób wzrosty kosztów w innych kategoriach (przede wszystkim ceny energii oraz paliw).

Wykres 23. Prognoza inflacji



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 24. Rachunek finansowy (2011)



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Podsumowując, oczekujemy, że po niewielkim spadku w maju, inflacja w czerwcu ponownie wzrośnie powyżej 4%. Wzrost ten będzie jednak przejściowy i spodziewamy się, że pod koniec roku wskaźnik CPI będzie oscylował w okolicy 3%, a na początku przyszłego roku osiągnie poziom celu inflacyjnego RPP (tj. 2,5%). Zagrożeniem dla naszego scenariusza pozostaje możliwość dalszego osłabienia złotego, jednak jego wpływ powinien być w dużym stopniu niwelowany przez oczekiwane przez nas spadki cen surowców, w tym również ropy naftowej.

Poprawa w bilansie płatniczym

Marzec przyniósł pozytywna niespodziankę w postaci danych o deficycie obrotów bieżących. Choć nasza prognoza należała do najbardziej optymistycznych na rynku, deficyt obniżył się więcej niż oczekiwaliśmy i wyniósł 228 mln € w marcu, wobec 1516 mln € w lutym. Tak wyraźny spadek wynikał z poprawy na rachunku transferów za sprawą napływu środków unijnych oraz zaskakująco głębokiego spadku deficytu handlowego (do 0,4 mld € z ok. 0,8 mld €). Tempo wzrostu eksportu wyhamowało znacznie mniej niż oczekiwaliśmy (do 5,9% r/r z 6,9% r/r) mimo bardzo słabych danych o produkcji za marzec. Jednocześnie tempo wzrostu importu obniżyło się do 3,3% r/r z 6,9% r/r.

Skumulowany za 12 miesięcy deficyt obrotów bieżących obniżył się w marcu do 4,3% PKB z 4,5% PKB w lutym. Sądzimy, że spowolnienie gospodarcze w strefie euro oraz osłabienie złotego poprawią bilans handlowy, a wypłaty dywidend będą mniejsze niż w ubiegłym roku. Te czynniki będą działać w kierunku obniżenia deficytu do nieco poniżej 4 % PKB w 2012 roku.

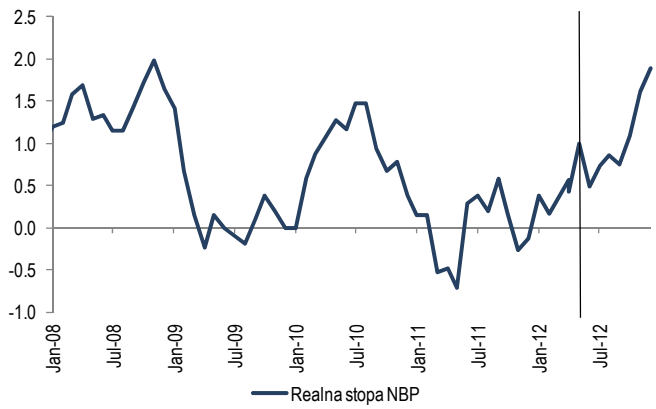
Po stronie finansowania deficytu sytuacja wygląda bardziej niepokojąco. Mimo że deficyt okazał się niższy od prognoz to pokrycie deficytu obrotów bieżących napływem kapitału długoterminowego utrzymało się na niskim poziomie, 22% w przypadku samych bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz 72% w przypadku FDI oraz środków z UE, co jest blisko najniższych poziomów od maja 2009 r.

Naszym zdaniem taka sytuacja zwiększa wrażliwość złotego na wahania apetytu na ryzyko oraz zmiany nastrojów inwestorów portfelowych. Biorąc pod uwagę, że w sytuacji podwyższonej niepewności trudno spodziewać się większego napływu FDI, ewentualna redukcja pozycji przez inwestorów portfelowych mogłaby doprowadzić do znacznych wahań kursu złotego.

A jednak stopy w górę…

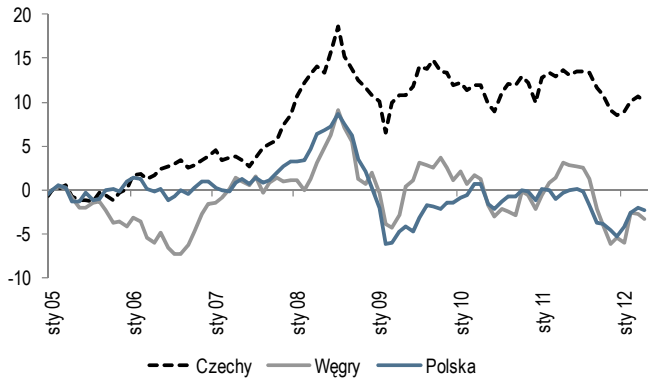
Z punktu widzenia rynków finansowych najważniejszym wydarzeniem w kraju była decyzja Rady Polityki Pieniężnej o podwyżce stóp procentowych. W jej wyniku stopa referencyjna wzrosła o 25 pb do poziomu 4,75%, prowadząc jednocześnie do stopniowego wzrostu stawek WIBOR. Komunikat oraz wypowiedzi członków RPP uzasadniały decyzję mniejszą niż wcześniej oczekiwano skalą spowolnienia w polskiej gospodarce oraz wysoką inflacją, która mogłaby doprowadzić do utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie. Naszym zdaniem argumenty te trudno uznać za przekonujące w sytuacji gdy większość publikowanych danych wskazuje na wyraźne spowolnienie w Polsce, Chinach oraz strefie euro, a ceny surowców odnotowują głębokie spadki. Decyzja ta pokazuje jednak, że RPP zupełnie inaczej ocenia perspektywy polskiej gospodarki niż uczestnicy rynków finansowych.

Wykres 25. Realna stopa procentowa



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy. Uwaga: Prognoza przy założeniu niezmienionej nominalnej stopy referencyjnej NBP na poziomie 4,75%.

Wykres 26. Indeksy MCI w regionie



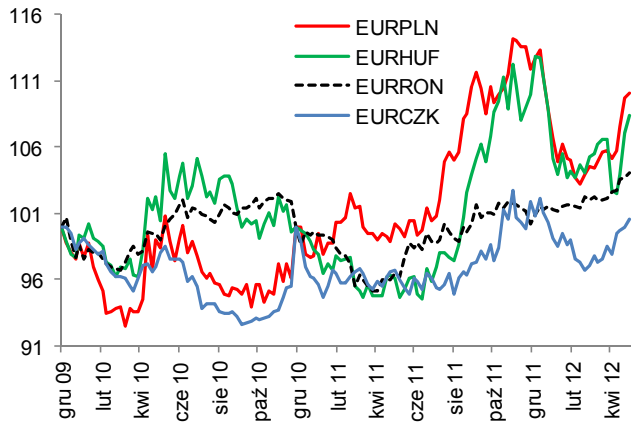
Źródło: Banki centralne w krajach CEE, Citi Handlowy.

Komunikat RPP, a w szczególności wypowiedzi prezesa Belki podczas majowej konferencji RPP sugerują, że większość w Radzie nie widzi na razie potrzeby dalszego zacieśnienia monetarnego. Wskazują na to również wypowiedzi poszczególnych członków Rady, w tym A. Kaźmierczaka oraz J. Hausnera, którzy wcześniej głośno zapowiadali gotowość do zacieśnienia monetarnego. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że w czerwcu stopy procentowe pozostaną bez zmian, choć komunikat Rady podtrzyma „jastrzębią nutę" (możliwe, że bardziej jastrzębią niż oczekuje rynek). Ryzyko podwyżki wzrośnie zapewne w lipcu, gdy Rada otrzyma wynik najnowszej projekcji inflacyjnej. Gdyby projekcja pokazała, że okres pozostawania inflacji ponad celem przedłuża się, mogłoby to skłonić Radę do ponownego „dostosowania" stóp procentowych.

Niemniej jak sygnalizowaliśmy to w poprzednich miesiącach, w naszej ocenie podwyżki stóp procentowych nie są obecnie potrzebne. Ewentualne utrzymywanie się inflacji ponad celem jest i będzie związane z czynnikami pozostającymi poza kontrolą RPP. Jednocześnie możliwość przenoszenia się oczekiwań inflacyjnych na żądania płacowe będzie ograniczane przez perspektywę spowolnienia gospodarczego oraz wysokie bezrobocie. Ponadto, naszym zdaniem podwyżka stóp w lipcu wiązałaby się z pewnymi zagrożeniami dla RPP. Po pierwsze na lipcowym posiedzeniu nie będzie jeszcze znany odczyt czerwcowej inflacji, a więc trudno będzie ocenić wpływ Euro 2012 na CPI. Na wyniki te RPP powinna poczekać przynajmniej do wrześniowego posiedzenia, gdyż dopiero wówczas znane będą dane o lipcowej inflacji, pokazujące czy podwyżki w miastach organizujących Euro 2012 okazały się przejściowe, czy też trwałe. Po drugie, wątpimy czy na początku lipca będzie można ocenić rzeczywistą skalę spowolnienia w pierwszej połowie roku. Po trzecie, spodziewamy się, że dostępne wówczas dane będą pokazywały dalsze pogorszenie perspektyw gospodarki strefy euro.

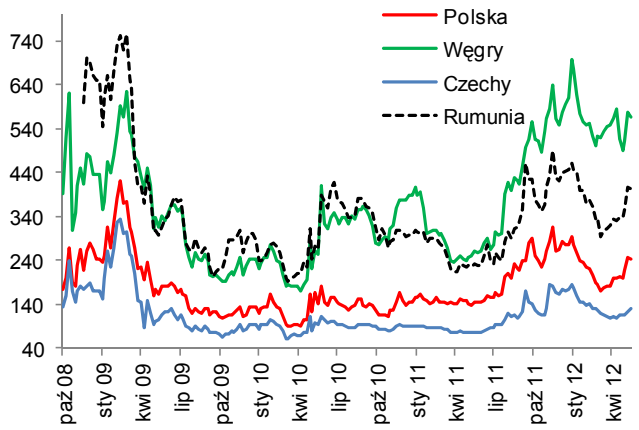
Biorąc to wszystko pod uwagę w naszym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca roku. Ponieważ jednak RPP nie czuje się komfortowo w sytuacji, gdy rynek wciąż oczekuje obniżek stóp w 2013 roku, spodziewamy się w najbliższych tygodniach relatywnie jastrzębich komentarzy. Dlatego naszym zdaniem – choć obniżki w 2013 roku są prawdopodobne (i rzeczywiście ich oczekujemy) – zanim do nich dojdzie zapewne krzywa FRA oraz IRS mogą zostać „popchnięte” do góry przez antyinflacyjną retorykę RPP.

Wykres 27. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



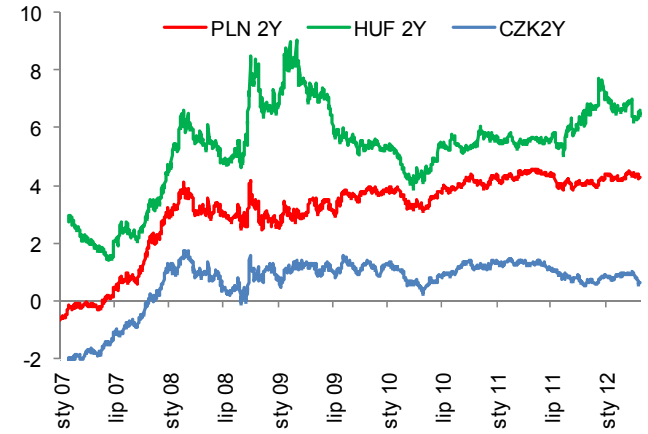
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 28. Stawki CDS (5-letnie)



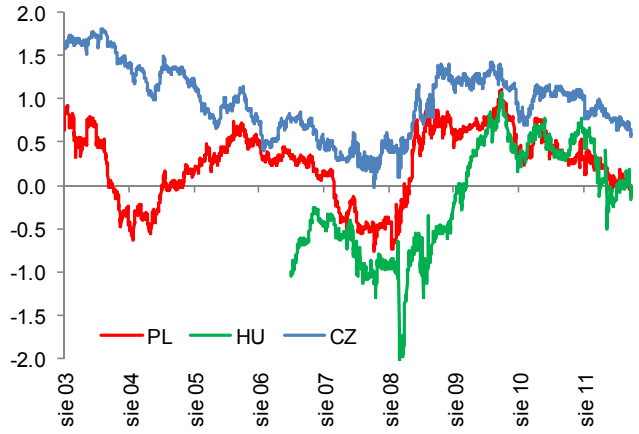
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 29. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



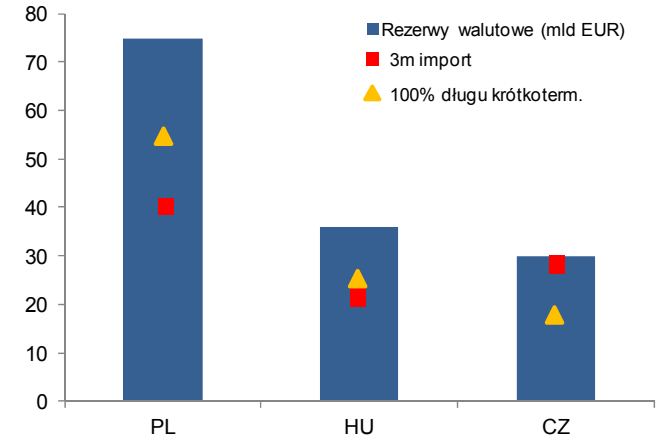
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 30. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



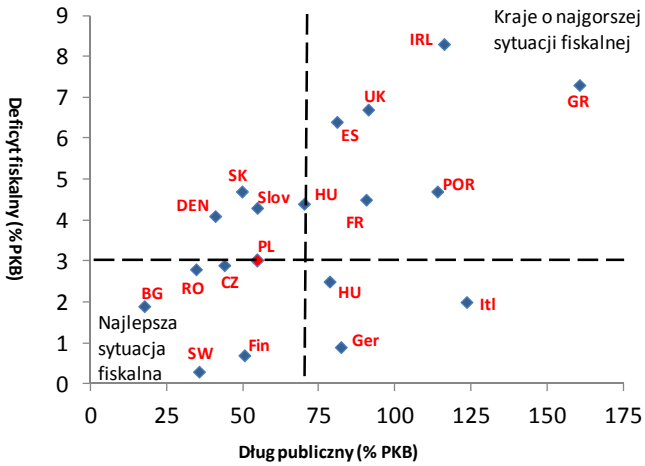
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 31. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 32. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)

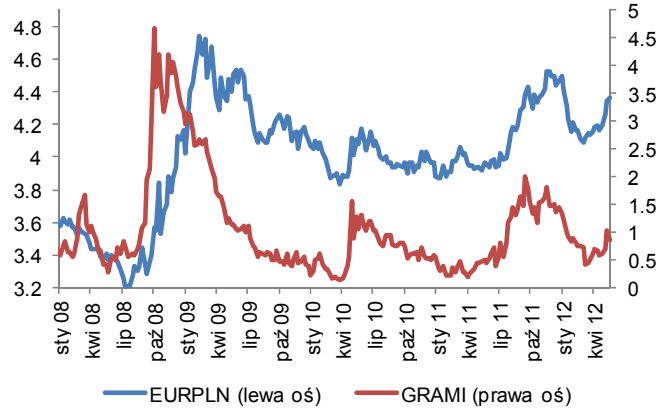


Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

EUR/PLN pod presją

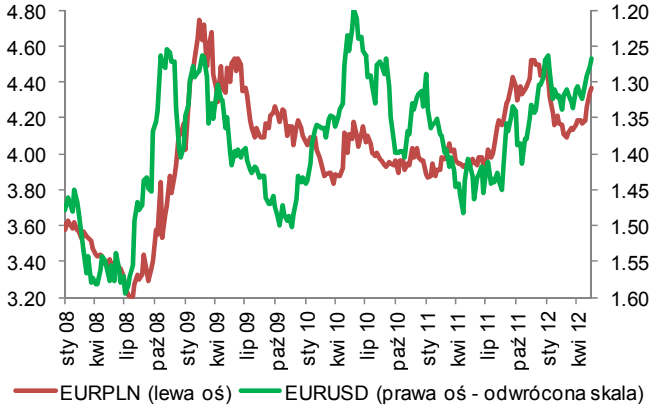
Po okresie bardzo stopniowego osłabienia złotego od połowy marca do końca kwietnia, maj przyniósł wyraźny wzrost zmienności kursu złotego. Wzrost zmienności był związany ze wzrostem awersji do ryzyka na rynkach międzynarodowych, który zbiegł się w wynikiem wyborów prezydenckich we Francji oraz wyborów parlamentarnych w Grecji. Choć zwycięstwo F. Hollande'a było częściowo zdyskontowane przez rynek to jednak wynik wyborów miał negatywny wpływ na apetyt na ryzyko. Jednak negatywny wpływ na nastroje wyborów w Grecji był większy, gdyż zwycięskim partiom nie udało się stworzyć rządu, a wyraźnie wzrosło poparcie dla partii sprzeciwiających się wymogom MFW oraz Komisji Europejskiej wynikających z programów pomocowych. Tym samym w ostatnich tygodniach wyraźnie wzrosło prawdopodobieństwo wyjścia Grecji ze strefy euro (do 50-75%). To negatywnie wpłynęło na euro, które traciło na wartości wobec dolara, a kurs EUR/USD spadł na koniec maja do 1,2360. Dodatkowo negatywnie na apetyt na ryzyko oddziaływały słabsze od oczekiwań dane z USA, które zwiększyły obawy o wzrost gospodarczy. Choć jastrzębia retoryka RPP w poprzednich kilku tygodniach wspierała złotego to wobec skokowego wzrostu awersji do ryzyka podwyżka stóp procentowych okazała się nieistotna. Nieco ważniejsze okazały się interwencje werbalne NBP (przy kursie EUR/PLN w paśmie 4,35-4,40) oraz sprzedaż walut przez BGK.

Wykres 33. EUR/PLN vs. indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI.



Źródło: Reuters, Citi

Wykres 34. EUR/USD vs. EUR/PLN.



Źródło: Reuters

W krótkim terminie złoty może osłabić się za sprawą ponownego wzrostu awersji do ryzyka. Naszym zdaniem kurs EUR/PLN może podążyć w najbliższych miesiącach do 4,50. Sądzimy, że nastroje rynkowe mogą ponownie się pogorszyć wraz ze zbliżaniem się terminu kolejnych wyborów parlamentarnych w Grecji (17 czerwca). Zdaniem Citi, Grecja może opuścić strefę euro w 2013 r.

W obliczu podwyższonej awersji do ryzyka negatywnie na złotego może wpływać wciąż wysoki poziom deficytu obrotów bieżących. Choć oczekujemy stopniowego spadku deficytu obrotów bieżących do 3,9% PKB na koniec tego roku z 4,3% w marcu to poziom deficytu jest

wciąż stosunkowo wysoki. Spadek pokrycia deficytu obrotów bieżących napływem kapitału długoterminowego zwiększa wrażliwość krajowej waluty na wahania apetytu na ryzyko oraz nastrojów inwestorów portfelowych.

Zmiany stóp procentowych będą miały ograniczony wpływ na krajową walutę. Sądzimy, że w obecnych warunkach rynkowych jedynie podwyżka stóp procentowych o dużej skali mogłaby efektywnie wpłynąć na atrakcyjność złotego w warunkach podwyższonej zmienności. Jednak sytuacja makroekonomiczna nie uzasadnia takie decyzji, szczególnie, że w obliczu oczekiwanego spowolnienia gospodarczego ewentualne osłabienie złotego pozytywnie wpływa na konkurencyjność krajowego eksportu.

Ewentualne interwencje NBP mogą nieco obniżyć zmienność złotego. Sądzimy, że interwencje werbalne NBP są możliwe, jeśli stopniowe osłabienie złotego będzie kontynuowane. Jednak jeśli skala lub dynamika deprecjacji złotego będzie zbyt duża i osłabienie złotego będzie znacznie większe niż innych walut w regionie wówczas bank centralny w odpowiednim, sprzyjającym momencie (mocno wyprzedany złoty lub niewielka płynność) może wkroczyć na rynek i zacząć sprzedawać waluty. Naszym zdaniem bank centralny mógłby zainterweniować, dopiero gdy kurs EUR/PLN przekroczyłby poziom 4,50. Sądzimy, że działania banku centralnego powinny być raczej duże, aby zwiększyć ich skuteczność, jednak jednocześnie sporadyczne, gdyż rezerwy NBP są stosunkowo niskie na tle innych krajów wschodzących, szczególnie w zestawieniu z krótkoterminowymi potrzebami finansowania zagranicznego. Sądzimy, że interwencje NBP byłyby wymierzone przede wszystkim w ograniczenie krótkoterminowych spekulacyjnych przepływów kapitału.

W długim terminie oczekujemy umocnienia złotego. Ekspozycja handlu zagranicznego Polski na Grecję i większość krajów GIIPS poza Włochami jest bardzo niska, więc spowolnienie gospodarcze w krajach peryferyjnych strefy euro nie będzie miało dużego bezpośredniego przełożenia na popyt na polski eksport. Jednocześnie spowolnienia polskiej gospodarki będzie ograniczane przez wciąż stosunkowo wysokie tempo wzrostu niemieckiej gospodarki na tle innych krajów strefy euro oraz rosnący udział eksportu do innych krajów wschodzących. Dodatkowo skala spowolnienia tempa wzrostu eksportu będzie ograniczana przez ostatnio obserwowane osłabienie złotego. Deprecjacja krajowej waluty może nieco wesprzeć wzrost gospodarczy w II połowie roku i pomóc obniżyć deficyt fiskalny do 3% PKB umożliwiając wycofanie procedury nadmiernego deficytu przez Komisję Europejską w 2013 r. Stopniowa poprawa globalnych nastrojów w dłuższej perspektywie powinno pozwolić inwestorom zdyskontować poprawę sytuacji fiskalnej oraz doprowadzić do stopniowego odreagowania złotego.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	31/5/2012	II kw. '12	III kw. '12	IV kw. '12	I kw. '13
USD/PLN	3,5372	3,56	3,66	3,55	3,44
EUR/PLN	4,3889	4,45	4,50	4,40	4,30
GBP/PLN	5,4858	5,63	5,77	5,64	5,44
CHF/PLN	3,6545	3,71	3,75	3,67	3,55

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

						2011				2012			
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7.8	2.0	1.8	7.9	7.4	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6	0.8	2.9	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2.7	1.0	-6.0	4.1	12.6	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	10.7	-7.5	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8.2	1.9	2.3	9.0	8.3	7.1	9.5	8.6	10.7	5.0	1.1	3.1	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	23.9	17.0	16.5	10.8	18.1	8.9	13.0	14.6	32.2	12.0	3.5	8.1	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	13.8	10.9	8.2	11.3	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3	13.7	10.7	5.5	-
Stopa bezrobocia (%)	12.4	11.9	11.8	11.8	11.8	11.8	12.1	12.5	13.2	13.5	13.3	12.9	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.6	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5	0.5	0.3	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	5.0	4.2	4.1	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9	4.0	4.0
Inflacja (% m/m)	0.6	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	6.3	5.6	5.9	6.8	8.4	8.5	8.9	8.2	7.9	6.0	4.4	4.4	4.3
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.3	0.3	0.4	0.6	1.7	0.1	0.7	0.4	0.1	-0.5	0.1	0.1	0.6
Płace - sektor przedsięb. (% r/r)	4.1	5.8	5.2	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3	3.8	3.4	-
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-182	-2,023	-1,865	-1,382	-1,241	-1,779	-1,436	-1,744	-1,879	-1,516	-228	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.7	-4.9	-4.9	-4.7	-4.7	-4.6	-4.2	-4.1	-4.3	-4.5	-4.3	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-932	-1203	-1189	-903	-211	-722	-964	-1122	-844	-830	-399	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12,104	11,680	10,939	11,492	12,509	12,518	12,112	10,557	11,276	11,721	12,903	-	-
Eksport (% r/r)	18.1	7.2	6.0	15.9	7.5	8.6	8.4	4.7	6.8	6.2	5.9	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	13,036	12,883	12,128	12,395	12,720	13,240	13,076	11,679	12,120	12,551	13,302	-	-
Import (% r/r)	19.4	12.9	9.1	12.0	4.5	7.8	5.0	2.4	9.5	6.9	3.3	-	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.7	7.2	7.4	8.8	10.2	10.5	11.8	12.5	13.7	12.5	9.3	9.3	10.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.8	9.2	9.8	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4	12.5	12.3	11.8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.2	5.5	6.1	7.2	9.1	8.6	13.5	12.1	12.5	12.6	12.5	7.9	4.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	12.2	9.4	13.7	12.1	14.5	14.5	13.3	11.9	11.1	9.6	9.0	9.7	10.0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.4	6.4	9.1	9.6	12.6	12.5	16.1	18.1	15.9	14.8	15.0	13.3	16.2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75
WIBOR 3M (średnio)	4.39	4.62	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.97	4.95	4.94	5.05
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.45	4.69	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.96	4.94	4.95	5.11
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.58	4.64	4.62	4.56	4.48	4.45	4.79	4.55	4.51	4.48	4.47	4.54	4.81
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.92	4.89	4.76	4.49	4.47	4.58	4.87	4.78	4.70	4.67	4.61	4.70	4.80
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.49	5.42	5.32	5.16	5.10	5.10	5.29	5.33	5.00	4.86	4.86	4.88	5.06
EUR/PLN (koniec okresu)	3.96	3.99	4.01	4.14	4.41	4.34	4.55	4.41	4.23	4.14	4.16	4.18	4.39
USD/PLN (koniec okresu)	2.75	2.75	2.81	2.87	3.26	3.10	3.42	3.41	3.20	3.07	3.12	3.17	3.54
EUR/USD (koniec okresu)	1.44	1.45	1.43	1.44	1.35	1.40	1.33	1.29	1.32	1.35	1.33	1.32	1.24
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	23.7	20.4	21.1	20.7	21.9	22.5	21.6	25.1	5.3	16.4	23.0	24.8	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	59.0	50.7	52.5	51.6	54.5	56.1	53.6	62.4	15.1	46.8	65.6	70.9	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	304	342	426	533	433	470	515	470
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,416	1,525	1,625
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,306	13,492	12,297
Populacja (mln)	38,2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.2	38.2	38.2
Stopa bezrobocia (%)	18,2	14.9	11.2	9.5	11.9	12.2	12.5	12.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,7
Inwestycje (%, r/r)	6,5	14,9	17,6	9,6	-1,2	-0,2	8,3	5,6
Spożycie ogółem (%, r/r)	2,7	5,2	4,6	6,1	2,0	3,5	2,0	2,0
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	2,1	5,0	4,9	5,7	2,1	3,2	3,1	2,3
Eksport (%, r/r)	8,0	14,6	9,1	7,1	-6,8	12,1	7,5	4,5
Import (%, r/r)	4,7	17,3	13,7	8,0	-12,4	13,9	5,8	2,9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	0,5	1,4	3,9	3,4	3,7	3,2	4,6	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	2,1	1,1	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,9
Płace nominalne (%, r/r)	3,2	5,0	9,3	10,3	4,4	3,3	4,9	4,1
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	4,50	4,00	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,75
WIBOR1M, (%, koniec okresu)	4,40	3,96	5,37	5,41	3,56	3,46	4,77	4,89
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5,01	4,98	6,11	5,34	5,91	6,07	5,91	5,55
USD/PLN (Koniec okresu)	3,26	2,90	2,45	3,00	2,87	2,96	3,41	3,55
USD/PLN (Średnia)	3,23	3,10	2,76	2,39	3,11	3,02	2,97	3,45
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,86	3,83	3,58	4,17	4,11	3,96	4,41	4,40
EUR/PLN (Średnia)	4,03	3,89	3,78	3,52	4,33	3,99	4,12	4,36
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3,7	-9,4	-20,3	-25,5	-9,7	-21,9	-22,2	-18,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-2,7	-4,7	-4,8	-2,2	-4,7	-4,3	-3,9
Saldo handlu zagranicznego	-2,8	-7,0	-17,1	-26,0	-4,3	-11,8	-14,2	-11,6
Eksport	96,5	117,4	145,3	178,7	142,1	165,9	193,9	184,8
Import	99,2	124,5	162,4	204,7	146,4	177,7	208,1	196,3
Saldo usług	0,7	0,7	4,8	5,0	4,8	3,1	6,1	6,6
Saldo dochodów	-6,7	-9,7	-16,4	-12,8	-16,6	-17,0	-20,2	-18,2
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7,0	10,7	18,0	10,3	8,8	3,6	9,1	4,2
Rezerwy międzynarodowe	42,2	48,2	54,6	57,2	69,7	81,4	86,8	94,0
Amortyzacja	30,1	23,5	30,2	32,4	24,6	32,1	37,3	37,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,6	-1,9	-3,7	-7,4	-7,9	-5,1	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz,	-1,3	-1,0	0,4	-1,4	-4,6	-5,2	-2,3	-0,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	47,5	47,8	44,9	46,9	49,8	52,8	53,5	51,6
Dług krajowy	34,5	35,6	34,3	34,8	36,8	38,4	36,5	34,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (%, r/r)	3,9	4,3	2,7	2,4	3,1	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	2,6	4,3	3,9	2,6	2,5	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,7	-4,3	-3,9	-4,0	-5,2	-5,3
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	3,50	4,50	4,75	4,25	4,75	4,75
USD/PLN (Koniec okresu)	2,96	3,41	3,55	3,15	2,95	2,91
USD/PLN (Średnia)	3,02	2,97	3,45	3,34	3,03	2,93
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,96	4,41	4,40	4,03	3,90	3,90
EUR/PLN (Średnia)	3,99	4,12	4,36	4,21	3,97	3,90

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Poland

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.