

CitiMonthly - Polska

W skrócie

- Tym razem głównym tematem naszego raportu jest temat wpływu Euro 2012 na kurs złotego.
- Biorąc pod uwagę dostępne dane szacujemy, że liczba zagranicznych turystów odwiedzających Polskę w czerwcu może być mniejsza niż wcześniej sądzono i wyniesie nieco ponad 700 tys. osób. Z kolei wydatki zagranicznych gości mogą sięgnąć około 200 mln euro.
- Kwota jest na tyle niewielka w porównaniu z dziennymi obrotami na rynku FX, że trudno spodziewać się z tego tytułu znacznego umocnienia złotego.
- Ostatnie tygodnie przyniosły wyraźne zaostrzenie retoryki władz monetarnych, które poważnie rozważają możliwość podwyżek stóp.
- Niemniej jednocześnie coraz widoczniejsze stają się oznaki spowolnienia w gospodarce w związku z recesją w strefie euro, umocnieniem złotego oraz prawdopodobnym spadkiem inwestycji publicznych.
- Spadek inflacji oraz wyhamowanie w gospodarce powinny pozwolić RPP na pozostawienie stóp procentowych w maju bez zmian. Oczekujemy, że stopa referencyjna utrzyma się na poziomie 4,5% do końca roku.

Piotr Kalisz, CFA

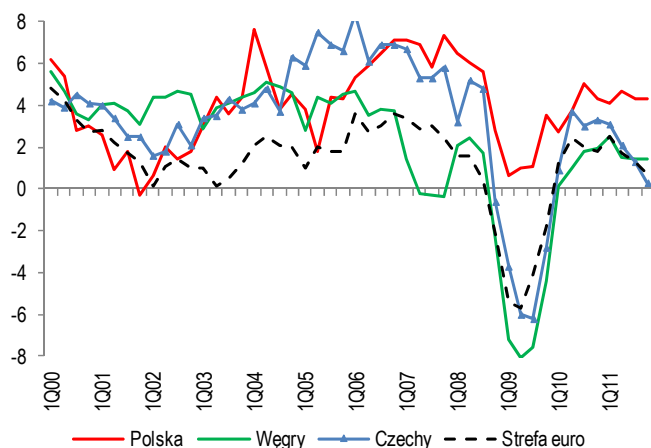
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

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

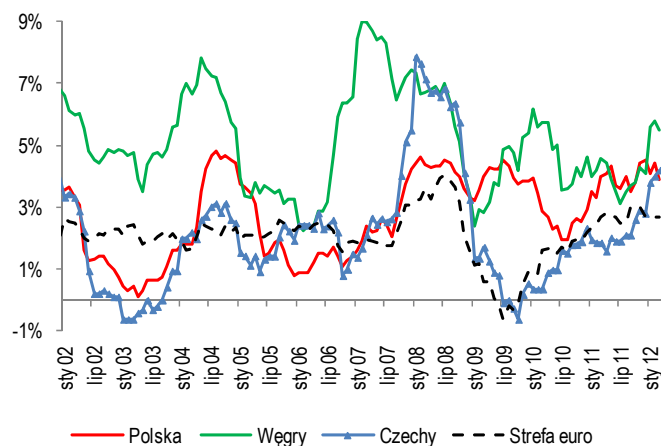
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



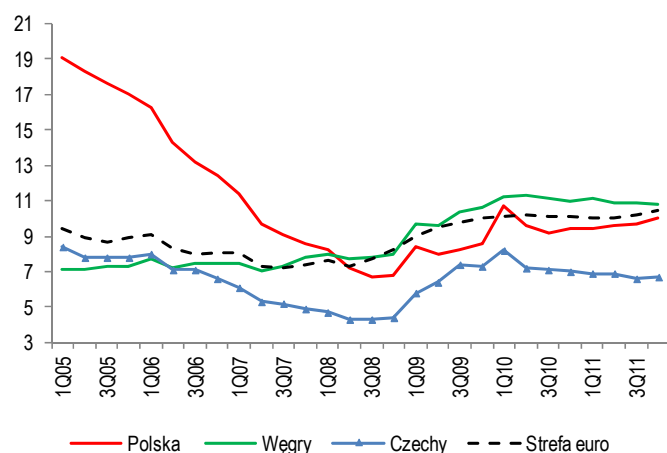
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



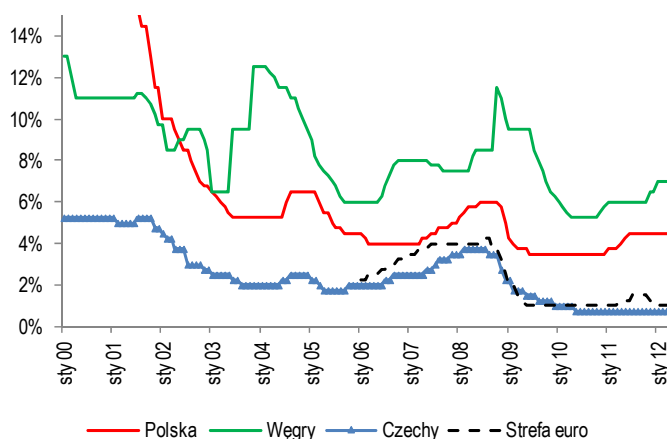
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	2.5	3.6	-3.8	41.9
Węgry	4.2	7.9	-2.8	76.5
Polska	4.0	5.8	-3.3	57.1
Rumunia	5.1	7.3	-3.7	35.8
Kryterium konwergencji	<u>3.0</u>	<u>7.6</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

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 Miesiąca¹

Piłka, kibice i kurs złotego

- Ponieważ zbliżające się Euro 2012 będzie sprzyjało napływowi turystów do Polski, w niniejszym raporcie próbujemy oszacować jego wpływ na kurs PLN.
- Liczba kibiców odwiedzających Polskę może być niższa niż wcześniej szacowano, ale i tak osiągnie około 700 tys osób. W takim scenariuszu łączny popyt turystów na PLN może wynieść około 200 mln euro.
- Naszym zdaniem kwota ta (wsparta dodatkowo mniejszymi dywidendami) może przyczynić się do umocnienia złotego. Nie spodziewamy się jednak z tego tytułu ani masywnego ani też trwałego umocnienia.

Już w czerwcu Polska będzie współorganizować mistrzostwa Europy w piłce nożnej, jedną z trzech największych na świecie imprez sportowych (przynajmniej według UEFA). Przez ostatnie lata uwaga obserwatorów koncentrowała się nie tylko na stopniu przygotowań Polski do tego wydarzenia, lecz również na jego konsekwencjach dla gospodarki. W szczególności zwracano uwagę na pozytywne efekty w postaci szybszej realizacji inwestycji i związanego z tym przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Wraz ze zbliżaniem się momentu rozpoczęcia imprezy coraz większego znaczenia nabiera jednak temat ewentualnych konsekwencji dla rynku walutowego w związku z przewidywanym napływem turystów.

Goście, którzy mogą pomóc złotemu

Polska, podobnie jak inne kraje organizujące analogiczne imprezy w przeszłości, najprawdopodobniej doświadczy masowego napływu kibiców w czerwcu. Jedyne powszechnie dostępny i kompleksowy raport na temat konsekwencji Euro 2012 dla gospodarki² oszacował dwa lata temu liczbę zagranicznych gości (kibiców stadionowych, sportowców, dziennikarzy, przedstawicieli UEFA, kibiców pozastadionowych itd.) na około 830 tys. osób. Od tego jednak czasu część przyjmowanych wówczas założeń uległa zmianie, wskazując na mniej optymistyczną skalę napływu turystów.

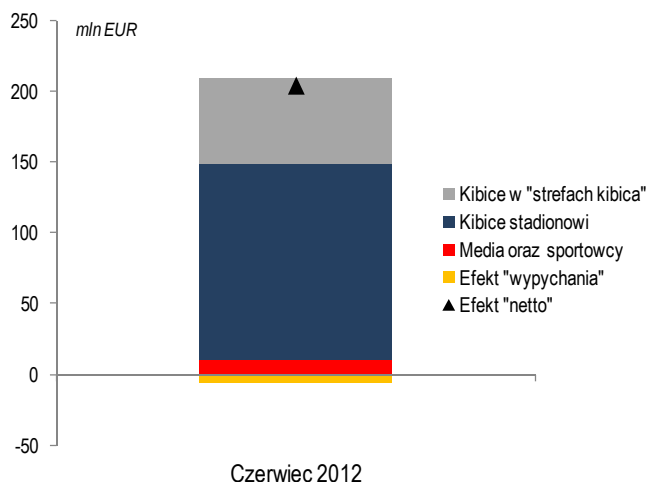
Po pierwsze, liczba meczy rozgrywanych w kraju będzie o jeden mecz mniejsza niż zakładano w momencie przygotowywania raportu. Ponieważ dotyczy to meczu ćwierćfinałowego, który mógłby przyciągnąć relatywnie większą liczbę kibiców pozastadionowych, wpływ powinien okazać się istotny. Po drugie, losowanie zdecydowało o tym, że drużyny, które mogą teoretycznie przyciągnąć największą liczbę zagranicznych kibiców (Niemcy, Anglia, Holandia) będą rozgrywać swoje pierwsze mecze na Ukrainie a nie w Polsce. Po trzecie, drużyny grające w Polsce to często przedstawiciele krajów dotkniętych kryzysem (Grecja, Hiszpania, Włochy,

¹ Skrócona wersja niniejszej analizy została opublikowana w dniu 13 kwietnia jako „Football, fans and FX flows” w Emerging Markets Daily and Week Ahead (CEEMEA Edition).

² Raport „IMPACT” pod redakcją Jakuba Borowskiego, Warszawa 2010.

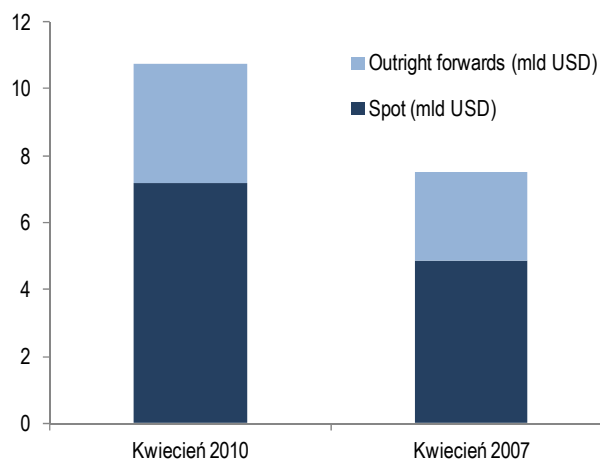
Irlandia). W związku z tym liczba kibiców z tych krajów może okazać się niższa niż w przypadku poprzednich podobnych imprez odbywających się w okresie „przedkryzysowym”. Z kolei czynnikiem działającym na korzyść Polski jest to, że na pobyt na terenie kraju zdecydowała się zdecydowana większość drużyn oraz ekip piłkarskich. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki spodziewamy się, że ostateczna liczba zagranicznych kibiców będzie niższa niż pierwotnie szacowano w raporcie IMPACT, nieco przekraczając 700 tys. osób (przede wszystkim na skutek mniejszej liczby osób w strefach kibica).

Wykres 5. Szacowane wydatki turystów podczas Euro 2012



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych oraz obliczeń zawartych w raporcie „IMPACT”.

Wykres 6. Przeciętne dzienne obroty na rynku walutowym (mld USD)



Źródło: BIS, NBP.

Ile euro wymienią kibice?

Liczba turystów odwiedzających Polskę to tylko część układanki, gdyż łączny popyt na złotego będzie uzależniony również od ich przeciętnych wydatków. Dane Instytutu Turystyki sugerują, że ubiegłoroczne przeciętne wydatki turystów na osobę (i na jeden dzień ich pobytu) były nieco niższe niż można było przypuszczać dwa lata temu. Może to sugerować (szczególnie w obliczu głębokiego spowolnienia w Europie Zachodniej), że przyjezdni kibice będą bardziej „oszczędni” również w bieżącym roku. Zakładając, że ta różnica wyniesie około 10% całkowite wydatki zagranicznych turystów w okresie Euro 2012 w Polsce mogłyby sięgnąć około 0,8-0,9 mld zł.

Podstawowe pytanie, które się nasuwa dotyczy tego, czy przypadkiem sama impreza sportowa nie doprowadzi do negatywnych efektów, zniechęcając zagranicznych kibiców (niezainteresowanych futbolem) do przyjazdu do Polski. Ewentualnie, czy nie skłoni ona Polaków do zaplanowania urlopu poza granicami kraju, aby uniknąć korków i zamieszania towarzyszącego Euro 2012 (co wiązałoby się z popytem na obce waluty i negatywnym wpływem na kurs PLN). Jest to możliwe, jednak łączny negatywny wpływ nie powinien być większy niż kilkadziesiąt milionów złotych. Tym bardziej, że mistrzostwa Europy mają się odbywać w okresie roku szkolnego, co ograniczy możliwość wyjazdów części Polaków. Biorąc to wszystko pod uwagę szacujemy, że dodatkowy popyt na złotego (netto) ze strony zagranicznych turystów w okresie Euro 2012 wyniesie około 200 mln euro.

Aprecjacja „tak”, ale bez przesady

Naszym zdaniem kwota 200 mln euro to relatywnie niewielka suma, która może mieć pewien, choć niedecydujący wpływ na rynek walutowy. Czynnikiem, który w tym samym czasie będzie oddziaływał na rynek to ograniczenia wypłaty dywidend przez spółki sektora finansowego w związku z zaleceniami regulatora. Mniejsze płatności oznaczają relatywnie ograniczone zapotrzebowanie na euro, a przez to powinny wspierać złote. Niemniej nasze szacunki sugerują, że łączny wpływ na dywidendy będzie umiarkowany i wyniesie (w czerwcu) około 100 mln euro. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że w czerwcu zapotrzebowanie gospodarki na euro będzie łącznie mniejsze o około 300 mln euro niż w przypadku gdyby w kraju nie odbywały się mistrzostwa Europy, a KNF nie rekomendował ograniczeń w płatności dywidend. Trudno zignorować taką kwotę, jednak w skali przepływów, które zazwyczaj są obserwowane na rynku walutowym jest ona niewielka. Dla porównania miesięczny deficyt w rachunku obrotów bieżących w czerwcu wynosił w ostatnich latach przeciętnie około 1,5 mld euro. Co więcej, dzienne obroty na rynku złotego (spot) wynoszą około 7 mld dolarów (Wykres 6), przyćmiewając przepływy związane z Euro 2012.

Innymi słowy, chociaż masowy przyjazd turystów w czerwcu może nieco umocnić złotego, nie należy jednak oczekiwać z tego tytułu nadmiernych lub długotrwałych wzrostów wartości polskiej waluty.

Gospodarka w skrócie

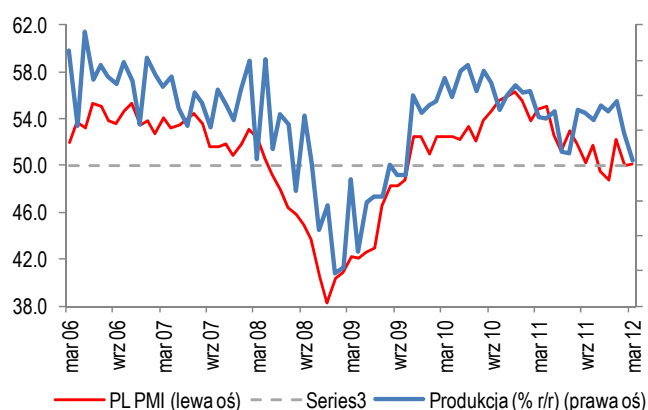
Wyraźniejsze sygnały spowolnienia

- Ostatnie tygodnie przyniosły wyraźne zaostrenie retoryki władz monetarnych, które poważnie rozważają możliwość podwyżek stóp.
- Niemniej jednocześnie coraz widoczniejsze stają się oznaki spowolnienia w gospodarce w związku z recesją w strefie euro, umocnieniem złotego oraz prawdopodobnym spadkiem inwestycji publicznych.
- Spadek inflacji oraz wyhamowanie w gospodarce powinny pozwolić RPP na pozostawienie stóp procentowych w maju bez zmian. Oczekujemy, że stopa referencyjna utrzyma się na poziomie 4,5% do końca roku.

Oslabienie w produkcji i na rynku pracy

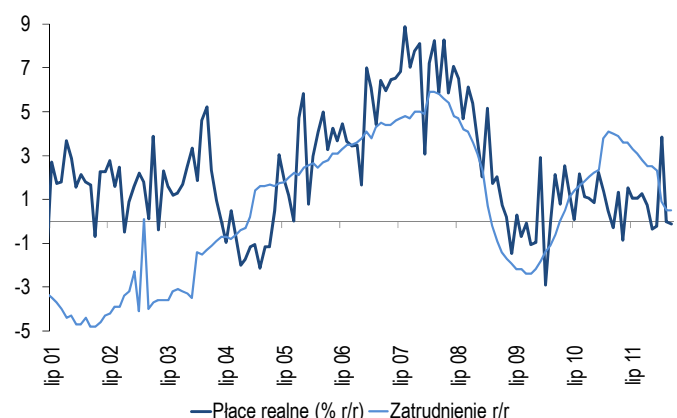
Wzrost produkcji przemysłowej zdecydowanie wyhamował w marcu do 0,7% r/r z 4,6% w lutym. Na słabe dane złożyło się przede wszystkim spowolnienie produkcji w przetwórstwie do 1% r/r z 5% w lutym. Tak jak wskazywaliśmy wynikało to przede wszystkim z wyraźnego pogorszenia produkcji samochodów w marcu, ale także produkcji wyrobów farmaceutycznych oraz komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych oraz mebli. Dane o produkcji potwierdziły pogorszenie aktywności w przemyśle, które sygnalizował w ostatnich miesiącach indeks PMI, a szczególnie spadek indeksu nowych zamówień poniżej 50 pkt, i które wynikało z osłabienia koniunktury u głównych partnerów handlowych oraz umocnienia złotego.

Wykres 7. Produkcja przemysłowa oraz indeks PMI



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 8. Płace realne i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



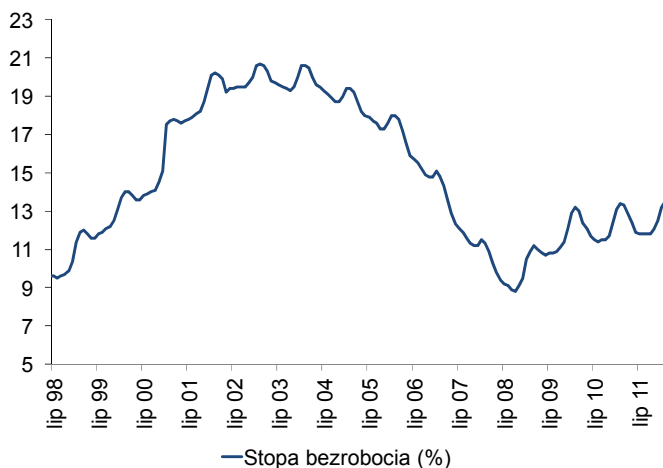
Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Płace nominalne wzrosły w marcu o 3,8% r/r, a w ujęciu realnym wynagrodzenia nawet odnotowały nieznaczny spadek. Towarzyszył temu zaledwie 0,5% r/r wzrost zatrudnienia, wskazujący na wyraźne ograniczenie popytu na pracę w obliczu spowolnienia w gospodarce. Według naszych szacunków od lipcowego szczytu zatrudnienie w przedsiębiorstwach obniżyło się łącznie o 0,7% (pomijając jednorazowy wzrost w styczniu, który był efektem zmian metodologicznych). Biorąc pod

uwagę uporczywie wysokie bezrobocie, niską dynamikę płac realnych oraz spadające zatrudnienie, naszym zdaniem na rynku pracy trudno dostrzec jakiegokolwiek poważne zagrożenie efektami drugiej rundy.

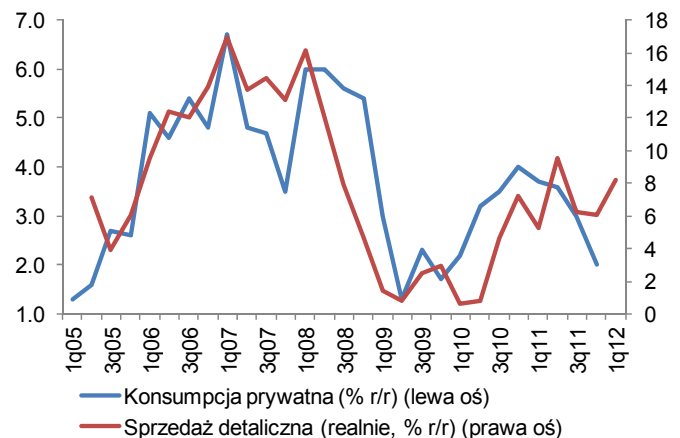
Pomimo oznak spowolnienia w produkcji i płacach sprzedaż detaliczna wciąż rośnie w przyzwoitym tempie. W lutym wzrost ten sięgnął w ujęciu nominalnym 13,7% r/r, zaprzeczając tendencjom obserwowanym na rynku pracy. Powyższe rozbieżności, a także fakt, iż sprzedaż systematycznie utrzymuje się znacznie powyżej dynamiki konsumpcji indywidualnej, utwierdza nas w przekonaniu, że dane o sprzedaży detalicznej są słabym wskaźnikiem aktywności w gospodarce. Wynika to stąd, że dane obejmują tylko duże punkty detaliczne zatrudniające ponad 9 osób, a więc uwzględniają wyniki coraz liczniej powstających sklepów sieciowych, a nie odzwierciedlają spadku sprzedaży w mniejszych sklepach. Bazując na danych z rynku pracy, dynamice kredytów oraz wynikach budżetu państwa (wpływy z VAT) spodziewamy się, że wzrost konsumpcji w 1Q utrzyma się na niskim poziomie i tylko nieco przekroczy 2% r/r.

Wykres 9. Stopa bezrobocia



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Realna sprzedaż detaliczna i konsumpcja prywatna



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Inflacja poniżej 4%

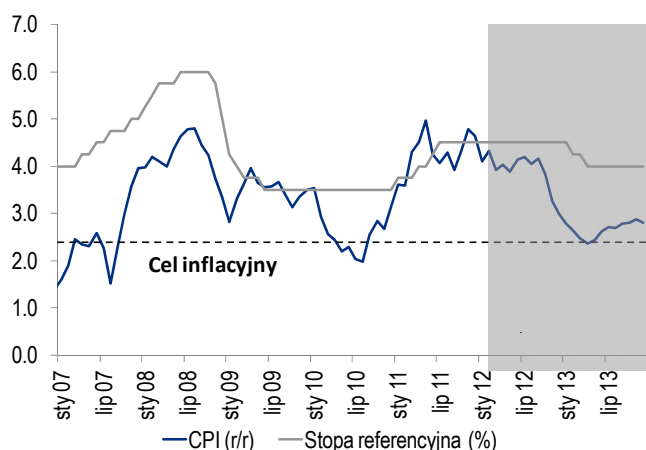
Marzec przyniósł wyraźny spadek wskaźnika inflacji do poziomu 3,9% r/r, wobec 4,3% w lutym. Podobnie jak w poprzednich miesiącach najszybsze wzrosty cen odnotowano w przypadku paliw oraz energii, co było pochodną podwyżek cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach. Ponadto, około 0,1-0,2 punktu procentowego we wskaźniku CPI było związane z podwyżkami cen jaj w związku z wprowadzaniem w życie nowych przepisów UE.

Najbliższe miesiące zapewne pokażą już mniej korzystne trendy inflacyjne. Oczekujemy, że wskaźnik CPI będzie oscylował w kolejnych miesiącach wokół 4% r/r i obniży się wyraźnie poniżej tego poziomu dopiero pod koniec roku. Ponadto, wciąż poważnym źródłem niepewności jest możliwość słabszych zbiorów zbóż oraz owoców, choć na tym etapie trudno precyzyjnie przewidzieć skalę tego zagrożenia. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy więc, że inflacja powróci do celu Rady Polityki Pieniężnej na początku przyszłego roku.

Jastrzębia RPP

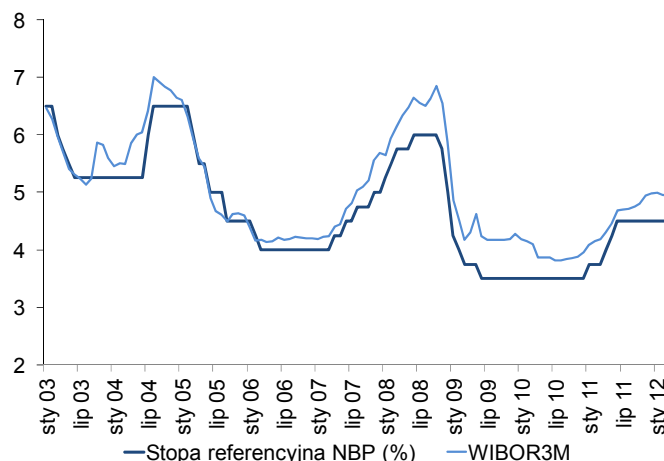
Najciekawszym wydarzeniem ostatniego miesiąca było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Jeszcze przed posiedzeniem szef banku centralnego wyraźnie stwierdził w wywiadzie dla Bloomberg, że utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie przez długi okres byłoby mniejszym błędem niż pospieszne podwyżki, które musiałyby zostać potem odwrócone. Pomimo tych wyjątkowo łagodnych wypowiedzi, komunikat RPP oraz wypowiedzi prezesa NBP po kwietniowym posiedzeniu okazały się zdecydowanie bardziej „jastrzębie”. Rada Polityki Pieniężnej wręcz stwierdziła, że zamierza rozważyć podwyżkę stóp procentowych, o ile perspektywy inflacyjne nie ulegną poprawie a wzrost gospodarczy nie wyhamuje wyraźnie.

Wykres 11. Prognoza inflacji



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 12. Referencyjna stopa NBP oraz stawka WIBOR



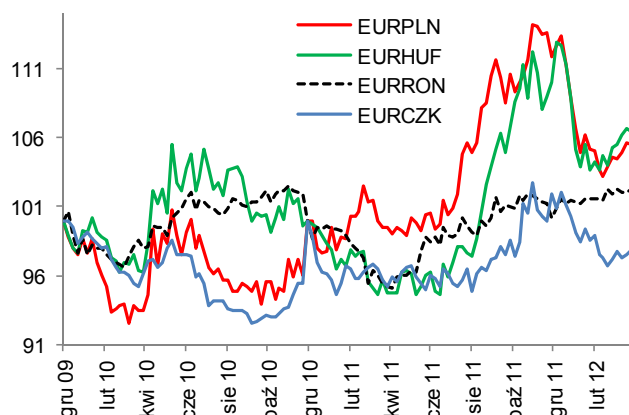
Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Ton wypowiedzi członków RPP sugeruje, że władze monetarne bardzo niekomfortowo czują się w obliczu uporczywie wysokiej inflacji. Na większości członków Rady najwyraźniej większego wrażenia nie robi to, że: 1) wysoka inflacja nie wynika bynajmniej z czynników popytowych; 2) brak jest oznak świadczących o efektach drugiej rundy; 3) większość prognoz - w tym również pochodzących z NBP - sygnalizuje wyraźne wyhamowanie aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach. Jeden z argumentów wysuwanych przez członków RPP dotyczy tego, że podwyżka stóp procentowych pomogłaby wzmocnić wiarygodność Rady w oczach gospodarstw domowych, firm oraz uczestników rynków finansowych. Nie podzielamy tej opinii, gdyż w naszej ocenie pospieszne podwyżki mogą mieć wręcz bardziej negatywny wpływ na sposób postrzegania RPP oraz jej wiarygodność.

Niemniej najnowsze rozczarowujące dane o produkcji przemysłowej mogą zmniejszyć chęć części członków RPP do podnoszenia stop już na majowym posiedzeniu. Spodziewamy się, że wbrew wcześniejszym zapowiedziom większość Rady będzie chciała wstrzymać się jeszcze 1-2 miesiące z decyzjami, aby ocenić na ile spowolnienie gospodarcze ma charakter trwały. W naszej ocenie jest ono trwałe, a kolejne dane powinny potwierdzić pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz osłabienie aktywności w gospodarce. Dlatego spodziewamy się, że w horyzoncie kolejnych miesięcy większość w RPP porzuci plany podwyżek stóp procentowych, a same stopy pozostaną bez zmian do końca roku. W

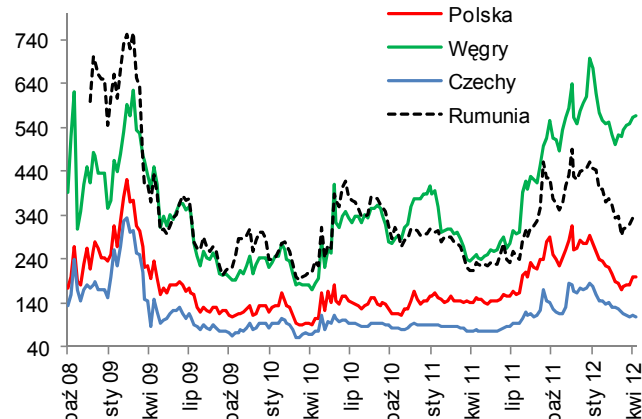
naszym scenariuszu dopuszczamy możliwość niewielkich obniżek na początku 2013, gdy wzrost będzie osiągał swoje minimum. Niemniej naszym zdaniem rosną szanse na to, że stopy pozostaną bez zmian również w przyszłym roku.

Wykres 13. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



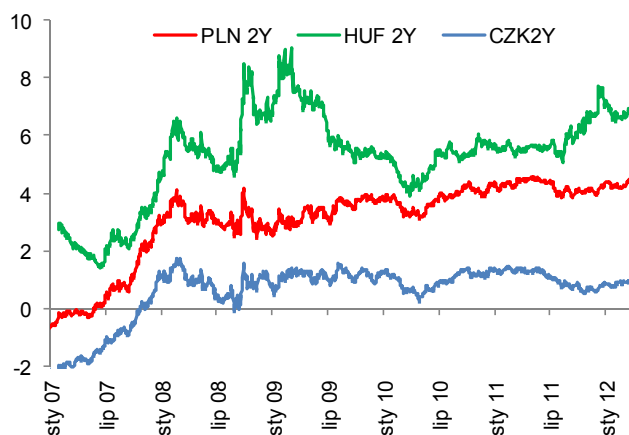
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Stawki CDS (5-letnie)



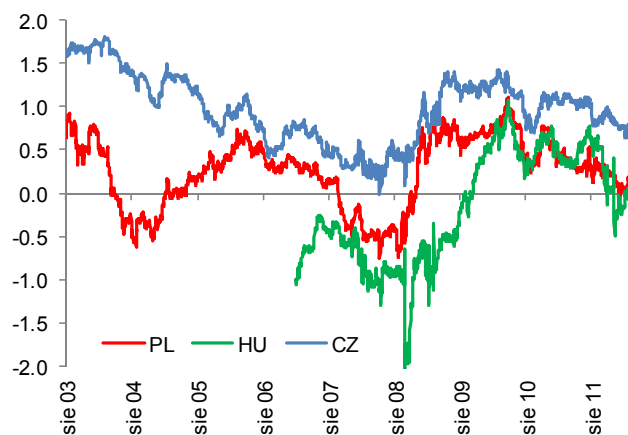
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



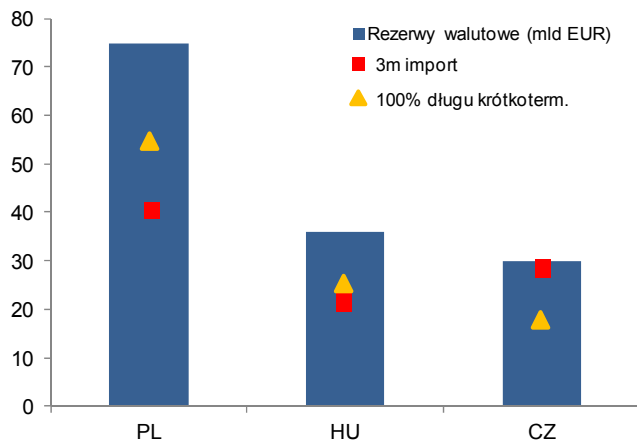
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



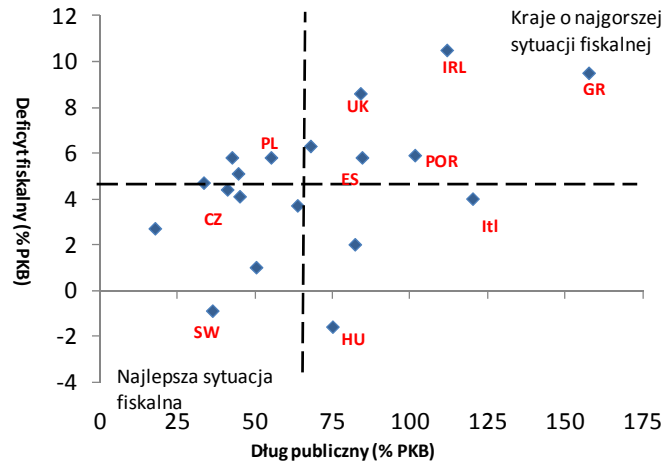
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 18. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)

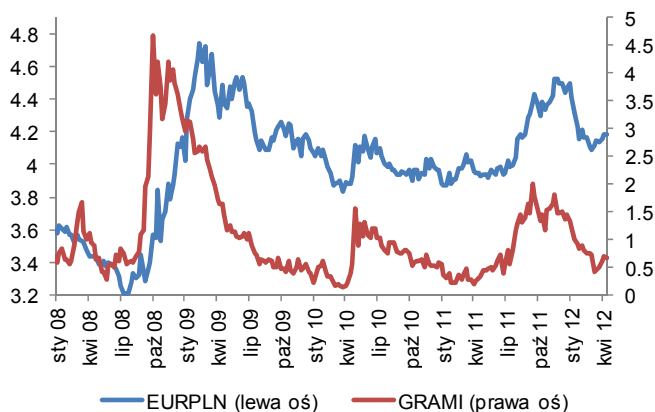


Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

EUR/PLN pod presją

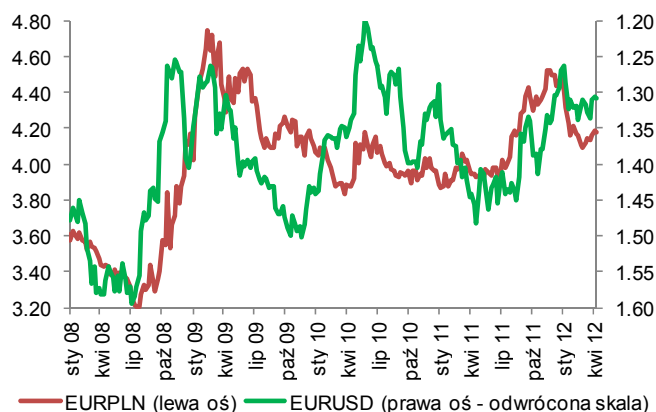
W ostatnich tygodniach kurs złotego utrzymywał się w stosunkowo wąskim przedziale wahań, stopniowo tracąc na wartości wobec głównych walut. Po silnym umocnieniu złotego na początku roku od połowy marca złoty stopniowo osłabiał się zarówno wobec euro i dolara za sprawą lekkiego pogorszenia apetytu na ryzyko przy spadającym pozytywnym wpływie operacji płynnościowych EBC na nastroje rynkowe oraz w wyniku realizacji zysków przez inwestorów. Kurs EUR/USD był stosunkowo stabilny pozostając w przedziale 1,30-1,335, i w połowie kwietnia znalazł się na poziomie ok. 1,31 wobec nieco poniżej 1,33 przed miesiącem. Negatywnie na nastroje na świecie wpłynęły nieco gorsze od oczekiwań dane z gospodarki amerykańskiej, obawy o wzrost gospodarczy w Chinach oraz powrót obaw o sytuację zadłużeniową strefy euro, zwłaszcza odnośnie Hiszpanii. Pewnym wsparciem dla złotego okazało się zaostrenie tonu wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej.

Wykres 19. EUR/PLN vs. indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI.



Źródło: Reuters, Citi

Wykres 20. EUR/USD vs. EUR/PLN.



Źródło: Reuters

W najbliższych tygodniach złoty może pozostać pod presją. Sądzymy, że EUR/PLN podąży w stronę 4,24-4,25 (kolejnym poziomem wsparcia byłby 4,30) w związku z oczekiwanym utrzymaniem podwyższonej awersji do ryzyka. Negatywnie na apetyt na ryzyko będzie naszym zdaniem wciąż wpływała sytuacja Hiszpanii, której rząd może w perspektywie roku skorzystać z pomocy międzynarodowej. Czynnikiem, który będzie podtrzymywał awersję do ryzyka oraz niepokój inwestorów będą wybory prezydenckie we Francji (22 kwietnia – pierwsza tura; 6 maja – druga tura). Dodatkowa niepewność będzie związana z wynikami wyborów parlamentarnych w Grecji (6 maja), które mogą zwiększać ryzyko implementacji niezbędnych reform. Choć jastrzębi ton Rady jest czynnikiem wspierającym złotego to naszym zdaniem oczekiwany przez nas brak podwyżki stóp na posiedzeniach RPP w najbliższych miesiącach oraz stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego będą oddziaływać w kierunku słabszego złotego. Dodatkowym negatywnym czynnikiem w regionie jest brak porozumienia rządu węgierskiego z MFW.

W dalszej części roku złoty może nieco odreagować jednak pozostanie blisko obecnie notowanych poziomów. Sądzymy, że na możliwe dalsze zaostrenie kryzysu zadłużenia w strefie euro EBC odpowie dalszym zakupem obligacji peryferyjnych krajów strefy euro oraz prawdopodobnie kolejnym programem płynnościowym. Ponadto pozytywnym czynnikiem dla złotego będzie realizacja planu zacieśnienia fiskalnego owocująca spadkiem deficytu fiskalnego poniżej 3,5%, co umożliwi Komisji Europejskiej zdjęcie procedury nadmiernego deficytu z Polski w połowie 2013 r. Krajową walutę będzie także wspierał stosunkowo wysoki popyt na polski dług ze strony inwestorów zagranicznych. W przypadku gdyby presja na złotego znacząco wzrosła pod koniec roku możliwe są ponowne interwencje NBP.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	19/4/2012	II kw. '12	III kw. '12	IV kw. '12	I kw. '13
USD/PLN	3,1879	3,19	3,21	3,25	3,30
EUR/PLN	4,1865	4,15	4,14	4,13	4,12
GBP/PLN	5,1183	5,00	4,99	5,04	5,02
CHF/PLN	3,4837	3,46	3,45	3,41	3,40

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2011												2012
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6.8	6.7	7.8	2.0	1.8	7.9	7.4	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6	0.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	15.2	-9.3	2.7	1.0	-6.0	4.1	12.6	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	10.7
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	7.4	7.3	8.2	1.9	2.3	9.0	8.3	7.1	9.5	8.6	10.7	5.0	1.0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	24.2	15.6	23.9	17.0	16.5	10.8	18.1	8.9	13.0	14.6	32.2	12.0	3.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	9.4	18.6	13.8	10.9	8.2	11.3	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3	13.7	-
Stopa bezrobocia (%)	13.3	12.8	12.4	11.9	11.8	11.8	11.8	11.8	12.1	12.5	13.2	13.5	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4.0	3.9	3.6	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5	0.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.3	4.5	5.0	4.2	4.1	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9
Inflacja (% m/m)	0.9	0.5	0.6	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	9.5	8.8	6.3	5.6	5.9	6.8	8.4	8.5	8.9	8.2	7.9	6.3	4.5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1.6	0.7	-0.3	0.3	0.4	0.6	1.7	0.1	0.7	0.4	0.1	-0.3	1.3
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.0	5.9	4.1	5.8	5.2	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3	3.8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,107	-1,149	-182	-2,023	-1,962	-1,428	-1,346	-1,546	-1,113	-1,337	-1,879	-1,585	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.8	-4.8	-4.7	-4.9	-4.9	-4.7	-4.7	-4.6	-4.2	-4.1	-4.3	-4.5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-687	-1004	-932	-1203	-1290	-1036	-387	-671	-811	-1076	-844	-838	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12,185	11,484	12,104	11,680	10,821	11,308	12,216	12,061	11,931	10,596	11,276	11,721	-
Eksport (% r/r)	12.5	11.2	18.1	7.2	4.8	14.1	4.9	4.6	6.8	5.0	6.8	6.2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,872	12,488	13,036	12,883	12,111	12,344	12,603	12,732	12,742	11,672	12,120	12,559	-
Import (% r/r)	10.6	16.1	19.4	12.9	8.9	11.6	3.6	3.7	2.3	2.4	9.5	7.0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10.9	9.4	7.7	7.2	7.4	8.8	10.2	10.5	11.8	12.5	13.7	12.5	9.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.8	11.3	9.8	9.2	9.8	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4	12.3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.3	9.2	8.2	5.5	6.1	7.2	9.1	8.6	13.5	12.1	12.5	12.6	7.6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	13.3	12.4	12.2	9.4	13.7	12.1	14.5	14.5	13.3	11.9	11.1	9.6	9.8
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3.6	5.8	5.4	6.4	9.1	9.6	12.6	12.5	16.1	18.1	15.9	14.8	20.6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.75	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
WIBOR 3M (średnio)	4.18	4.27	4.39	4.62	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.97	4.95
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.19	4.30	4.45	4.69	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.96	4.94
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.46	4.54	4.58	4.64	4.62	4.56	4.48	4.45	4.79	4.55	4.51	4.48	4.47
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.06	5.03	4.92	4.89	4.76	4.49	4.47	4.58	4.87	4.78	4.70	4.67	4.61
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.73	5.77	5.49	5.42	5.32	5.16	5.10	5.10	5.29	5.33	5.00	4.86	4.86
EUR/PLN (koniec okresu)	4.01	3.94	3.96	3.99	4.01	4.14	4.41	4.34	4.55	4.41	4.23	4.14	4.16
USD/PLN (koniec okresu)	2.82	2.65	2.75	2.75	2.81	2.87	3.26	3.10	3.42	3.41	3.20	3.07	3.12
EUR/USD (koniec okresu)	1.42	1.49	1.44	1.45	1.43	1.44	1.35	1.40	1.33	1.29	1.32	1.35	1.33
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	17.3	21.6	23.7	20.4	21.1	20.7	21.9	22.5	21.6	25.1	5.3	16.4	23.0
Def. budżetowy kum. (% planu)	43.1	53.8	59.0	50.7	52.5	51.6	54.5	56.1	53.6	62.4	15.1	46.8	65.6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	304	342	426	533	433	470	515	512
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,415	1,523	1,637
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,297	13,474	13,415
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	3.8	4.3	2.7
Inwestycje (% r/r)	6.5	14.9	17.6	9.6	-1.2	9.3	10.3	1.5
Spożycie ogółem (% r/r)	2.7	5.2	4.6	6.1	2.0	3.5	2.1	1.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2.1	5.0	4.9	5.7	2.1	3.2	3.1	2.2
Eksport (% r/r)	8.0	14.6	9.1	7.1	-6.8	10.2	5.9	4.8
Import (% r/r)	4.7	17.3	13.7	8.0	-12.4	10.7	4.8	2.5
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	4.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	4.77	4.69
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	5.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	3.41	3.25
USD/PLN (Średnia)	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	2.97	3.21
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	4.41	4.13
EUR/PLN (Średnia)	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-21.2	-18.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.1	-3.7
Saldo handlu zagranicznego	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.4	-11.9
Eksport	96.5	117.4	145.3	178.7	142.1	165.9	192.3	189.4
Import	99.2	124.5	162.4	204.7	146.4	177.7	206.7	201.2
Saldo usług	0.7	0.7	4.8	5.0	4.8	3.1	6.8	6.7
Saldo dochodów	-6.7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-19.4	-18.6
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7.0	10.7	18.0	10.3	8.8	3.4	11.0	12.0
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	40.7	41.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.1	-3.6	-1.9	-3.6	-7.2	-7.8	-5.1	-3.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.1	-2.2	-0.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.5	47.8	44.9	46.9	49.8	52.8	53.6	53.0
Dług krajowy	34.5	35.6	34.3	34.8	36.8	38.4	37.5	37.9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3.8	4.3	2.7	2.4	3.1	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.6	4.3	3.9	2.7	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.1	-3.7	-3.9	-5.1	-5.3
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	4.50	4.50	4.00	4.75	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.96	3.41	3.25	3.07	2.95	2.91
USD/PLN (Średnia)	3.02	2.97	3.21	3.21	3.00	2.93
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.41	4.13	3.96	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.12	4.17	4.07	3.93	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

Analitik 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

Teksty dotyczące Polski oraz Węgier są przygotowywane przez Piotra Kalisza oraz Cezarego Chrapka (Warszawa)

Autorem tekstu dotyczącego Czech (w wersji angielskiej) jest Jaromir Sindel (Praga)

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 zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.
