

CitiMonthly

W skrócie

- Niewątpliwie w minionym miesiącu największe wrażenie na inwestorach zrobiło utrzymanie przez amerykański bank centralny dotychczasowego tempa zakupu aktywów. Oczekujemy, że do *taperingu* dojdzie dopiero na przełomie roku (grudzień).
- Z kolei w kraju we wrześniu rząd zapowiedział zmiany w systemie emerytalnym, które zakładają transfer 51,5% aktywów funduszy emerytalnych (głównie obligacji skarbowych oraz obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa) do ZUS w I połowie 2014 r.
- Zmiany spowodują zmniejszenie długu publicznego o 8 pkt. proc. PKB oraz poprawią deficyt sektora finansów publicznych, o co najmniej 0,5%. Jeśli Eurostat uzna transfer aktywów OFE, jako dochód budżetu wówczas zamiast deficytu Polska najprawdopodobniej odnotuje nadwyżkę na poziomie ok. 4% PKB.
- Planowane przez rząd zmiany doprowadzą do wzrostu udziału inwestorów zagranicznych w rynku krajowych obligacji skarbowych do ok. 45% z ok. 35% obecnie.
- Jeżeli chodzi o prognozy makroekonomiczne, polska gospodarka oraz inne gospodarki europejskie pokazują oznaki trwającego ożywienia. Spodziewamy się wzrostu PKB o około 2% pod koniec bieżącego roku oraz o niemal 3% w 2014. Przyczynić się do tego powinno dodatkowo poluzowanie gorsetu fiskalnego na skutek zmian w systemie emerytalnym.
- Ożywienie gospodarcze z czasem doprowadzi do podwyżek stóp procentowych w kraju, jednak najprawdopodobniej na pierwszą zmianę stóp będzie trzeba poczekać do III kwartału 2014 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

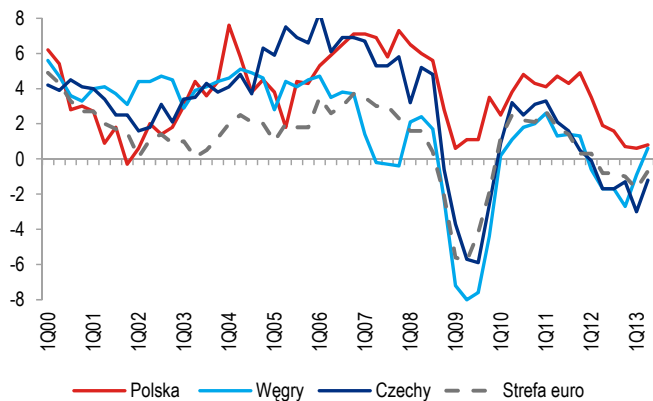
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

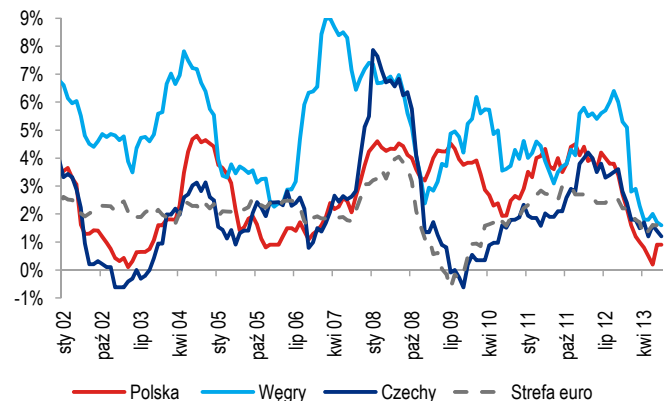
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



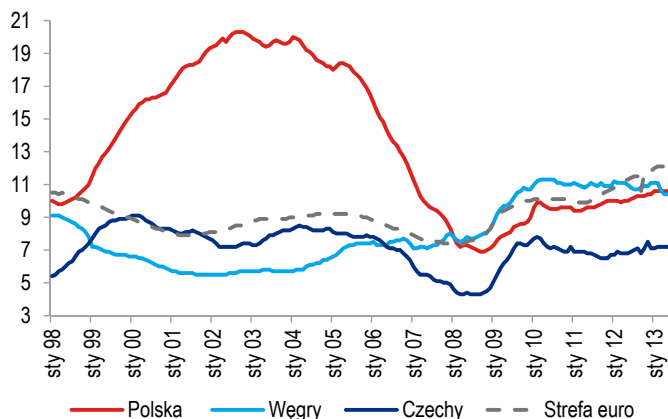
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



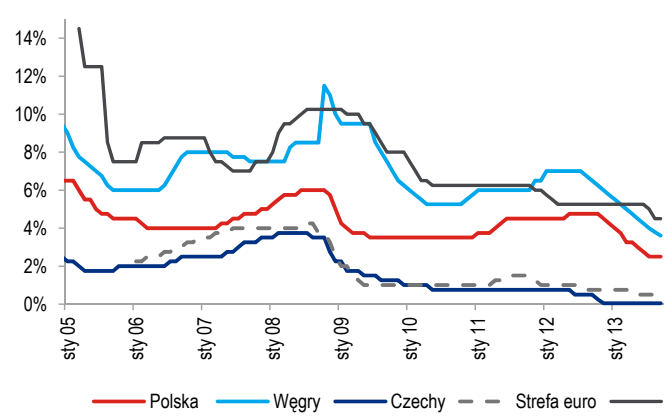
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	2.2	2.1	-2.9	48.3
Węgry	3.6	6.4	-3.0	79.7
Polska	1.8	4.1	-3.9	57.5
Rumunia	4.5	6.0	-2.6	38.6
Kryterium konwergencji	<u>2.4</u>	<u>5.1</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.

Temat miesiąca

Zmiany w systemie emerytalnym

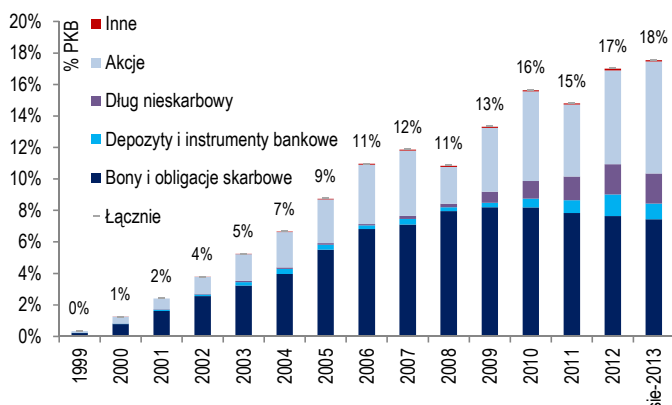
- Rząd zapowiedział zmiany w systemie emerytalnym, które zakładają transfer 51,5% aktywów funduszy emerytalnych (głównie obligacji skarbowych oraz obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa) do ZUS w I połowie 2014 r.
- Zmiany spowodują zmniejszenie długu publicznego o 8 pkt. Proc. PKB oraz poprawią deficyt sektora finansów publicznych o co najmniej 0,5%. Jeśli Eurostat uzna transfer aktywów OFE, jako dochód budżetu wówczas zamiast deficytu Polska najprawdopodobniej odnotuje nadwyżkę na poziomie ok. 4% PKB.
- Zmiany planowane przez rząd doprowadzą do wzrostu udziału inwestorów zagranicznych w rynku krajowych obligacji skarbowych do ok. 45% z ok. 35% obecnie.

Bez wątpienia najważniejszym krajowym wydarzeniem września było ogłoszenie decyzji rządowej dotyczącej kształtu i formy zmian w systemie emerytalnym. Naszym zdaniem ostateczna propozycja była nawet mniej radykalna niż rozważane wcześniej opcje, a mimo to doprowadziła ona do przejściowej wyprzedaży na rynkach finansowych.

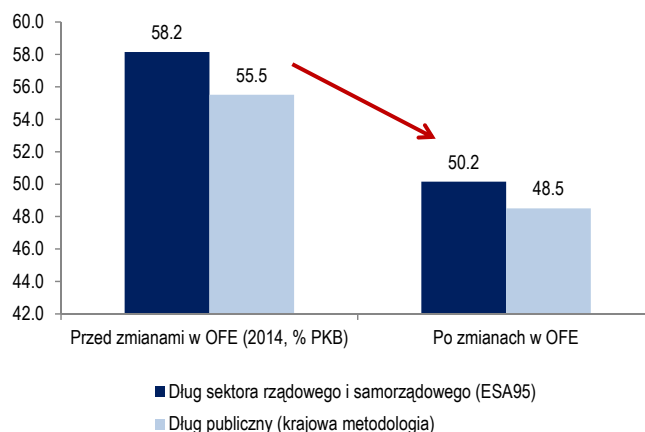
Połowa aktywów z OFE trafi do ZUS

Plan rządowy zakłada po pierwsze, że 51,5% aktywów funduszy (około 140 mld zł i 8% PKB) zostanie przekazane do ZUS, przy czym na tę kwotę składać się będą przede wszystkim obligacje skarbowe. Pozostała część portfela inwestycyjnego OFE, głównie składająca się z akcji, pozostanie w OFE, które z kolei nie będą mogły kupować obligacji skarbowych. Przekazanie tak dużej kwoty do ZUS doprowadzi do wyraźnego obniżenia długu publicznego z niemal 55% PKB w tym roku do około 48% PKB w przyszłym.

Wykres 5. Struktura aktywów OFE (% PKB)

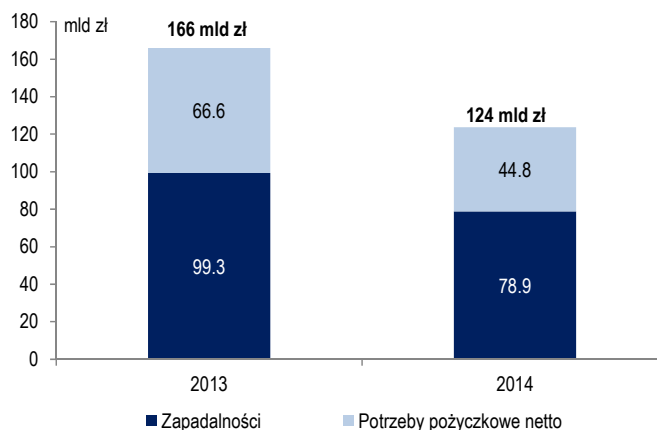
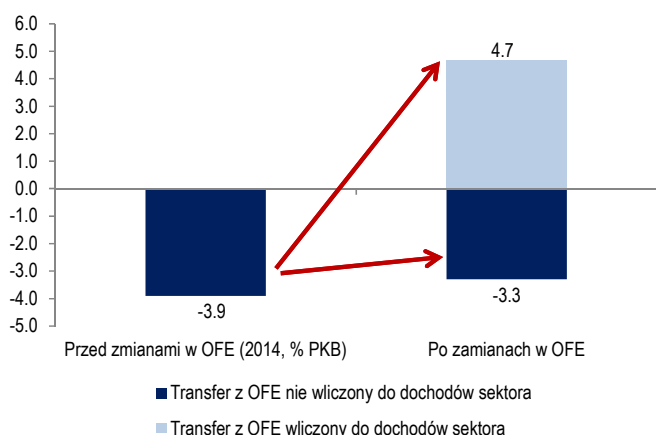


Wykres 6. Dług publiczny (2014, % PKB) – prognoza Citi Handlowy



Po drugie, jeżeli chodzi o przepływ przyszłych składek, każda osoba będzie mogła zdecydować o tym, czy jej składki mają wciąż trafiać do OFE. Pierwotna propozycja rządowa zakłada, że jeżeli dana osoba nie wyrazi takiej woli w ciągu trzech miesięcy, składka zostanie na stałe przetransferowana do ZUS, bez możliwości powrotu do ZUS. Niemniej ostatnie wypowiedzi premiera sugerują, że warunek ten może zostać rozluźniony, a uczestnicy systemu emerytalnego mogą mieć w późniejszym terminie możliwość decyzji o powrocie do OFE. Wprowadzenie „domyślności” ZUS najprawdopodobniej oznacza, że zdecydowana większość osób ostatecznie trafi do ZUS. Chociaż MF spodziewa się tego podziału w relacji 50%-50%, naszym zdaniem rzeczywista relacja może wyglądać raczej 75%-25% na niekorzyść OFE, co oznaczałoby znaczne obniżenie transferów do otwartych funduszy emerytalnych. Wreszcie po trzecie, aktywa osób zbliżających się do emerytury (posiadających nie więcej niż 10 lat do wieku emerytalnego) byłyby stopniowo przekazywane do ZUS.

Wykres 7. Saldo sektora rządowego i samorządowego (2014, % PKB) – Wykres 8. Potrzeby pożyczkowe (mld zł) – prognoza Citi Handlowy



Źródło: Ministerstwo Finansów, prognoza Citi Handlowy.

Źródło: Ministerstwo Finansów, prognoza Citi Handlowy.

Niższy dług i potrzeby pożyczkowe

Proponowane przez rząd zmiany doprowadzą do bardzo wyraźnej poprawy wskaźników fiskalnych w 2014 roku. Według naszych szacunków dzięki przekazaniu około połowy portfela OFE do ZUS i ich umorzeniu dług publiczny spadnie o około 7% PKB do poziomu około 48% PKB. Dzięki temu dług oddaliłby się od niebezpiecznego progu 55%, którego przekroczenie mogłoby wywołać konieczność (niemal) zbilansowania budżetu w ciągu dwóch lat. Minister Finansów zapowiedział, że spadkowi długu będzie towarzyszyć redukcja progów ostrożnościowych, jednak na razie trudno ocenić szanse wprowadzenia takich zmian. Obniżka progów ograniczyłaby obawy dotyczące tego, że rząd mógłby szybko wydać środki z OFE w okresie przedwyborczym, ale zmniejszyłoby to elastyczność polityki fiskalnej w przypadku niekorzystnych szoków.

Niezależnie jednak od zmian w progach, przebudowa systemu emerytalnego stworzy większą przestrzeń fiskalną, gdyż w najbliższych latach obniży deficyt fiskalny o ponad 0,5% PKB, dzięki mniejszym transferom do OFE oraz redukcji płatności na obsługę długu. Między innymi dzięki tym wszystkim zmianom potrzeby pożyczkowe brutto w

przyszłym roku mogą wynieść około 120 mld zł, wobec ponad 160 mld zł planowanych na ten rok (choć również w 2013 możliwa jest niespodzianka dzięki lepszemu wykonaniu budżetu).

Naszym zdaniem istnieje nawet możliwość, że w 2014 roku Polska odnotuje zamiast niemal 4% deficytu ponad 4% nadwyżkę fiskalną. Według obecnych standardów statystycznych ESA95 transfer środków z OFE mógłby być traktowany, jako część dochodów, przekładając się na poprawę salda fiskalnego. Na razie nie jest jednak pewne, czy to będzie miało miejsce, ponieważ od września przyszłego roku w życie wchodzi zmiany (system ESA 2010), które spowodowałyby klasyfikację transferu do OFE poza dochodami. Zwiększa to niepewność dotyczącą tego, czy Polska rzeczywiście będzie w stanie odnotować nadwyżkę fiskalną, choć naszym zdaniem ta kwestia ma charakter drugorzędny.

Gospodarka w skrócie¹

Kolejne sygnały ożywienia

- Niewątpliwie w minionym miesiącu największe wrażenie na inwestorach zrobiło utrzymanie przez Fed dotychczasowego tempa zakupu aktywów. Oczekujemy, że do *taperingu* dojdzie dopiero na przełomie roku (grudzień).
- Polska gospodarka oraz inne gospodarki europejskie pokazują oznaki trwającego ożywienia. Spodziewamy się wzrostu PKB o około 2% pod koniec bieżącego roku oraz o niemal 3% w 2014. Przyczyniać się do tego powinno dodatkowo poluzowanie gorsetu fiskalnego na skutek zmian w systemie emerytalnym.
- Ożywienie gospodarcze z czasem doprowadzi do podwyżek stóp procentowych w kraju, jednak najprawdopodobniej na pierwszą zmianę stóp będzie trzeba poczekać do III kwartału 2014.

Tapering?... Jaki *tapering*?

We wrześniu uwaga całego świata koncentrowała się na decyzji amerykańskiego banku centralnego. Wbrew powszechnym oczekiwaniom Fed nie zdecydował się jednak na ograniczenie dotychczasowych zakupów papierów wartościowych (tzw. *tapering*), co doprowadziło do przejściowej euforii na rynkach długu oraz EM FX. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że Fed zdecyduje się rozpocząć stopniową redukcję programu skupu aktywów przed końcem roku, biorąc pod uwagę dalszą poprawę w amerykańskiej gospodarce oraz sprzyjające warunki finansowe dla dalszego ożywienia gospodarczego Niemniej jednak, jeśli dane z gospodarki USA będą zaskakiwać negatywnie wówczas początek ograniczania skupu aktywów przez Fed może się opóźnić do 2014 r.

Ekonomiści Citi zakładają, że ani Fed ani Bank Anglii nie podwyższą stóp procentowych przed 2015 r., a tempo zacieśnienia polityki pieniężnej będzie bardzo stopniowe. Perspektywa podwyżek stóp procentowych przez EBC i Bank Japonii jest jeszcze bardzo odległa. Z drugiej strony w przypadku krajów rozwijających się część banków centralnych może zdecydować się na podwyżki stóp procentowych już w najbliższych miesiącach głównie z uwagi na fundamentalne słabości wynikające z dużej nierównowagi zewnętrznej oraz ze względu na napięcia rynkowe.

W ostatnich dwóch miesiącach ekonomiści Citi dosyć istotnie podwyższyli prognozy wzrostu PKB dla strefy euro w tym dla Niemiec szczególnie na rok 2014. Jednocześnie od lipca nieznacznie w dół zostały zrewidowane prognozy dla gospodarek wschodzących, choć wrześniowa runda prognoz przyniosła już pierwszą od lutego rewizję prognoz w górę. W ostatnich 6 miesiącach prognozy wzrostu PKB dla gospodarek rozwiniętych zostały zrewidowane w górę o ok. 0,5 pkt proc. a dla gospodarek rozwijających się w dół o 0,5 pkt proc.

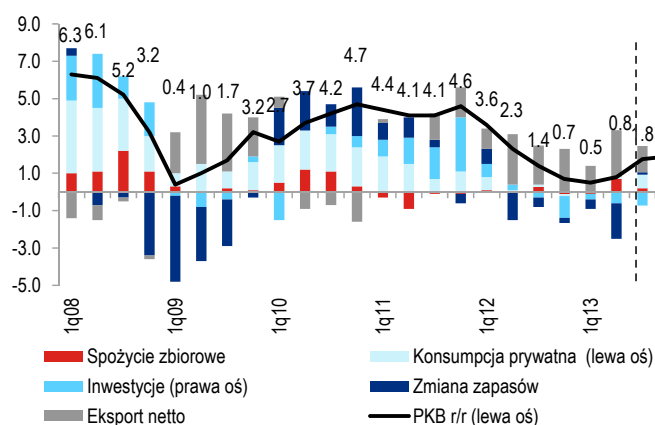
¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport GEOS z dnia 25.09.2013 i EMMSO z dnia 27.09.2013 r.

W Polsce wzrost PKB sięgnie 2% pod koniec roku

Dane o PKB za II kwartał pokazały, że po wyjątkowo słabym początku roku polska gospodarka nieco przyspieszyła. W okresie kwiecień-czerwiec wzrost PKB wyniósł 0,8% r/r, przede wszystkim dzięki bardzo silnemu wkładowi eksportu netto. Konsumpcja indywidualna nieco przyspieszyła, ale jej wzrost wyniósł zaledwie 0,2% r/r, podczas gdy nakłady inwestycyjne wciąż spadały (-3,8% r/r). Co prawda niektóre z danych makroekonomicznych publikowanych w sierpniu okazały się gorsze od oczekiwań, jednak wciąż wskazują one na postępujące ożywienie gospodarcze. Dlatego naszym zdaniem wzrost w II połowie roku będzie zapewne znacznie wyższy niż w I połowie i sięgnie 1,5-2,0% r/r. Poprawa powinna wynikać zarówno z rosnących zamówień eksportowych, jak i ożywienia popytu krajowego.

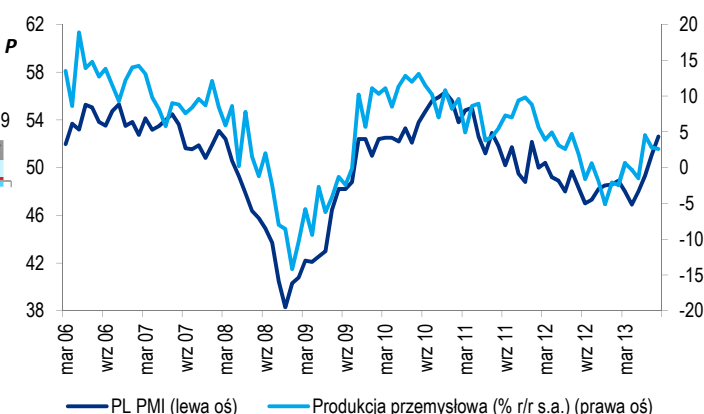
Zmiany w systemie emerytalnym tworzą przestrzeń fiskalną, która naszym zdaniem zostanie wykorzystana, aby stymulować wzrost gospodarczy. Wydatki publiczne prawdopodobnie będą wyższe niż miałyoby to miejsce bez zmian w systemie OFE, szczególnie biorąc pod uwagę zbliżający się okres wyborczy (w 2014 wybory do parlamentu UE i samorządów, a w 2015 roku wybory do parlamentu RP). Naszym zdaniem to dodatkowe wsparcie – częściowo zapewne poza bilansem sektora finansów publicznych – może być istotnym czynnikiem wspierającym wzrost PKB, i to w tempie przekraczającym prognozy konsensusu. Oczekujemy, że wzrost gospodarczy sięgnie przynajmniej 2,8% w przyszłym roku, wobec konsensusu na poziomie około 2,4-2,5%. Sądzymy jednak, że ryzyko spoczywa po stronie jeszcze silniejszego wzrostu niż w naszym bazowym scenariuszu.

Wykres 9. Kontrybucja do wzrostu PKB



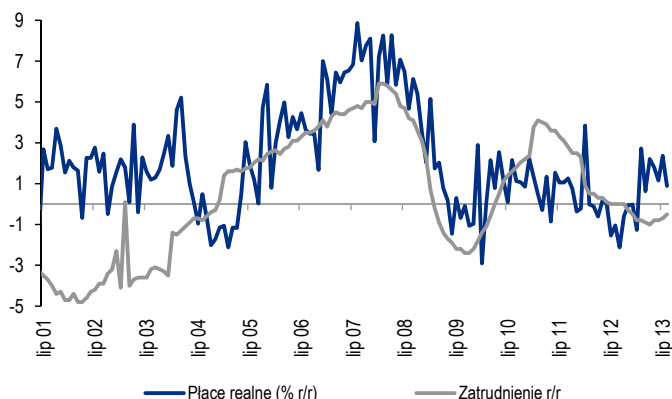
Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 10. Produkcja przemysłowa (s.a.) oraz PMI



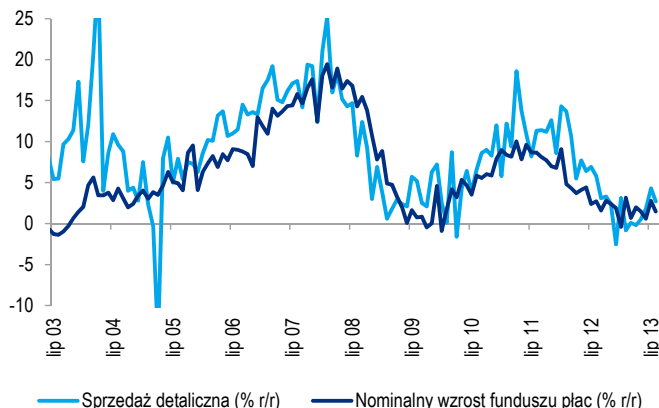
Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 11. Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Sprzedaż detaliczna i nominalny wzrost funduszu płac

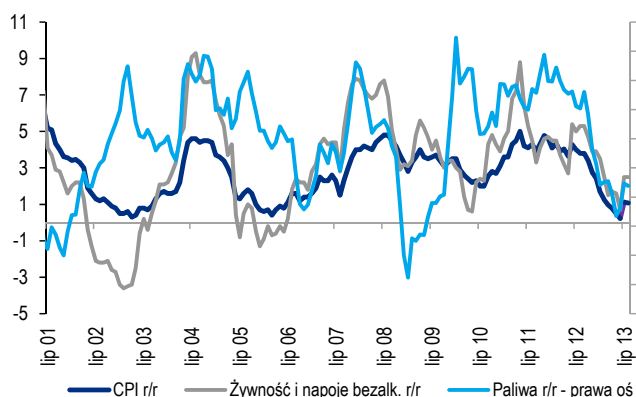


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Inflacja wciąż wyraźnie poniżej celu

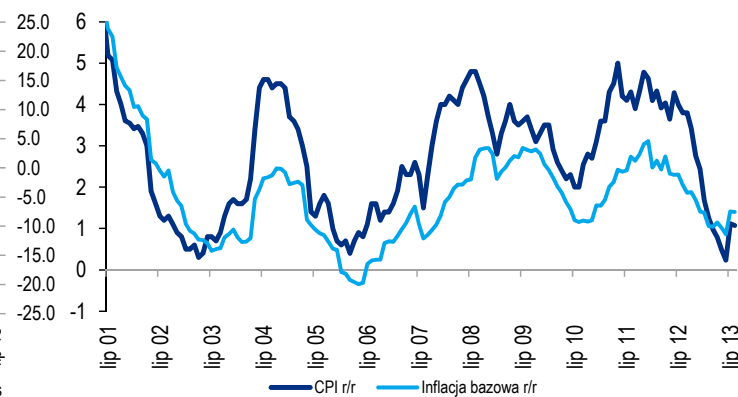
Inflacja prawdopodobnie pozostanie pod kontrolą w najbliższych miesiącach, między innymi dzięki słabej presji popytowej. W horyzoncie najbliższych kwartałów nie dostrzegamy poważnych zagrożeń dla celu inflacyjnego NBP (2,5%). W sierpniu inflacja ustabilizowała się na poziomie 1,1% r/r, po wcześniejszym gwałtownym skoku z 0,2% w czerwcu, wynikającym przede wszystkim z podwyżek opłat za wywóz śmieci. Biorąc pod uwagę wzrost gospodarczy, który utrzymuje się wyraźnie poniżej trendu, oraz daleką od ideału sytuację na rynku pracy, presja cenowa nie będzie zbyt szybko narastała. Oczekujemy wzrostu wskaźnika CPI do 1,5% pod koniec roku oraz przeciętnie do około 2,0-2,5% w 2014 roku.

Wykres 13. Inflacja i główne składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Inflacja i inflacja bazowa



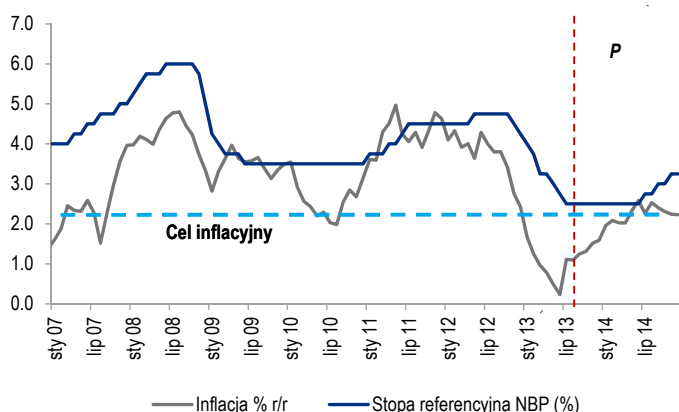
Źródło: NBP GUS, Citi Handlowy.

Stopy na razie bez zmian

Jeżeli chodzi o politykę pieniężną oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie do połowy 2014 roku, a następujące potem podwyżki będą stopniowe. Wrześniowe posiedzenie RPP nie przyniosło większych niespodzianek – po wakacyjnej przerwie stopa referencyjna pozostała bez zmian na historycznie najniższym poziomie 2,5%. Oficjalny komunikat RPP z września oraz kolejne komentarze członków Rady wyraźnie wskazują, że stopy nie zostaną zmienione przynajmniej do końca bieżącego roku.

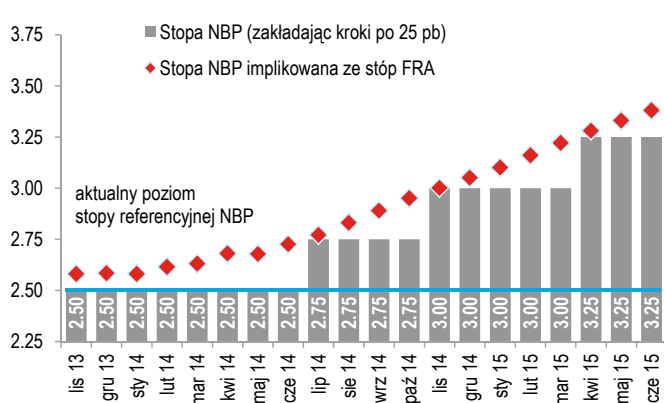
Wzrost inflacji w pobliże celu na początku 2014 będzie oznaczał spadek realnej stopy procentowej do zera, co może ożywić dyskusję na temat możliwych podwyżek stóp procentowych. W poprzednich latach RPP okazywała się bowiem wyjątkowo wrażliwa na spadek stopy realnej, a jednym z elementów polityki monetarnej w Polsce było utrzymywanie stóp realnych na wyraźnie dodatnim poziomie. Dlatego spadek stóp realnych do zera może z czasem wywołać coraz częstsze wypowiedzi zaniepokojonych członków RPP nawołujących do zacieśnienia monetarnego. Jak zwykle jednak zbudowanie większości niezbędnej do rozpoczęcia cyklu podwyżek może trochę potrwać, co oznacza, że do pierwszego zacieśnienia polityki pieniężnej może dojść około lipca 2014, a kolejne podwyżki będą następować w odstępach 2-3 miesięcznych.

Wykres 15. Prognoza inflacji i stopy referencyjnej



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 16. Implikowana stopa NBP ze stawek FRA



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Złoty bardziej odporny na zawirowania

Choć naszym zdaniem odporność złotego na szoki zewnętrzne zmniejszyła się w ostatnich kwartałach nie oczekujemy jego znacznej aprecjacji ze względu na wciąż bardzo słaby popyt krajowy. Po znacznym spadku deficytu obrotów bieżących oraz zmniejszeniu zewnętrznych potrzeb finansowych w ostatnich kwartałach złoty wydaje się walutą bardziej odporną na pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych niż kilka lat temu i niż inne waluty gospodarek wschodzących. Ponadto w najbliższych miesiącach krajowa waluta będzie pod pozytywnym wpływem poprawy perspektyw gospodarczych strefy euro oraz wciąż stosunkowo wysokich realnych stóp procentowych. Jednak mimo to nie oczekujemy znacznej aprecjacji złotego w krótkim terminie, gdyż popyt krajowy jest wciąż bardzo słaby, a motorem wzrostu gospodarczego jest wciąż eksport netto. W związku z tym nadmierne umocnienie waluty prawdopodobnie ostatecznie doprowadziłoby do pewnego rodzaju interwencji banku centralnego (początkowo tylko werbalnej). Naszym zdaniem NBP dostrzega pewną wartość w stabilnym kursie walutowym i prawdopodobnie zaczęłaby aktywnie działać na rynku, gdyby ruchy kursu złotego były nadmierne. Sądzymy, że preferowanym przez bank centralny przedziałem wahań dla kursu EURPLN jest 4,00-4,50, choć NBP raczej oficjalnie nie zobowiąże się do bronienia takiego przedziału. Gdy Fed rozpocznie redukcję programu skupu aktywów wówczas złoty najprawdopodobniej znajdzie się pod presją. Jednak jak zasugerowaliśmy powyżej, naszym zdaniem złoty byłby najprawdopodobniej mniej wrażliwy niż wiele innych

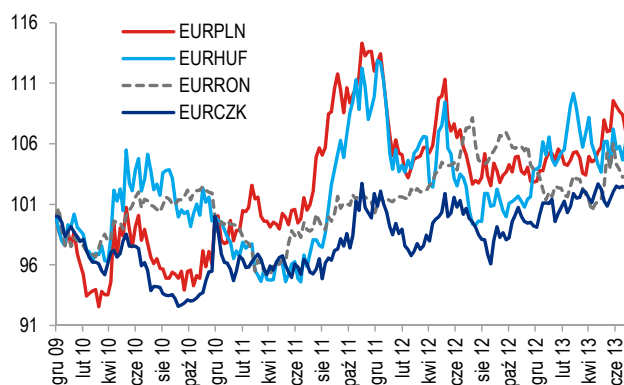
walut gospodarek wschodzących na to wydarzenie, głównie ze względu na wspomniane zmniejszenie nierównowag zewnętrznych w ostatnich latach.

Tabela 2. Prognozy wybranych par walutowych (na koniec kwartału)

	26/09*	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14	III kw 14	IV kw 14	I kw 15	II kw 15
EURUSD	1,3488	1,37	1,36	1,36	1,37	1,38	1,38	1,39
USDJPY	98,97	101	103	105	106	107	108	109
EURCHF	1,2278	1,25	1,25	1,25	1,26	1,27	1,27	1,28
EURGBP	0,8403	0,83	0,82	0,82	0,82	0,81	0,81	0,80
EURPLN	4,2272	4,08	4,22	4,24	4,19	4,14	4,09	4,04
EURHUF	299,4	302	303	305	306	307	308	309
EURCZK	25,592	25,94	25,87	25,76	25,44	25,12	24,80	24,48

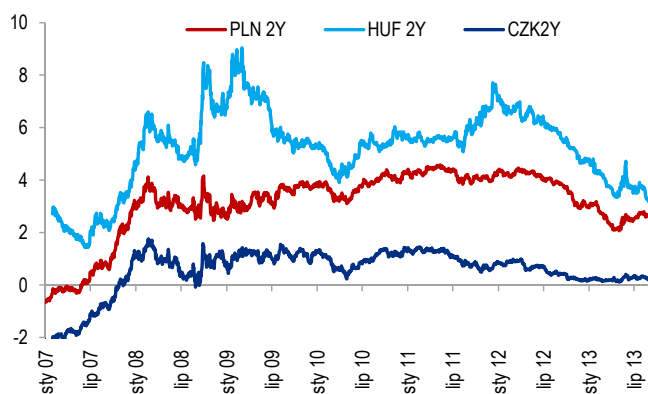
Źródło: Reuters, Prognozy Citi Research. * kurs zamknięcia według Reuters

Wykres 17. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



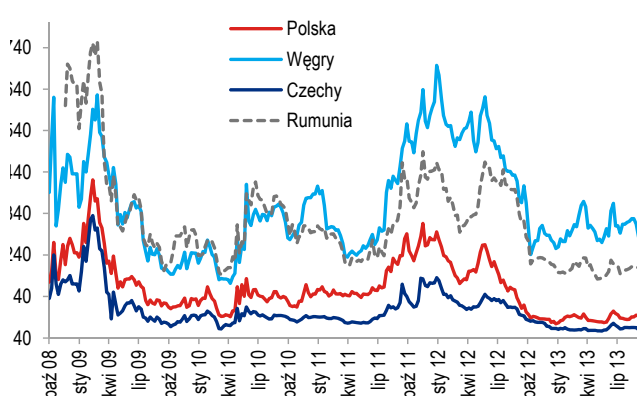
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



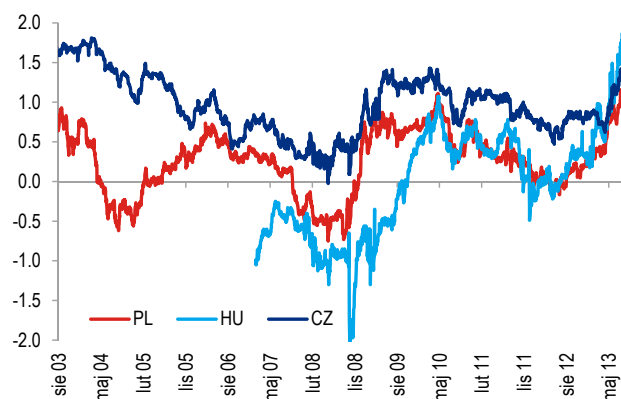
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Stawki CDS (5-letnie)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012					2013							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0.5	-5.2	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	-2.9	2.8	-1.8	3.0	6.3	2.2
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-0.7	6.1	7.8	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	9.3	-2.2	-0.7	2.8	1.5	-4.5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	0.7	-5.6	4.6	-1.1	-12.2	-0.4	-1.9	-3.3	3.0	-2.0	3.7	6.8	2.3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-5.0	-17.8	-3.6	-5.3	-24.8	-16.1	-11.4	-18.5	-23.1	-27.5	-18.3	-5.2	-11.1
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	5.8	3.1	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	0.1	-0.2	0.5	1.8	4.3	3.4
Stopa bezrobocia (%)	12.4	12.4	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	14.3	14.0	13.5	13.2	13.1	13.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.8	3.8	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	1.0	0.8	0.5	0.2	1.1	1.1
Inflacja (% m/m)	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.4	-0.1	0.0	0.3	-0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3.0	1.8	1.0	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	-0.7	-2.1	-2.5	-1.3	-0.8	-1.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.0	0.5	-0.7	-0.2	-0.6	0.1	0.3	-0.3	-0.7	0.1	0.7	0.2	-0.3
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	2.7	1.6	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	1.6	3.0	2.3	1.4	3.5	2.0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-868	-1,448	-729	-1,478	-1,120	-1,335	-620	-104	714	165	574	-178	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.2	-4.1	-3.7	-3.7	-3.5	-3.3	-2.9	-2.8	-2.5	-2.2	-1.7	-1.5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-109	57	286	-249	-1154	-108	452	-484	581	43	561	293	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12,085	12,707	14,426	13,192	10,441	12,079	12,334	12,600	13,322	12,275	12,735	12,952	-
Eksport (% r/r)	4.8	0.7	17.7	9.2	-2.1	6.4	5.3	-1.2	12.7	2.1	7.1	6.0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,194	12,650	14,140	13,441	11,595	12,187	11,882	13,084	12,741	12,232	12,174	12,659	-
Import (% r/r)	-2.1	-1.8	9.2	4.6	-1.8	1.2	-5.7	-1.6	4.1	-4.9	-0.7	0.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.8	7.6	8.0	5.7	4.5	4.4	5.5	5.3	7.4	6.5	7.0	6.6	6.1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11.9	10.3	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	9.2	8.9	7.7	7.6	7.0	6.7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.0	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6	-6.7	-5.7	-0.8	2.8	2.1	4.5	4.8	4.7
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3.5	1.2	1.8	-0.2	0.2	2.0	2.7	2.6	2.0	0.9	2.4	3.3	3.0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	10.6	7.7	6.5	2.8	1.4	2.5	2.9	1.8	1.5	-0.1	1.6	0.5	0.7
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.75	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50
WIBOR 3M (średnio)	4.90	4.90	4.83	4.62	4.35	4.13	3.86	3.48	3.32	2.86	2.90	2.71	2.63
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.90	4.89	4.78	4.51	4.22	4.03	3.81	3.39	3.25	3.01	2.78	2.65	2.62
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.12	4.01	3.61	3.06	3.06	3.41	3.46	3.16	2.68	2.69	2.81	2.66	2.81
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.09	4.05	3.91	3.40	3.15	3.25	3.48	3.15	2.62	2.73	3.08	2.82	3.14
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.86	4.71	4.60	4.03	3.74	3.93	3.98	3.95	3.28	3.59	4.37	4.09	4.46
EUR/PLN (koniec okresu)	4.18	4.15	4.15	4.11	4.07	4.19	4.17	4.18	4.14	4.33	4.32	4.23	4.27
USD/PLN (koniec okresu)	3.34	3.22	3.21	3.16	3.08	3.09	3.18	3.26	3.17	3.27	3.32	3.19	3.23
EUR/USD (koniec okresu)	1.25	1.29	1.29	1.30	1.32	1.36	1.31	1.28	1.31	1.32	1.30	1.33	1.32
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	21.1	34.1	30.5	31.1	30.4	8.4	21.7	24.4	31.7	30.9	26.0	25.9	26.8
Def. budżetowy kum. (% planu)	60.4	97.5	87.0%	88.8%	86.9%	23.7%	60.9%	68.6%	89.3%	87.0%	73.0%	73.0%	75.3%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.2
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
PKB per capita (USD)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Populacja (mln)								
Stopa bezrobocia (%)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.6	2.2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.2
Inwestycje (% r/r)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
Spożycie ogółem (% r/r)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.57
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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.6	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.1	2.2
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	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	2.62	3.57
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.05	3.00
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.08
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.18	4.14
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-10.9	-17.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.1	-3.2
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-0.7	-4.3
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	214.8
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	200.2	219.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-25.8
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	-4.3	4.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.6	7.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.6	48.0
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.3	30.8

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. 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	1.1	2.2	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-3.5	-2.1	-3.2	-3.5	-4.1
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	3.05	3.00	2.88	2.82
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.16	3.08	2.94	2.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.18	4.14	4.00	3.95
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.19	4.20	4.07	3.98

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 6. Prognozy w wybranych gospodarkach (prognozy na lata 2012-2014)

	PKB			CPI			Saldo budżetu		
	2012	2013P	2014P	2012	2013P	2014P	2012	2013P	2014P
Świat	2,6	2,5	3,2	2,9	2,6	3,0	-4,4	-3,5	-3,1
Kraje rozwinięte	1,4	1,2	2,0	1,8	1,3	1,9	-6,0	-4,4	-3,6
USA	2,8	1,7	2,7	1,8	1,2	1,9	-8,1	-4,8	-4,3
Japonia	2,0	2,0	1,8	0,0	0,0	2,1	-10,7	-9,8	-8,0
Strefa euro	-0,6	-0,3	0,7	2,5	1,5	1,5	-3,7	-2,9	-2,4
Niemcy	0,9	0,6	1,8	2,0	1,6	2,0	0,2	0,0	0,1
Francja	0,0	0,2	0,8	2,2	1,1	1,7	-4,8	-4,1	-3,5
Włochy	-2,4	-1,7	0,1	3,3	1,6	1,3	-3,0	-3,6	-2,8
Hiszpania	-1,6	-1,3	-0,2	2,4	1,8	0,9	-10,8	-6,8	-6,0
Grecja	-6,4	-3,8	-2,9	1,0	-0,5	-1,1	-10,0	-4,7	-4,0
Kraje rozwijające się	4,6	4,7	4,9	4,6	4,7	4,6	-1,7	-2,2	-2,3
Chiny	7,7	7,6	7,2	2,6	2,7	3,0	-2,0	-2,0	-2,0
Czechy	-1,2	-1,1	1,6	3,3	1,5	1,3	-4,4	-2,8	-2,9
Węgry	-1,7	0,6	1,8	5,7	1,9	2,0	-1,9	-2,9	-3,3
Polska	1,9	1,3	2,8	3,7	1,1	2,2	-3,9	-4,3	4,7
Rumunia	0,4	1,6	2,8	3,3	4,4	2,8	-2,2	-2,2	-2,5
Rosja	3,4	2,1	2,8	5,1	6,5	5,1	-0,7	-2,0	-4,2
Turcja	2,2	3,5	4,0	8,9	7,3	7,3	-2,0	-1,8	-2,7

Źródło: Prognozy Citi Research.

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.