

CitiMonthly

Odporni na Chiny?

- Tym razem w temacie miesiąca zajmujemy się zaskakującą decyzją chińskich władz, które postanowiły zmienić mechanizm ustalania kursu walutowego. Doprowadziło to do osłabienia yuana, a następnie również innych walut gospodarek wschodzących.
- Naszym zdaniem dewaluacja yuana nie powinna powstrzymać Fed przed podwyżką stóp procentowych we wrześniu.
- Bezpośredni wpływ zmian w Chinach na polski eksport oraz wzrost gospodarczy będzie raczej ograniczony. Istotniejszy może okazać się jednak wpływ na inflację w Polsce.
- Jeżeli chodzi o dane z kraju, pokazują one, że w ostatnim kwartale gospodarka wyhamowała. Stwarza to pewne ryzyko dla naszej optymistycznej prognozy PKB.
- Inflacja w najbliższych miesiącach może okazać się niższa niż wcześniej oczekiwano, głównie z powodu spadku cen energii. Pod koniec roku jednak ceny żywności mogą szybciej rosnąć ze względu na suszę.
- Złoty pozostanie stosunkowo mało wrażliwy na sytuację w Chinach. W związku z tym oczekujemy jedynie niewielkiego osłabienia złotego w krótkim terminie i umocnienia w stronę 4,10 w perspektywie 12 miesięcy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

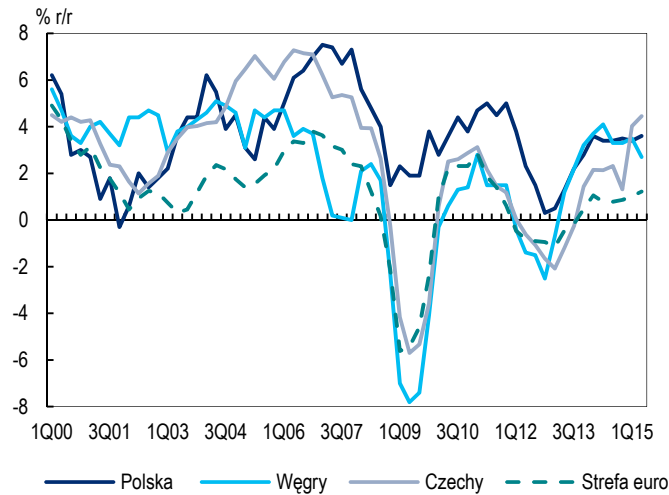
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

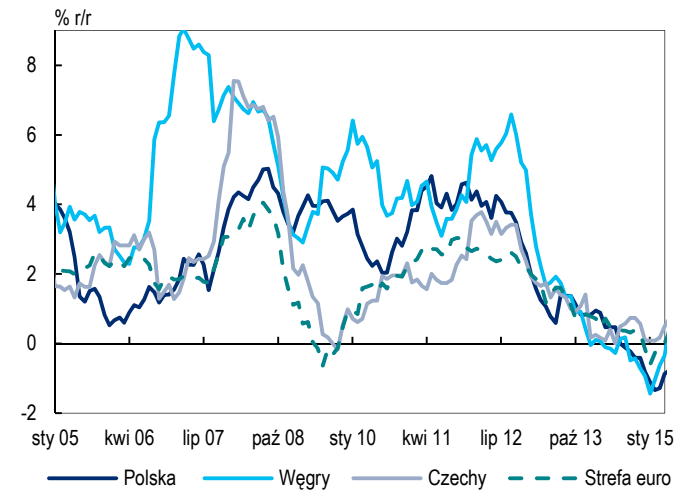
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



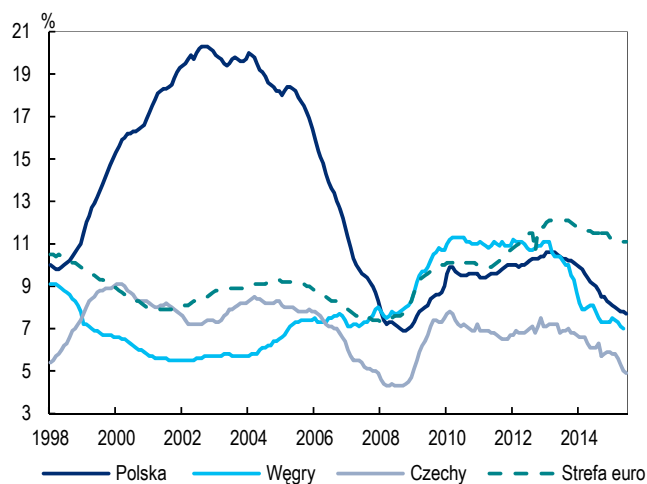
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



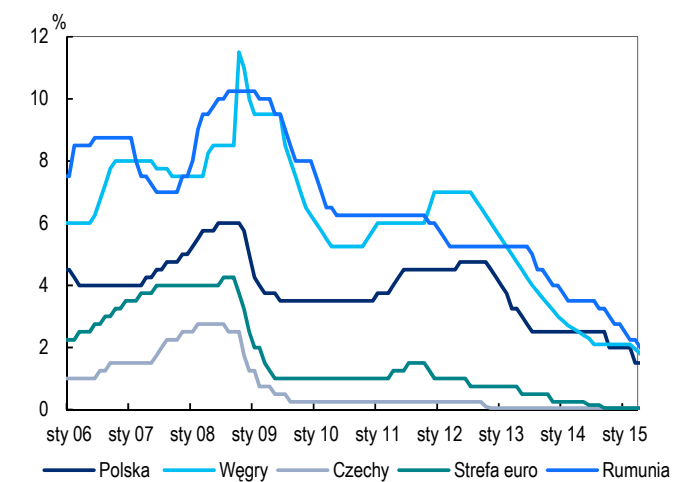
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	0,5	0,8	-2,0	41,5
Węgry	-0,2	3,8	-2,5	75,0
Polska	-0,6	2,7	-2,8	50,9
Rumunia	1,0	3,6	-1,6	40,1
Kryterium konwergencji	0,9	4,3	-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

Komu szkodzi słaby yuan?

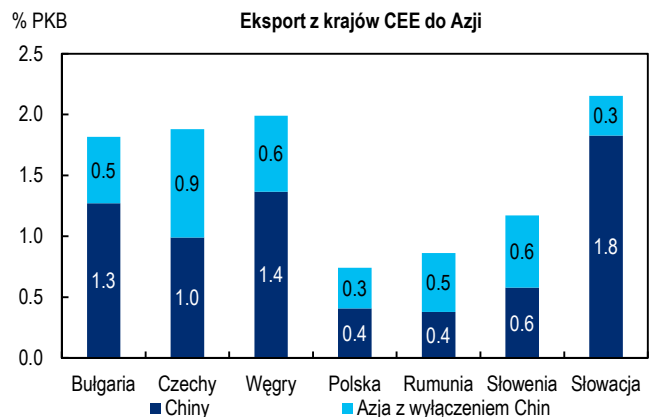
- Zaskakująca decyzja Chin o zmianie dotychczasowego mechanizmu ustalania kursu walutowego doprowadziła do osłabienia yuana, a następnie również innych walut gospodarek wschodzących.
- Naszym zdaniem nie powinno to jednak powstrzymać Fed przed podwyżką stóp procentowych we wrześniu.
- Bezpośredni wpływ zmian w Chinach na polski eksport oraz wzrost gospodarczy będzie raczej ograniczony. Istotniejszy może okazać się jednak wpływ na inflację w Polsce.

Wydarzeniem, które w sierpniu przykuło uwagę inwestorów była decyzja chińskiego banku centralnego o zmianie dotychczasowego mechanizmu kursowego. W jej efekcie chińska waluta (yuan/renminbi) wyraźnie osłabiła się wobec dolara (wykres 5), co przyczyniło się również do dewaluacji lub osłabienia innych walut rynków wschodzących. Analitycy Citi spodziewają się, że renminbi może w ciągu dwunastu miesięcy osłabić się do około 6,8 wobec dolara (vs. 6.39 obecnie), co ze względu na rozmiar chińskiej gospodarki będzie mieć istotny wpływ również na inne kraje.

Wykres 5. Chińska waluta słabnie wobec dolara

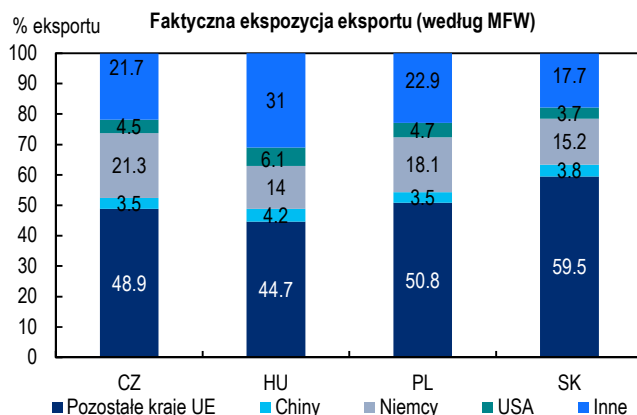


Wykres 6. Polska wciąż bardzo mało eksportuje do Chin



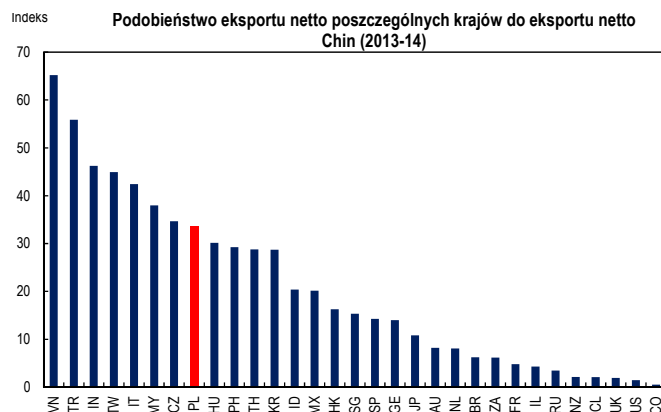
Podwyżki w USA. Decyzja chińskiego banku centralnego rozbudziła nadzieję, że w obliczu osłabienia renminbi amerykański Fed będzie zmuszony opóźnić podwyżki stóp procentowych. Nie podzielamy jednak tych nadziei. Naszym zdaniem dewaluacja renminbi nie powinna wpłynąć na moment pierwszej podwyżki, gdyż dla Fed dużo ważniejszą kwestią wydaje się być ryzyko wynikające z utrzymywania stóp procentowych na zbyt niskim poziomie. Dlatego Fed, który wielokrotnie sygnalizował, że do podwyżki może dojść już we wrześniu, zapewne będzie trzymał się tych deklaracji. Istnieje jednak ryzyko, że po wrześniowej podwyżce, kolejne podwyżki mogą już postępować wolniej niż miało to miejsce w przeszłości.

Wykres 7. Nawet uwzględniając kanały pośrednie, do Chin trafia zaledwie 3,5% polskiego eksportu



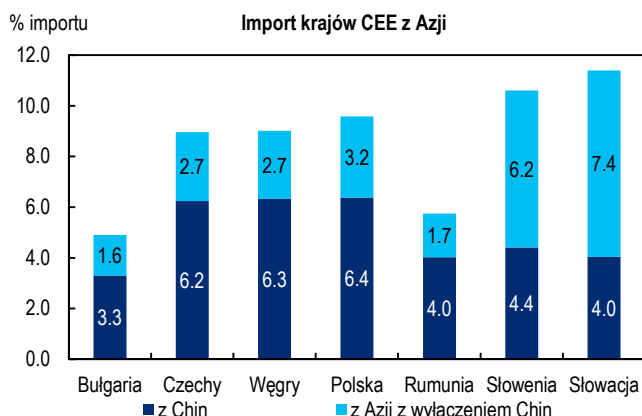
Źródło: IMF, Citi Handlowy.

Wykres 8. Indeks podobieństwa eksportu – Chiny vs. inne gospodarki



Źródło: UN Comtrade, Citi Research.

Wykres 9. Chiny są ważnym źródłem importu i dlatego zmiany CNY mogą istotnie wpływać na inflację w Polsce



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 10. Na razie jednak kurs CNY wydaje się wciąż relatywnie stabilny wobec złotego



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Wpływ na wzrost w Polsce. Bezpośredni wpływ zmian w Chinach na polski eksport oraz wzrost gospodarczy będzie raczej ograniczony. Eksport z Polski do Chin jest niewielki – według danych Eurostatu wynosi on około 1% całości polskiej sprzedaży eksportowej (wykres 6), co odpowiada 0,4% PKB. Oczywiście dane te nie uwzględniają polskich towarów, które trafiają do Chin drogą okrężną – na przykład będąc wykorzystywane w procesie produkcji przez niemieckie firmy. Gdyby uwzględnić zarówno bezpośredni jak i pośredni eksport, to udział Chin w polskim eksporcie rośnie do 3,5%. Jest to jednak wciąż relatywnie niewielki udział – mniejszy niż choćby w przypadku Rosji. Ponieważ znacznie gwałtowniejsze osłabienie rubla i wprowadzenie sankcji przez Rosję nie zachwiało wzrostem gospodarczym w Polsce, naszym zdaniem trudno spodziewać się szczególnie silnego wpływu deprecjacji renminbi. Istotniejszy, choć trudny do precyzyjnego określenia, byłby pośredni wpływ związany z mniejszą atrakcyjnością polskich produktów na rynkach, gdzie konkurują one z produktami chińskimi. Na taką możliwość wskazuje choćby fakt, że struktura polskiego eksportu jest zaskakująco podobna do struktury eksportu chińskiego (wykres 8), a przez to chińskie produkty mogą na niektórych rynkach wypierać polski eksport.

Inflacja. O ile wpływ na wzrost gospodarczy w kraju może być ograniczony, naszym zdaniem istnieje pewien potencjał do negatywnych niespodzianek po stronie inflacji. Udział towarów chińskich w polskim imporcie przekracza 6% (wykres 9), dzięki czemu osłabienie renminbi mogłoby odpowiednio obniżyć ceny chińskich produktów trafiających na polski rynek a przez to obniżyć ścieżkę inflacji. W tej dyskusji nie należy jednak tracić odpowiedniej perspektywy. Pomimo zmian w mechanizmie kursowym Chin, obecny kurs renminbi wobec złotego jest porównywalny do tego notowanego jeszcze w czerwcu bieżącego roku (wykres 10). Trudno w takim przypadku spodziewać się aby ostatnie zmiany kursowe wyraźnie zmieniły perspektywy inflacji. Aby to osiągnąć potrzebna byłaby znacznie głębsza deprecjacja renminbi.

Wpływ na politykę pieniężną. Rada Polityki Pieniężnej zawsze zdecydowanie więcej uwagi poświęcała krajowym wydarzeniom niż czynnikom zewnętrznym, a wśród tych ostatnich sytuacja w Chinach zazwyczaj zajmowała odległe miejsce. Dlatego też wątpimy aby decyzje chińskiego banku centralnego miały istotny wpływ na ścieżkę stóp w Polsce w najbliższych miesiącach. Spodziewamy się jednak, że wydarzenia te mogą nieco wzmocnić gołębi ton wypowiedzi przedstawicieli RPP. Ogólnie rzecz biorąc naszym zdaniem RPP będzie poświęcać więcej uwagi trendom na rynku surowców niż bezpośrednim konsekwencjom osłabienia chińskiej waluty.

Podsumowując, naszym zdaniem wydarzenia w Chinach będą miały relatywnie niewielki wpływ na wzrost w kraju, ale mogą zauważalnie obniżyć inflację. Jest to zbyt mało aby RPP mogła obniżyć stopy procentowe, ale spodziewamy się łagodniejszych komentarzy przedstawicieli banku centralnego. Z punktu widzenia rynków finansowych perspektywa niższej inflacji powinna pozwolić na jakiś czas podtrzymać dobre nastroje na rynku długu.

Gospodarka w skrócie

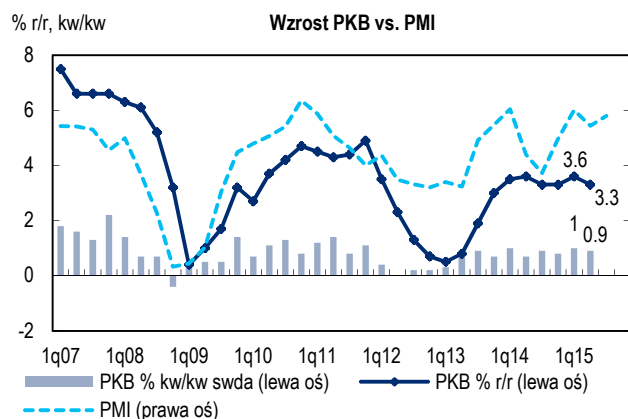
Lekka zadyszka

- W ostatnim kwartale gospodarka wyhamowała, co stwarza ryzyko dla naszej optymistycznej prognozy PKB.
- Inflacja w najbliższych miesiącach może okazać się niższa niż wcześniej oczekiwano, głównie z powodu spadku cen energii. Pod koniec roku jednak ceny żywności mogą szybciej rosnąć ze względu na suszę.
- Złoty pozostanie stosunkowo mało wrażliwy na sytuację w Chinach. W związku z tym oczekujemy jedynie niewielkiego osłabienia złotego w krótkim terminie i umocnienia w stronę 4,10 w perspektywie 12 miesięcy.

Wzrost gospodarczy

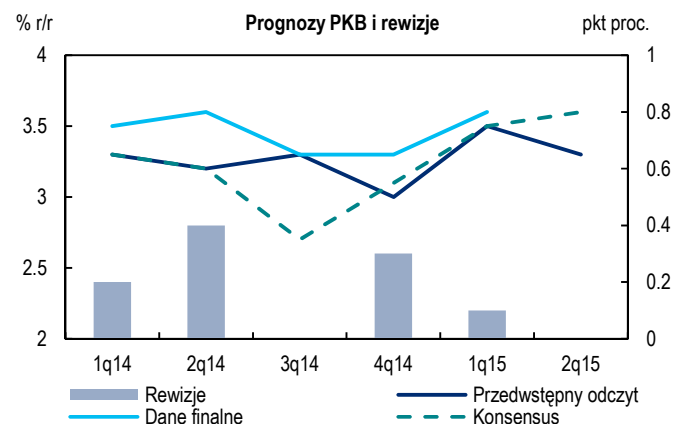
Po kilku bardzo dobrych kwartałach, ostatnie dane z polskiej gospodarki robią już mniejsze wrażenie. Wstępne szacunki PKB pokazują, że wzrost w II kwartale wyhamował do 3,3% r/r (z 3,6%), co jest wciąż przyzwoitym, ale rozczarującym wynikiem. Dane oczyszczone z wpływu czynników kalendarzowych wskazują jednak na lekkie przyspieszenie PKB, co – gdyby je poważnie traktować – sugerowałoby, że słaby wynik w II kwartale był tylko efektem statystycznym. Ponieważ jednak proces eliminacji sezonowości i efektów kalendarzowych pozostawia wiele do życzenia, na lepszą ocenę trendu będzie trzeba jeszcze poczekać. Dokładniejsze rozbięcie danych powinno być dostępne dopiero pod koniec sierpnia i wówczas zobaczymy co stało za słabszymi wynikami PKB. Naszym zdaniem można się spodziewać, że odpowiadało za to spowolnienie inwestycji (po wcześniejszych zaskakująco silnych wzrostach) oraz negatywna niespodzianka w zapasach.

Wykres 11. Wzrost lekko wyhamowuje ale pozostaje na wciąż wysokim poziomie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Po raz pierwszy od dłuższego czasu dane o PKB rozczarowały



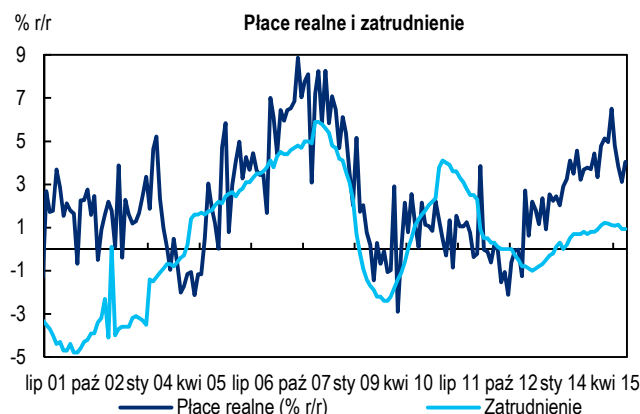
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Na podstawie miesięcznych danych zakładamy, że popyt krajowy pozostaje wciąż silny, a sytuacja na rynku pracy poprawia się. W przypadku płac nominalnych dynamika utknęła w tym roku na poziomie zbliżonym do 3,5%. Wydaje się to mało spektakularnym wynikiem, jednak

biorąc pod uwagę, że powyższe wzrosty są notowane przy jednoczesnej deflacji (brak podwyżek inflacyjnych), oznacza to wzrost płac realnych o ponad 4%. Patrząc więc przez pryzmat realnych wynagrodzeń ostatnie tendencje na rynku pracy są pozytywne. Kluczowe będzie to, czy płace nominalne będą w stanie przyspieszyć gdy już zaczną rosnąć CPI. Od wielu miesięcy bezrobocie spada, a liczba nowych ofert pracy szybko rośnie, co sugeruje, że ożywienie na rynku pracy ma już charakter trwały. Gdyby spojrzeć wyłącznie na poziom bezrobocia (BAEL), które zbliża się do historycznych minimów, lub na rekordową liczbę ofert pracy, to nie powinna zaskakiwać wysoka dynamika płac realnych. Z tego względu oczekujemy, że gdy inflacja zacznie rosnąć pojawi się nieco silniejsza presja na podwyżki płac.

Biorąc pod uwagę miesięczne dane o produkcji, sprzedaży oraz poprawiającą się sytuację na rynku pracy, oczekujemy, że w drugiej połowie roku wzrost PKB może wynieść około 4% i utrzyma się powyżej 3,5% w 2016 roku. W przeciwieństwie jednak do poprzednich kwartałów, tym razem dostrzegamy pewne sygnały, które mogą zapowiadać nieco słabszy wzrost. Dlatego ryzyko dla naszej prognozy widzimy po stronie słabszej dynamiki PKB niż zakłada podstawowy scenariusz.

Wykres 13. Płace realne rosną wciąż w imponującym tempie, porównywalnym z okresem boomu



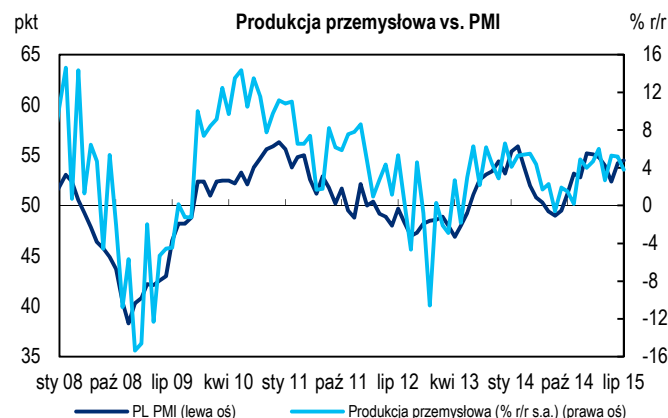
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Liczba nowych ofert pracy szybko rośnie, podczas gdy nowych bezrobotnych nie przybywa



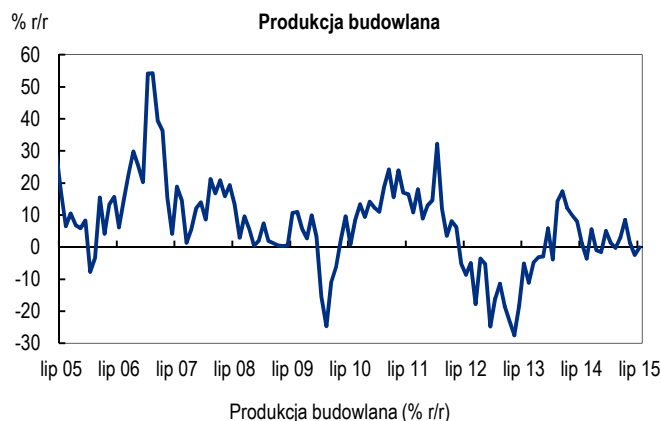
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 15. Indeksy koniunktury zapowiadają relatywnie szybki wzrost produkcji przemysłowej



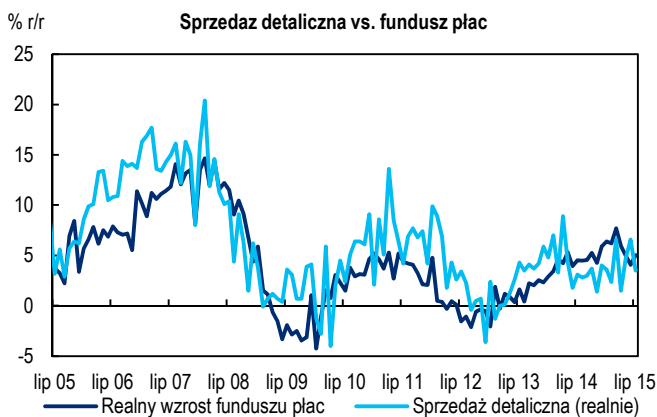
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. W budownictwie na razie bez przełomu



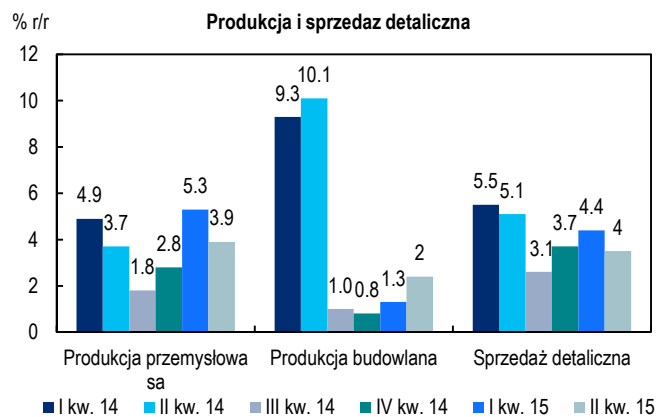
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 17. Ożywienie na rynku pracy przekłada się na wydatki konsumentów



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 18. Za spowolnieniem w II kwartale stała wartość dodana w przemyśle



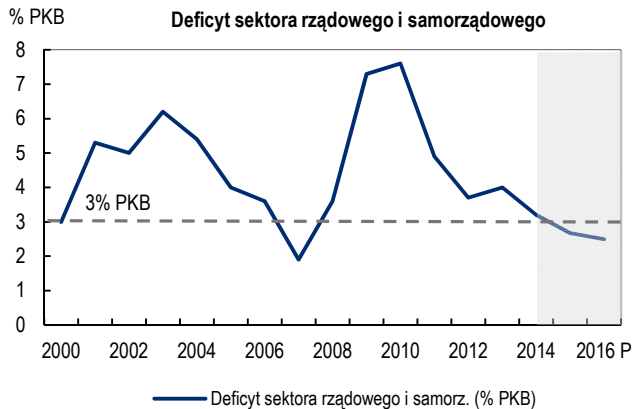
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Polityka fiskalna

W przypadku polityki fiskalnej ograniczeniem dla poluzowania budżetowego jest obowiązująca reguła wydatkowa. Niemniej wypowiedzi przedstawicieli największej partii opozycyjnej sugerują, że reguła może ulec modyfikacji. Gdyby do tego rzeczywiście doszło, przestrzeń do zwiększenia wydatków okazałaby się odpowiednio większa, z wszystkimi tego konsekwencjami dla długu publicznego.

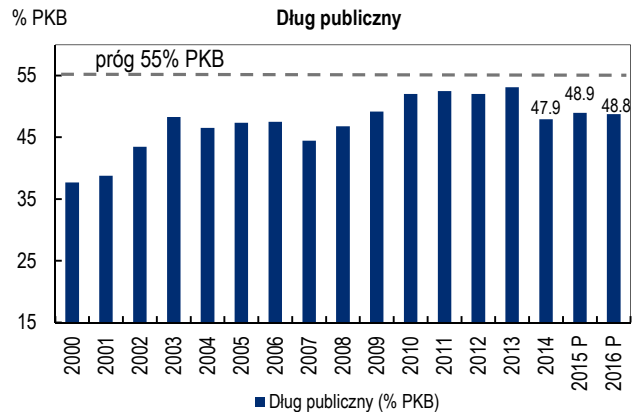
W sierpniu Sejm przyjął ustawę umożliwiającą przewalutowanie części kredytów walutowych po historycznym kursie, przy czym koszty takiego przewalutowania byłyby w 90% pokryte przez banki a w 10% przez klientów (pierwotnie podział miał wynieść 50%-50%). Według szacunków KNF oraz NBP, gdyby ustawa w tej postaci weszła w życie koszt przewalutowania istotnie przekroczyłby roczny zysk całego sektora bankowego. Według wypowiedzi niektórych senatorów ustawa może zostać zmodyfikowana na dalszym etapie prac parlamentarnych, jednak jej ostateczny kształt jest wciąż bardzo niepewny. Przewalutowanie kredytów pozwoliłoby na zmniejszenie potencjalnych zagrożeń związanych z wahaniami kursów walutowych w przyszłości, choć można zakładać, że towarzyszyłoby temu ograniczenie akcji kredytowej przez najbardziej dotknięte banki. Jeżeli chodzi o korzyści w postaci zwiększonego popytu konsumpcyjnego, to byłyby one uzależnione od tego jak bardzo obniżyłaby się wysokość miesięcznych rat. Efekt netto zapewne byłby, przynajmniej w pierwszych kwartałach, negatywny dla wzrostu gospodarczego.

Wykres 19. Deficyt sektora rządowego i samorządowego będzie najprawdopodobniej się obniżał



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 20. Dług publiczny pozostanie pod kontrolą

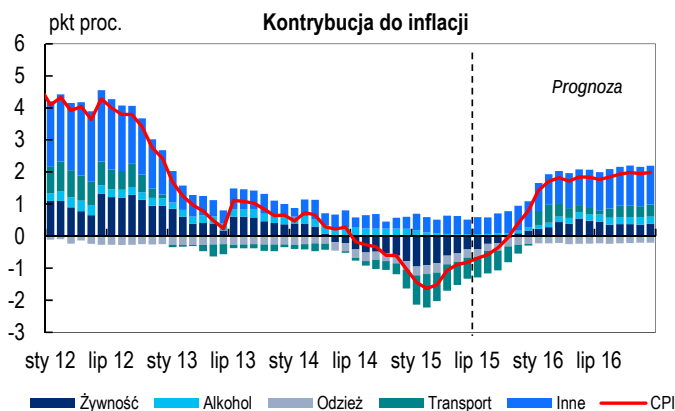


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Inflacja i polityka pieniężna

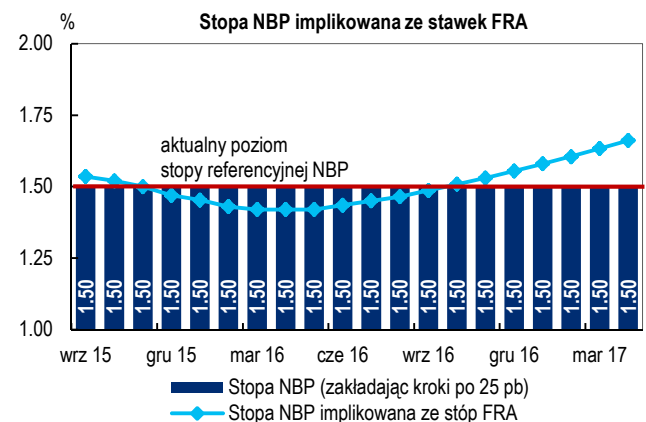
Inflacja w najbliższych miesiącach może być niższa niż dotychczas oczekiwaliśmy, głównie ze względu na niższe ceny paliw oraz gazu. Obniży to ścieżkę CPI w horyzoncie najbliższych dwóch-trzech miesięcy, jednak po tym okresie inflacja powinna zacząć szybciej rosnąć. Wyjątkowo suche i gorące lato przyczyniło się do wzrostu cen zbóż, co z czasem powinno przełożyć się na ceny pieczywa oraz mięsa. Oczekujemy, że w ostatnim kwartale roku wskaźnik CPI przekroczy próg „zera”, a w przyszłym roku inflacja może wynieść przeciętnie 1,5-2,0%. Do wzrostu inflacji powinno przyczynić się odbicie cen żywności, a także relatywnie szybki wzrost popytu krajowego. Nasze szacunki wskazują bowiem, że pod koniec roku PKB przekroczy poziom potencjalny (będzie kształtował się powyżej trendu), podczas gdy stopa bezrobocia utrzyma się poniżej poziomów uznawanych za NAWRU (według NBP jest to: 8,1%).

Wykres 21. Inflacja wzrosła w lipcu bardziej niż oczekiwano, głównie za sprawą inflacji netto.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 22. Sądzymy, że rynek zacznie znów wyceniać podwyżki stóp procentowych w przyszłym roku wraz ze wzrostem inflacji



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Spadające ceny paliw skłaniają inwestorów do zmiany dotychczasowych oczekiwań na podwyżki stóp. Notowania z rynku FRA wskazują na scenariusz stabilnych stóp zarówno w 2015, jak i 2016 roku. W tym przypadku jednak inwestorzy dopuszczają niewielkie szanse

dodatkowych obniżek. Naszym zdaniem te nastroje mogą się na razie utrzymywać, a wiara w obniżki może jeszcze nieco wzrosnąć. Nie zmienia to jednak naszej oceny, że jest to zjawisko przejściowe i z czasem pod wpływem rosnącej inflacji rynek ponownie zacznie wyceniać możliwość podwyżek w przyszłym roku. Oczekujemy jednak, że do pierwszej podwyżki w Polsce dojdzie najwcześniej dopiero we wrześniu 2016 r., a więc jest to z punktu widzenia uczestników rynku wciąż bardzo odległa perspektywa.

Rynek walutowy

Oczekujemy niewielkiego osłabienia złotego w krótkim terminie i umocnienia w stronę 4,10 w perspektywie 12 miesięcy. Mimo różnych perturbacji na rynkach finansowych w ostatnich miesiącach złoty pozostał stosunkowo stabilny. Podobna sytuacja miała miejsce po decyzji Chin o dewaluacji yuana, kiedy kurs złotego był jednym z najbardziej stabilnych wśród wszystkich walut gospodarek wschodzących. Wynikało to m.in. z bardzo korzystnej (z punktu widzenia stabilności złotego i jego wrażliwości na przepływy kapitału portfelowego) poprawy salda obrotów bieżących w ostatnich kilku kwartałach. Kolejnym powodem słabej reakcji na wydarzenia w Chinach jest słaba zależność gospodarek Europy Środkowo Wschodniej od Chin. W związku z tym w perspektywie najbliższych 3 miesięcy oczekujemy jedynie niewielkiego osłabienia złotego, do czego przyczyni się także utrzymująca się premia za ryzyko polityczne w związku ze zbliżającymi się wyborami. Jednocześnie wciąż uważamy, że mocny wzrost PKB w połączeniu z równowagą zewnętrzną w bilansie płatniczym oraz podwyżkami stóp procentowych i zmniejszenie premii za ryzyko polityczne po wyborach będzie sprzyjać umocnieniu złotego.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014						2015						
	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.3	-1.9	4.2	1.6	0.3	8.4	1.6	5.0	8.8	2.4	2.8	7.6	3.8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2.0	-8.5	16.5	3.5	-7.5	-2.3	-3.2	1.4	13.5	-7.9	-1.4	4.7	-1.3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3.3	-1.5	4.9	2.7	1.0	9.1	3.1	6.8	9.6	2.6	2.9	8.9	4.6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	1.1	-3.6	5.6	-1.0	-1.6	5.0	1.3	-0.3	2.9	8.5	1.3	-2.5	-0.1
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	2.1	1.7	1.6	2.3	-0.2	1.8	0.1	-1.3	3.0	-1.5	1.8	3.8	1.2
Stopa bezrobocia (%)	11.8	11.7	11.5	11.3	11.4	11.5	12.0	12.0	11.7	11.2	10.8	10.4	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7
Inflacja (% m/m)	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.1	-1.5	-1.6	-1.3	-1.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.5	-2.7	-2.1	-1.4	-1.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.1	0.3	0.0	-0.4	-0.5	-1.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.4	0.6	-0.4
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.5	3.5	3.4	3.8	2.7	3.7	3.6	3.2	4.9	3.7	3.2	2.5	3.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-730	-1,063	14	-374	-24	-1,245	-60	-7	1,743	1,129	1,225	-849	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.3	-1.4	-1.2	-1.3	-1.1	-1.3	-1.0	-0.9	-0.6	-0.4	-0.1	-0.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-270	-215	492	-42	10	-792	766	721	702	119	922	56	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13406	11626	14288	14943	13707	11708	13282	13653	15322	14503	14084	14261	-
Eksport (% r/r)	6.4	-1.2	5.8	4.7	3.5	4.3	4.4	10.2	13.9	9.2	9.4	10.9	-
Import f.o.b. (mln EUR)	13676	11841	13796	14985	13697	12500	12516	12932	14620	14384	13162	14205	-
Import (% r/r)	7.7	0.7	7.0	5.6	5.0	9.8	-2.1	2.6	7.8	7.8	-0.2	10.0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6.0	7.4	7.9	7.7	8.4	8.2	8.6	8.7	8.9	7.2	7.6	8.3	8.6
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6.5	6.4	6.9	7.6	8.0	8.8	8.5	8.7	8.4	7.8	8.3	8.5	8.8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.3	9.3	10.6	8.9	10.4	9.4	10.1	9.7	11.3	9.2	9.3	12.4	11.1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.2	5.6	5.3	5.7	5.4	5.5	7.7	7.1	7.2	6.3	7.7	7.9	7.1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.2	5.3	6.6	7.1	7.5	7.4	5.6	5.6	5.5	3.4	3.7	4.5	-
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	2.68	2.65	2.45	2.07	2.01	2.06	2.03	1.91	1.73	1.65	1.67	1.70	1.72
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.67	2.59	2.28	1.96	2.06	2.06	2.00	1.81	1.65	1.65	1.68	1.72	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.30	2.25	1.99	1.68	1.75	1.80	1.61	1.64	1.55	1.66	1.69	1.82	1.65
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.49	2.19	2.00	1.75	1.73	1.77	1.56	1.61	1.60	1.77	1.79	1.98	1.81
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.94	2.56	2.38	2.01	1.98	2.15	1.68	1.89	1.94	2.23	2.46	2.74	2.49
EUR/PLN (koniec okresu)	4.16	4.21	4.18	4.20	4.18	4.29	4.19	4.15	4.07	4.04	4.11	4.19	4.15
USD/PLN (koniec okresu)	3.11	3.20	3.31	3.35	3.36	3.54	3.71	3.70	3.79	3.61	3.76	3.76	3.76
EUR/USD (koniec okresu)	1.34	1.32	1.26	1.25	1.25	1.21	1.13	1.12	1.07	1.12	1.10	1.11	1.10
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	26.4	24.6	22.4	27.3	24.8	29.0	0.6	11.3	16.7	16.7	19.6	26.2	26.6
Def. budżetowy kum. (% planu)	55.5%	51.9%	47.1%	57.4%	52.1%	61.0%	1.3%	24.6%	36.2%	36.2%	42.6%	57.0%	57.7%

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	469	472
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	12,205	12,297
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, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.8	2.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.6	1.8
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	2.23
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	3.92	3.95
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.82	4.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.18	4.05
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.17	4.08
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-6.9	-7.0	-2.6	-5.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.3	-0.6	-1.3
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.8	-2.2	2.9	-0.5
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.6	182.7	187.6
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	210.8	179.8	188.0
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.5	12.0	10.0	10.3
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-17.7	-16.3	-14.9	-15.0
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	39.1	47.2	49.9	58.2	56.3	51.0
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	1.8	2.5	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.3	-0.6	-1.3	-1.5	-1.8	-3.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2.00	1.50	2.00	3.00	3.50	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.52	3.92	3.95	3.69	3.39	3.14
USD/PLN (Średnia)	3.15	3.82	4.02	3.79	3.50	3.18
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.18	4.05	3.99	3.95	3.92
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.17	4.08	4.01	3.97	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.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.