

CitiMonthly

W skrócie

- Nasze najnowsze prognozy na 2013 rok zakładają wolniejszy niż wcześniej przewidywaliśmy wzrost wśród głównych partnerów handlowych Polski. Jednocześnie w górę skorygowane zostały prognozy na 2014 rok.
- Obecnie w bazowym scenariuszu Citi nie zakłada już wyjścia Grecji ze strefy euro w 2014, choć wciąż istnieje ryzyko, że może do tego dojść na późniejszym etapie.
- Mimo stopniowej poprawy warunków na rynkach finansowych oraz nieznacznie lepszych perspektyw wzrostu gospodarczego w niektórych krajach, polityka pieniężna największych banków centralnych najprawdopodobniej pozostanie łagodna przez długi czas.
- Ostatnio opublikowane dane potwierdzają, że wzrost gospodarczy pozostaje słaby. W I kw. wzrost PKB spowolnił nieco bardziej niż oczekiwał rynek - do 0,4% r/r z 0,7% r/r w IV kw. Słaby popyt wewnętrzny wspiera nasze oczekiwania, że deficyt budżetowy przestrzeli tegoroczny plan zapisany przez rząd w budżecie (towarzyszyć temu będzie rewizja budżetu).
- Podtrzymujemy nasz pogląd (sformułowany ponad pół roku temu), że wzrost gospodarczy w Polsce wyniesie w 2013 roku około 1,3%. Na 2014 przewidujemy przyspieszenie powyżej 2,5% dzięki wyraźnie lepszej dynamice konsumpcji indywidualnej, poprawie w inwestycjach publicznych oraz odbudowie zapasów.
- W maju RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb a komunikat pozostawił otwarte drzwi do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę słabe dane z gospodarki oraz niską ścieżkę inflacji oczekujemy jeszcze 1-2 obniżek stóp do lipca łącznie o 50 pb, wobec oczekiwanych przez rynek obniżek o 100 pb.
- Biorąc pod uwagę stosunkowo łagodne nastawienie Rady Polityki Pieniężnej oraz wciąż słabe wyniki gospodarki nie oczekujemy znaczącego umocnienia złotego w najbliższym czasie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

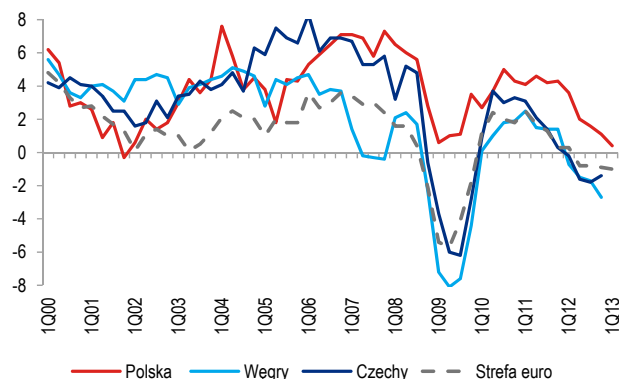
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

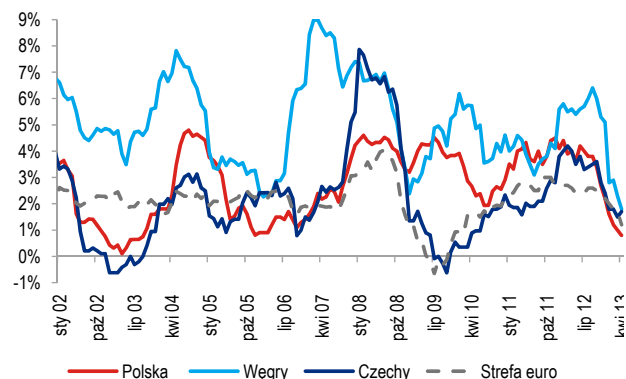
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



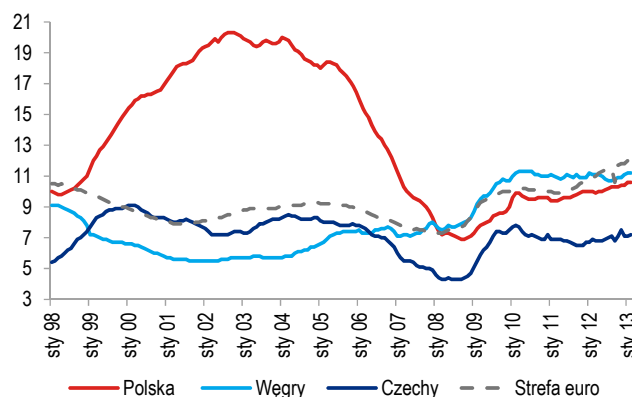
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



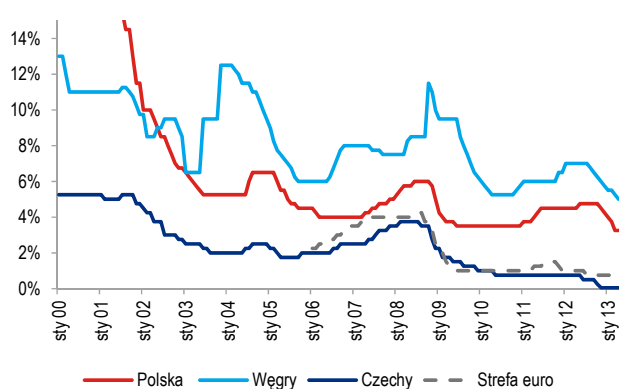
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	2.9	2.4	-2.9	48.3
Węgry	4.9	7.2	-3.0	79.7
Polska	3.0	4.6	-3.9	57.5
Rumunia	3.9	6.4	-2.6	38.6
Kryterium konwergencji	<u>2.5</u>	<u>4.8</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2013, opublikowane w maju 2013 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-95.

Perspektywy globalne¹

Ożywienie w Niemczech dopiero w 2014

- Nasze najnowsze prognozy na 2013 rok zakładają wolniejszy niż wcześniej przewidywaliśmy wzrost wśród głównych partnerów handlowych Polski. Jednocześnie w górę skorygowane zostały prognozy na 2014 rok.
- Obecnie w bazowym scenariuszu Citi nie zakłada już wyjścia Grecji ze strefy euro w 2014, choć wciąż istnieje ryzyko, że może do tego dojść na późniejszym etapie.
- Mimo stopniowej poprawy warunków na rynkach finansowych oraz nieznacznie lepszych perspektyw wzrostu gospodarczego w niektórych krajach, polityka pieniężna największych banków centralnych najprawdopodobniej pozostanie łagodna przez długi czas.

W ostatnich tygodniach Citi zrewidowało w dół prognozy wzrostu PKB na 2013 r. dla głównych partnerów handlowych Polski, podwyższając jednocześnie prognozy na 2014 r. Mimo, że prognoza wzrostu PKB dla strefy euro na 2013 r. została zrewidowana w dół tylko o 0,1 pkt proc. to nastąpiły duże, ale częściowo wzajemnie niwelujące się zmiany dla poszczególnych krajów. Najważniejsza z punktu widzenia perspektyw polskiej gospodarki wydaje się obniżenie prognozy wzrostu gospodarczego dla Niemiec o 0,5 pkt proc. do 0,3% r/r w bieżącym roku, Włoch o 0,3 pkt proc do -1,9% r/r oraz dla Francji o 0,1 pkt proc do -0,3% r/r. Podwyższone zostały prognozy wzrostu dla krajów peryferyjnych (Grecja, Irlandia, Portugalia, Hiszpania), do których eksport z Polski stanowi niewielki udział w całkowitym eksporcie. Jednocześnie prognozy na 2014 zostały wyraźnie podniesione, szczególnie w przypadku Niemiec (więcej szczegółów – Tabela 2).

Istotna zmiana w podstawowym scenariuszu dla strefy euro dotyczy Grecji. W przeciwieństwie do poprzednich założeń, obecny scenariusz nie przewiduje wyjścia Grecji z unii walutowej w 2014 roku, choć wciąż istnieje ryzyko, że może do tego dojść później. EBC najprawdopodobniej obniży stopy procentowe po raz kolejny w dalszej części bieżącego roku, jednak prognozy Citi zakładają, że ten ruch - podobnie jak złagodzenie warunków kredytowych - nie wystarczy, aby wyraźnie ożywić gospodarkę. Jeżeli chodzi o pozostałe kluczowe gospodarki świata, Chiny przechodzą transformację w stronę wolniejszego wzrostu gospodarczego, a prognozy Citi są niższe od konsensusu rynkowego w tym roku oraz w 2014 r. Kombinacja niższego wzrostu gospodarczego w Chinach oraz osłabienie jena ogranicza perspektywy wzrostu PKB w wielu krajach wschodzących, wspierając utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej.

Bankowi Japonii (BoJ) udało się poprawić perspektywy wzrostu gospodarczego w krótkim terminie oraz wesprzeć oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Jednak ekonomiści Citi wątpią, aby BoJ udało się

¹ Poniższa sekcja raportu powstała w oparciu o raport GEOS z 22.05.2013 i EMMSO z 24.05.2013. Prognozy dla otoczenia zewnętrznego (rozwinęte oraz rozwijające się rynki, poza Polską) zostały przygotowane przez ekonomistów Citigroup odpowiadających za poszczególne rynki.

trwale podwyższyć inflację do 2%, o ile nie nastąpi przyspieszenie tempa wzrostu płac i o ile podwyżka podatku od konsumpcji zaplanowana na kwiecień 2014 r. nie zostanie przesunięta lub wycofana. W USA ożywienie wzrostu PKB wydaje się coraz pewniejsze mimo zacieśnienia polityki fiskalnej. Według Citi biorąc pod uwagę bardzo dogodne warunki na rynkach finansowych Fed może zdecydować się na ograniczenie zakupów obligacji w dalszej części roku, choć program skupu obligacji będzie najprawdopodobniej jeszcze częściowo kontynuowany także w 2014 r.

Tabela 2. Prognozy w wybranych gospodarkach (prognozy na lata 2012-2014)

	PKB			CPI			Saldo budżetu		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Świat	2.5	2.6	3.2	2.9	2.7	3.0	-4.5	-4.4	-3.6
Kraje rozwinięte	1.2	1.1	1.7	1.8	1.3	1.8	-6.1	-5.7	-4.2
USA	2.2	1.9	2.9	1.8	1.3	2.1	-8.3	-6.0	-4.5
Japonia	2.0	2.0	1.5	0.0	0.0	2.0	-10.7	-9.8	-7.0
Strefa euro	-0.5	-0.7	0.0	2.5	1.5	1.3	-3.7	-2.9	-2.5
Niemcy	0.9	0.3	1.3	2.0	1.4	2.2	0.2	-0.1	-0.3
Francja	0.0	-0.3	0.4	2.0	1.0	1.6	-4.8	-3.8	-3.5
Włochy	-2.4	-1.9	-0.6	3.3	1.6	1.3	-3.0	-3.2	-2.7
Hiszpania	-1.4	-2.0	-1.2	2.4	1.6	0.7	-10.6	-6.3	-5.1
Grecja	-6.4	-5.5	-4.5	1.0	-0.6	-1.1	-10.0	-5.1	-4.0
Portugalia	-3.3	-3.1	-1.6	2.8	0.6	0.4	-6.4	-5.6	-5.2
Kraje rozwijające się	4.7	4.9	5.3	4.6	4.8	4.7	-1.7	-2.4	-2.6
Chiny	7.8	7.7	7.3	2.6	2.9	3.1	-2.0	-2.0	-2.0
Czechy	-1.2	-0.8	1.3	3.3	1.6	1.4	-4.4	-2.9	-2.9
Węgry	-1.7	0.2	1.3	5.7	2.1	3.0	-1.9	-2.7	-2.9
Polska	1.9	1.3	2.8	3.7	1.0	2.0	-3.9	-3.9	-3.5
Rumunia	0.7	1.6	2.8	3.3	4.8	3.3	-2.2	-2.2	-2.5
Rosja	3.4	2.1	2.8	5.1	6.7	5.4	-0.7	-2.0	-4.1
Turcja	2.2	4.0	4.3	8.9	7.4	7.3	-2.0	-2.2	-2.7

Źródło: Prognozy Citi Research.

Gospodarka w skrócie²

Możliwe jeszcze niewielkie cięcia

- W maju RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb a komunikat pozostawił otwarte drzwi do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę słabe dane z gospodarki oraz niską ścieżkę inflacji oczekujemy jeszcze 1-2 obniżek stóp do lipca łącznie o 50 pb, wobec oczekiwanych przez rynek obniżek o 100 pb.
- Ostatnio opublikowane dane potwierdzają, że wzrost gospodarczy pozostaje słaby. W I kw. wzrost PKB spowolnił nieco bardziej niż oczekiwał rynek - do 0,4% r/r z 0,7% r/r w IV kw. Słaby popyt wewnętrzny wspiera nasze oczekiwania, że deficyt budżetowy przestrzeli tegoroczny plan zapisany przez rząd w budżecie (towarzyszyć temu będzie rewizja budżetu).
- Biorąc pod uwagę stosunkowo łagodne nastawienie Rady Polityki Pieniężnej oraz wciąż słabe wyniki gospodarki nie oczekujemy znaczącego umocnienia złotego w najbliższym czasie.

Kontynuacja cyklu obniżek stóp

Choć cykl łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce najprawdopodobniej zbliża się do końca, ostatnie decyzje oraz komunikacja bankierów centralnych sugerują możliwość dalszych obniżek stóp procentowych. W maju Rada Polityki Pieniężnej powróciła do łagodzenia polityki pieniężnej obniżając stopy procentowe o 25 pb i sprowadzając stopę referencyjną do historycznie niskiego poziomu 3%. Redukcja stóp nastąpiła nieco wcześniej niż zakładaliśmy (oczekiwaliśmy jej w czerwcu), ale niespodzianka nie była duża. Ton komunikatu po posiedzeniu Rady nie daje jednak wyraźnych sygnałów co do skali dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Sprawia to wrażenie jakby Rada celowo utrzymała swój oficjalny komunikat w tym tonie, aby pozostawić sobie otwarte drzwi do elastycznego działania w zależności od dalszego rozwoju sytuacji w gospodarce. Jedyny jasny przekaz jaki płynie od RPP dotyczy tego, że przyszłe decyzje Rady będą uzależnione od trendów inflacyjnych. Taki komunikat jednak nie zaskakuje, jeśli weźmiemy pod uwagę, że podstawowym mandatem polskiego banku centralnego jest dbanie o stabilność cen.

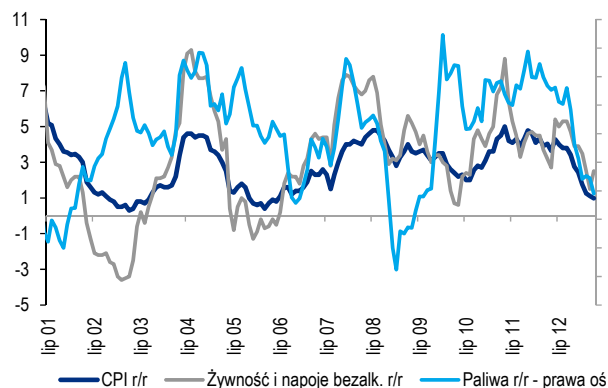
Inflacja poniżej 1%, przynajmniej na razie

Biorąc pod uwagę naszą zaktualizowaną prognozę inflacji sądzimy, że RPP będzie miała argumenty za dalszym obniżaniem stóp procentowych. Ostatnie komentarze URE nawołujące sprzedawców energii elektrycznej do obniżek cen w dalszej części roku mogą przyczynić się do utrzymania inflacji poniżej 1% r/r przez większą część roku. Choć w średnim terminie inflacja będzie rosła i w 2014 roku prawdopodobnie przekroczy 2%, wzrost będzie na tyle powolny, że RPP zapewne będzie odczuwać presję, aby obniżyć stopy procentowe. Podtrzymujemy zdanie, że po lipcu warunki do łagodzenia polityki będą już mniej korzystne, gdyż

² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 24.05.2013.

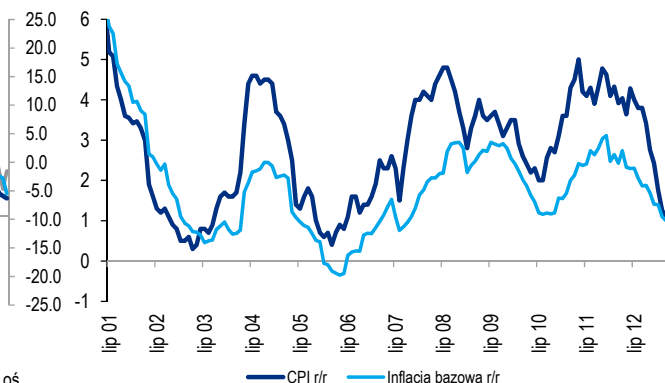
w II połowie roku spodziewamy się przyspieszenia dynamiki PKB oraz lekkiego wzrostu inflacji. Z tego względu dostrzegamy szansę na jeszcze maksymalnie dwie obniżki stóp procentowych – w czerwcu i lipcu – co obniżyłoby stopę referencyjną do poziomu 2,5%, wobec obecnego poziomu 3,0%.

Wykres 5. Inflacja i główne składowe



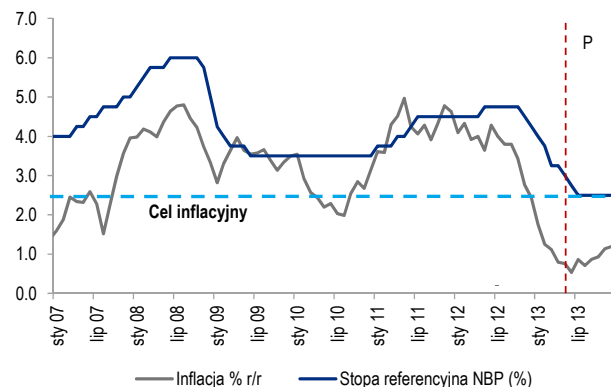
Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Inflacja i inflacja bazowa



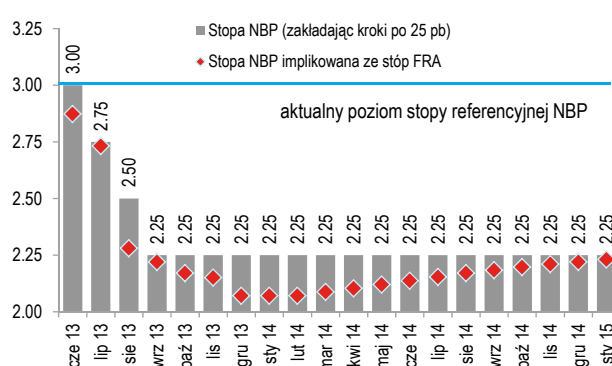
Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 7. Prognoza inflacji i stopy referencyjnej



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 8. Implikowana stopa NBP ze stawek FRA

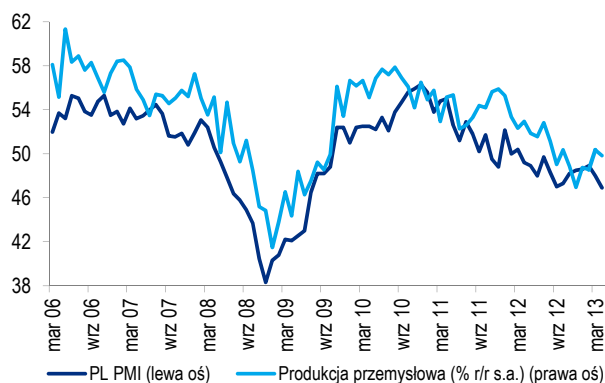


Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wzrost PKB przyspieszy w kolejnych kwartałach

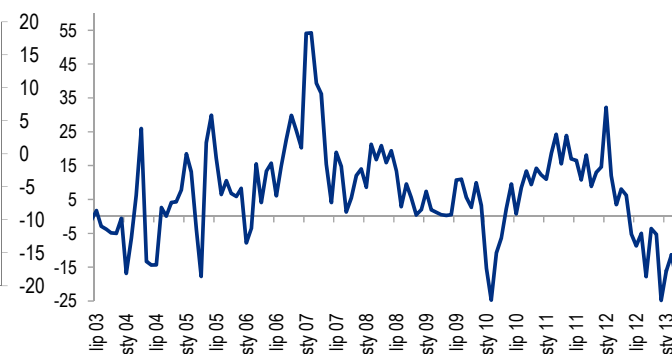
Ostatnio opublikowane dane potwierdzają, że wzrost gospodarczy pozostaje słaby. W I kw. PKB spowolnił nieco bardziej niż oczekiwał rynek, a wzrost osiągnął 0,4% r/r, wobec 0,7% r/r w IV kw. Szczegółowe dane nie zostały jeszcze opublikowane, ale naszym zdaniem niespodzianka jest prawdopodobnie związana z przedłużającą się zimą, która najprawdopodobniej miała negatywny wpływ na aktywność inwestycyjną. Miesięczne dane sugerują, że wzrost gospodarczy w II kwartale był najprawdopodobniej jedynie nieznacznie szybszy niż w I kwartale i to głównie za sprawą wyższej aktywności w sektorze budowlanym oraz w przemyśle. Jednak naszym zdaniem bardziej zdecydowane ożywienie w gospodarce nastąpi dopiero w II połowie roku, kiedy oczekujemy mocniejszej konsumpcji prywatnej oraz inwestycji publicznych. Nasza prognoza zakłada osiągnięcie przez wzrost PKB poziomu 1,5-2,0% w IV kwartale 2013 r. oraz dalsze przyspieszenie gospodarki w 2014 r.

Wykres 9. Produkcja przemysłowa i PMI



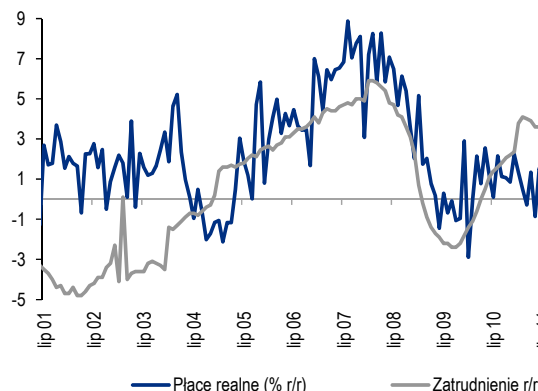
Źródło: GUS, Reuters, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 10. Produkcja budowlana.



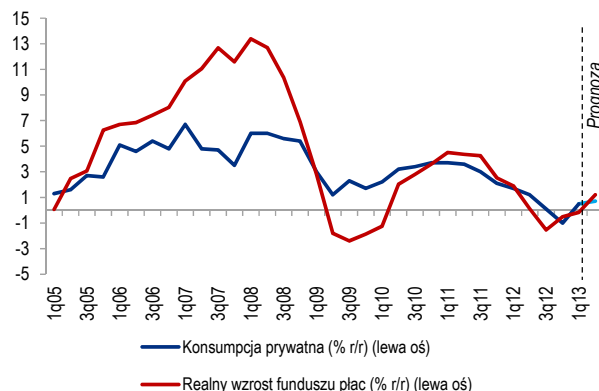
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 11. Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Realny fundusz płac i konsumpcja prywatna



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

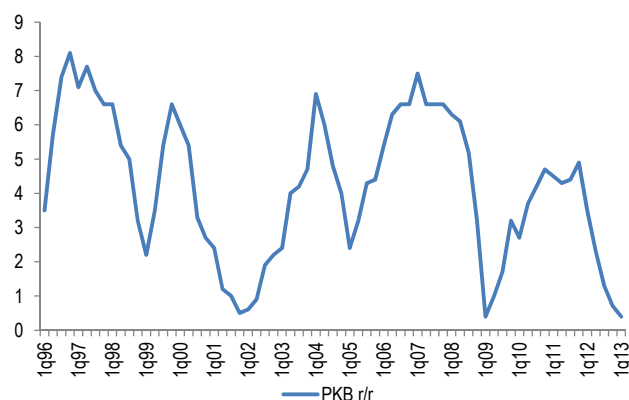
Czekając na rewizję budżetu

Słaby popyt wewnętrzny wspiera nasze oczekiwania, że deficyt budżetowy przestrzeli tegoroczny plan zapisany przez rząd w budżecie. Najnowsze dane pokazują, że deficyt budżetu centralnego wzrósł po kwietniu do 31,7 mld zł i osiągnął 89,3% całorocznego planu. To implikuje nie tylko szybszą realizację deficytu budżetowego niż w poprzednich latach, ale pokazuje również, że jest on już aż o 5 pkt proc. większy niż poziom założony w oficjalnym harmonogramie Ministerstwa Finansów opublikowanym przed miesiącem. To potwierdza jedynie, że marcowa poprawa w dochodach VAT była jedynie przejściowa, a „poślizg fiskalny” przekracza dotychczasowe oczekiwania przedstawicieli rządu. Zakładając, że Ministerstwo Skarbu będzie w stanie zwiększyć wpływy z dywidend od spółek z udziałem Skarbu Państwa, Ministerstwo Finansów utrzyma wydatki pod kontrolą, a budżet otrzyma „nieoczekiwany” transfer zysku z banku centralnego, wciąż dostrzegamy ubytek w budżecie na kwotę ok. 5-10 mld zł.

W odpowiedzi na pogorszenie sytuacji fiskalnej Ministerstwo Finansów najprawdopodobniej zdecyduje się na a) rewizję deficytu budżetowego o ok. 5-10 mld zł oraz/lub b) redukcję transferów netto do otwartych funduszy

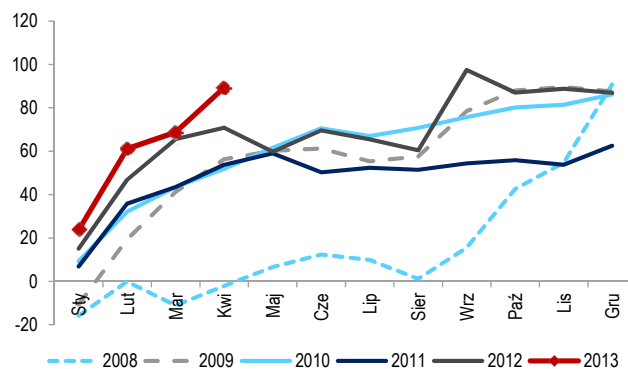
emerytalnych. Decyzja w kwestii potencjalnych zmian w systemie emerytalnym prawdopodobnie będzie podjęta w najbliższych tygodniach i będzie uważnie obserwowana przez wielu inwestorów (w szczególności inwestorów z rynku akcji). Polskie fundusze emerytalne były przez długi czas istotnym inwestorem na krajowym rynku finansowym i redukcja transferów netto do OFE może wpłynąć na ich decyzje inwestycyjne (szczególnie w średnim terminie). Uważamy, że zmiany zaproponowane przez rząd będą zaprojektowane w taki sposób, aby wpływ na rynek długu był jak najmniejszy, ale decyzja może mieć poważniejsze konsekwencje dla rynku akcji. Niemniej, biorąc pod uwagę to, że rynek już wycenia prawdopodobnie najbardziej negatywne scenariusze rozwiązań OFE, naszym zdaniem nie można wykluczyć, że ostateczne rozwiązanie okaże się dla inwestorów pozytywną niespodzianką.

Wykres 13. Wzrost PKB (% r/r)



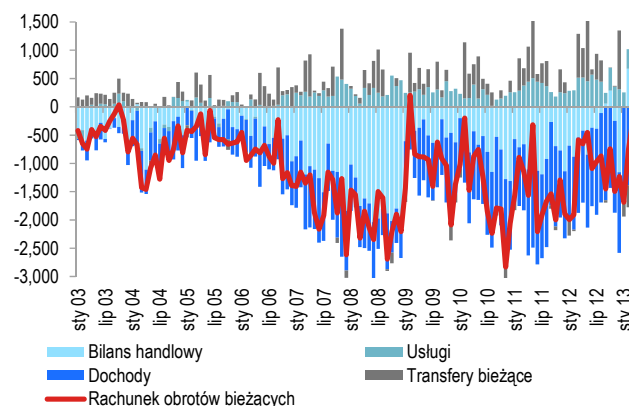
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Realizacja deficytu budżetowego (% rocznego planu)



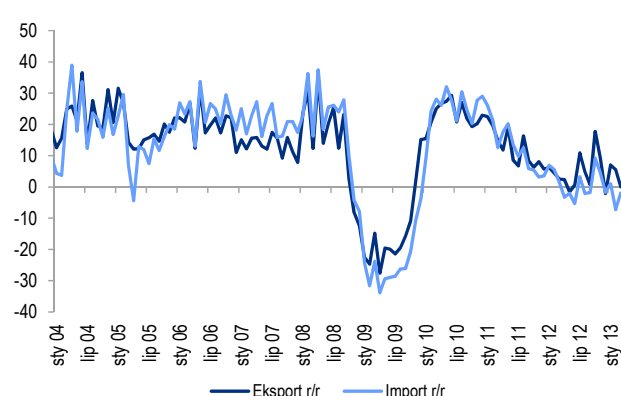
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 15. Rachunek obrotów bieżących – składowe (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 16. Eksport i import (EUR % r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Deficyt obrotów bieżących

Słaby popyt krajowy pomaga utrzymać deficyt w rachunku bieżącym pod kontrolą. Najnowsze dane o bilansie płatniczym pokazały zmniejszenie deficytu w rachunku obrotów bieżących w marcu do 0,2 mld euro z 0,8 mld w lutym. Jeżeli chodzi o poszczególne komponenty, to

zgodnie z naszymi przewidywaniami bilans handlowy uległ wyraźnemu pogorszeniu na skutek wyhamowania eksportu oraz wolniejszego spadku importu (w ujęciu r/r), choć saldo handlowe i tak utrzymało się na relatywnie niskim poziomie. Z kolei zaskoczeniem okazał się większy niż zakładaliśmy deficyt w rachunku dochodów (-1,44 mld euro).

Dwunastomiesięczny skumulowany deficyt w rachunku bieżącym zawężił się do około 3% PKB, a spodziewamy się jego dalszego spadku pod wpływem słabości popytu krajowego – w 2013 roku do około 2,7% PKB. Spadek deficytu oraz fakt, że jest on praktycznie w pełni finansowany napływem FDI oraz funduszy unijnych (oba typy finansowania wydają się relatywnie stabilne) powinny ograniczyć wrażliwość kursu złotego na spadku awersji do ryzyka.

Złoty pozostanie stosunkowo stabilny

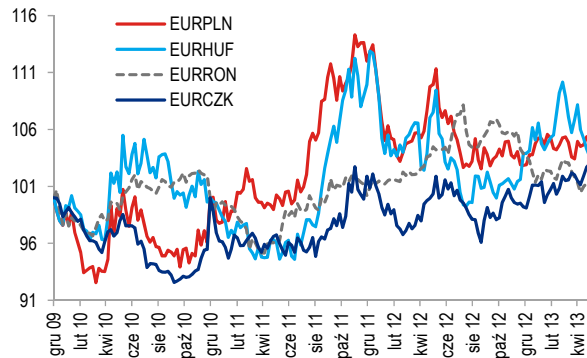
Biorąc pod uwagę stosunkowo łagodne nastawienie Rady Polityki Pieniężnej oraz wciąż słabe wyniki gospodarki nie oczekujemy znaczącego umocnienia złotego w najbliższym czasie. W perspektywie 6-12 miesięcy prognozujemy kurs EUR/PLN na poziomie 4,25, jednak również nie spodziewamy się, aby osłabienia złotego było znacznie większe. Fundamenty polskiej gospodarki są wciąż stosunkowo dobre, co pomaga przyciągnąć kapitał zagraniczny do kraju. Sytuacja polityczna wydaje się stosunkowo stabilna, nawet mimo pogorszenia wyników sondaży dla rządzącej partii. Mając to na uwadze oczekujemy stosunkowo stabilnego kursu złotego w najbliższych miesiącach zakładając brak dużych szoków zewnętrznych. Najpoważniejszym potencjalnym zagrożeniem dla tego scenariusza byłoby rozpoczęcie odpływu kapitału z rynków wschodzących, co odbiłoby się również na złocie.

Tabela 3. Prognozy wybranych par walutowych (na koniec kwartału)

	23/05	II kw 13	III kw 13	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14	III kw 14	IV kw 14
EURUSD	3,26	1,28	1,27	1,26	1,25	1,25	1,25	1,25
USDJPY	102	107	108	109	110	110	110	110
EURCHF	1,25	1,26	1,26	1,25	1,25	1,26	1,27	1,28
EURGBP	0,86	0,86	0,87	0,88	0,88	0,87	0,87	0,87
EURPLN	4,20	4,20	4,22	4,24	4,22	4,15	4,08	4,01

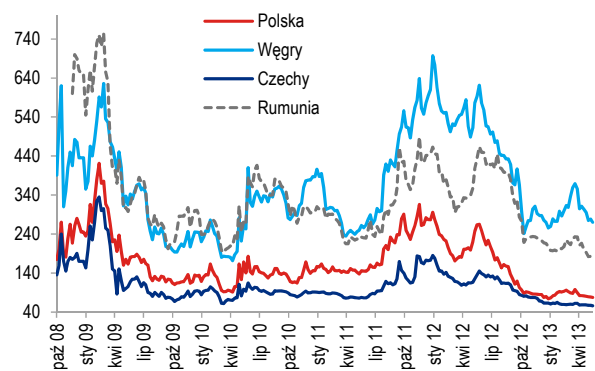
Źródło: Prognozy Citi Research.

Wykres 17. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



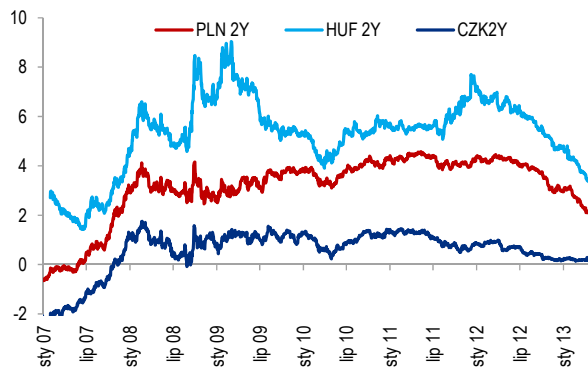
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Stawki CDS (5-letnie)



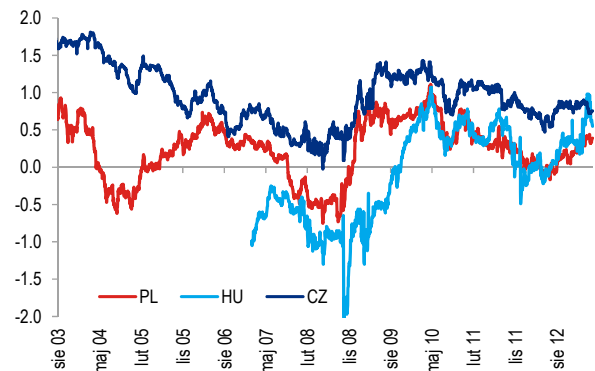
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012								2013				
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.8	4.3	1.2	5.4	0.5	-5.2	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	-2.9	2.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-7.6	4.2	-2.0	-2.1	-0.7	6.1	7.8	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	9.2	-2.3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3.0	5.0	1.8	6.0	0.7	-5.6	4.6	-1.1	-12.2	-0.4	-1.9	-3.4	2.9
Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	8.1	6.2	-5.2	-8.7	-5.0	-17.8	-3.6	-5.3	-24.8	-16.1	-11.4	-18.5	-23.1
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	5.5	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	0.1	-0.2
Stopa bezrobocia (%)	12.9	12.6	12.4	12.3	12.4	12.4	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	14.3	14.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.0	3.6	4.3	4.0	3.8	3.8	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	1.0	0.8
Inflacja (% m/m)	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4.4	5.2	4.4	3.6	3.0	1.8	1.0	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	-0.6	-2.0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.7	0.4	-0.5	-0.4	0.0	0.5	-0.7	-0.2	-0.6	0.1	0.3	-0.2	-0.6
Plące - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	1.6	3.0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-655	-454	-1,092	-973	-868	-1,448	-743	-1,495	-1,235	-1,688	-854	-200	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.9	-4.9	-4.6	-4.4	-4.2	-4.1	-3.7	-3.7	-3.5	-3.4	-3.1	-3.0	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-420	-846	-372	-389	-109	57	286	-249	-1154	-8	602	-273	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	11,821	12,019	11,891	12,219	12,085	12,707	14,426	13,192	10,441	12,153	12,090	12,764	-
Eksport (% r/r)	2.4	-1.6	0.6	10.9	4.8	0.7	17.7	9.2	-2.1	7.1	3.2	0.1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,241	12,865	12,263	12,608	12,194	12,650	14,140	13,441	11,595	12,161	11,488	13,037	-
Import (% r/r)	-3.3	-2.0	-5.3	3.3	-2.1	-1.8	9.2	4.6	-1.8	1.0	-8.8	-2.0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10.3	11.3	11.1	11.1	9.8	7.6	8.0	5.7	4.5	4.4	5.5	5.3	7.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	9.2	8.9
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4.2	4.7	2.4	4.1	2.0	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6	-6.6	-5.7	-0.8	2.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	10.0	9.7	7.5	3.6	3.5	1.2	1.8	-0.2	0.2	2.0	2.8	2.7	2.1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	13.3	14.1	12.1	10.7	10.6	7.7	6.5	2.8	1.5	2.7	3.2	1.8	1.5
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25	3.25
WIBOR 3M (średnio)	4.71	4.86	4.91	4.91	4.90	4.90	4.83	4.62	4.35	4.13	3.86	3.48	3.32
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.72	4.92	4.91	4.91	4.90	4.89	4.78	4.51	4.22	4.03	3.81	3.39	3.25
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.63	4.81	4.80	4.55	4.12	4.01	3.61	3.06	3.06	3.41	3.46	3.16	2.68
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.70	4.80	4.63	4.21	4.09	4.05	3.91	3.40	3.15	3.25	3.48	3.15	2.62
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.88	5.04	4.73	4.42	4.34	4.19	4.10	3.60	3.22	3.48	3.63	3.42	2.79
EUR/PLN (koniec okresu)	4.18	4.39	4.26	4.11	4.18	4.15	4.15	4.11	4.07	4.19	4.17	4.18	4.14
USD/PLN (koniec okresu)	3.17	3.54	3.39	3.34	3.34	3.22	3.21	3.16	3.08	3.09	3.18	3.26	3.17
EUR/USD (koniec okresu)	1.32	1.24	1.26	1.23	1.25	1.29	1.29	1.30	1.32	1.36	1.31	1.28	1.31
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	24.8	20.9	24.3	22.9	21.1	34.1	30.5	31.1	30.4	8.4	21.7	24.4	31.7
Def. budżetowy kum. (% planu)	70.9	59.8	69.6	65.5	60.4	97.5	87.0%	88.8%	86.9%	23.7%	60.9%	68.6%	89.3%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	494	523
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,596	1,637	1,719
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,724	12,821	13,576
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	8.5	-0.8	-3.2	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.2	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	2.0
Place nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.8	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.68	3.72
USD/PLN (Koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	3.85	4.50
USD/PLN (Średnia)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.37	3.21
EUR/PLN (Koniec okresu)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.25	3.31
EUR/PLN (Średnia)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	4.01
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-13.5	-18.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.7	-3.6
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.7	-5.6
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	216.7
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	203.1	222.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.2	8.2
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-21.9	-25.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-3.9	-3.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.2	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.3	54.2
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.8	37.0	37.7

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.5	1.9	1.3	2.8	3.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	1.0	2.0	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-3.5	-2.7	-3.6	-4.0	-4.3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	3.25	4.25	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.37	3.21	3.12	3.04
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.25	3.31	3.16	3.08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.24	4.01	3.90	3.86
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.19	4.15	3.96	3.88

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

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 jakiegokolwiek 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.
