

CitiMonthly

W skrócie

- Ożywienie gospodarcze wydaje się nabierać tempa, jednak ostatnia fala wyprzedaży na rynkach wschodzących zwiększa niepewność dotyczącą przyszłej sytuacji rynkowej.
- Od dłuższego czasu utrzymujemy swoją prognozę przynajmniej 3,1% wzrostu gospodarczego w 2014 roku, co byłoby wynikiem lepszym od konsensusu rynkowego. Biorąc pod uwagę, że wzrost zbliżył się do 3% już w IV kwartale ubiegłego roku, ryzyko dla naszej prognozy jest ewidentnie po stronie silniejszego wzrostu.
- Inflacja pozostaje bardzo niska, ale naszym zdaniem będzie stopniowo rosnąć, a nieco słabszy złoty tylko wspiera ten trend. Wciąż oczekujemy, że do pierwszej podwyżki może dojść we wrześniu lub październiku bieżącego roku, a w ostatnich dniach stycznia podobny scenariusz (w końcu) zaczął wyceniać rynek FRA.
- Silne ożywienie gospodarcze pozytywnie wpływa na dynamikę dochodów budżetowych, dzięki czemu tegoroczny deficyt (po wyeliminowaniu jednorazowego transferu związanego z OFE) może być niższy niż wcześniej szacowaliśmy.
- Wyprzedaż na rynkach EM, jeżeli będzie kontynuowana, prawdopodobnie odbije się również na krajowych aktywach. Niemniej naszym zdaniem Polska jest zdecydowanie mniej podatna na szoki zewnętrzne niż kraje, które dotychczas ucierpiały najbardziej (Turcja, RPA).
- Naszym zdaniem w przypadku dalszej deprecjacji złotego Ministerstwo Finansów może sprzedawać na rynku euro, na co powinna pozwolić odbudowana „poduszka walutowa”. Z kolei interwencje NBP mogłyby mieć miejsce, gdyby skala i tempo osłabienia złotego okazały się większe niż w przypadku innych krajów EM.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

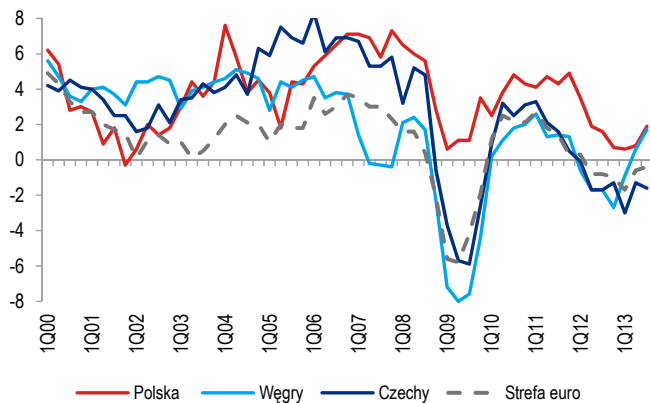
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

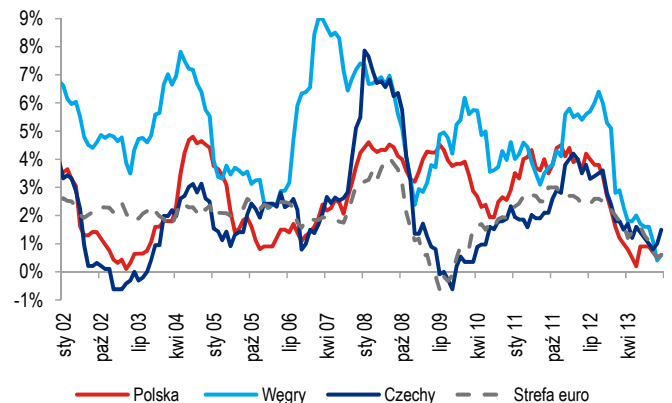
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



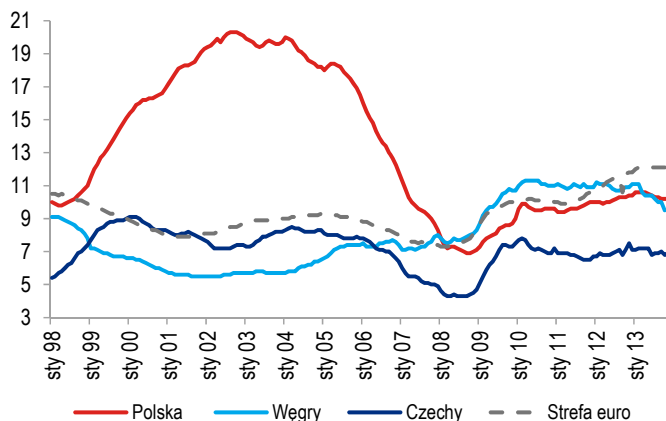
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



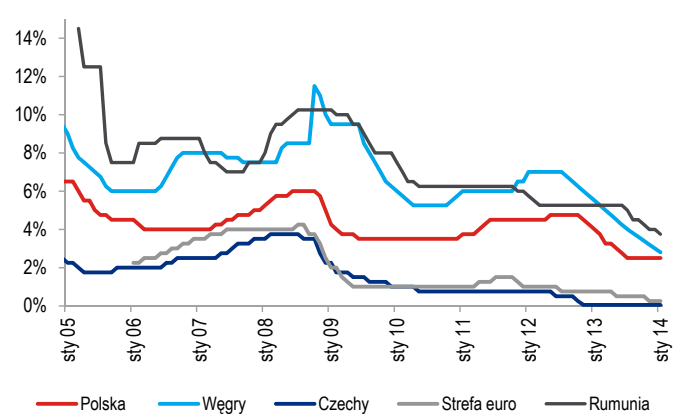
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	1,5	2,1	-3,0	50,6
Węgry	2,1	6,0	-3,0	79,9
Polska	1,0	4,0	4,6	51,0
Rumunia	3,5	5,5	-2,0	39,1
Kryterium konwergencji	<u>1,9</u>	<u>5,9</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2014, opublikowane w listopadzie 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. Prognoza deficytu sektora inst. rządowych i samorządowych na rok 2014 dla Polski oparta na metodologii ESA-95 uwzględnia transfer aktywów OFE. Jednak, jeśli Eurostat zmieni metodologię na ESA-2010 wówczas saldo sektora inst. rządowych i samorządowych zostanie pomniejszone o tą wielkość, tj. ok 8 pkt proc PKB.

Gospodarka w skrócie¹

Ożywienie nabiera tempa

- Najnowsze dane pokazują, że wzrost gospodarczy w IV kwartale mógł zbliżyć się do około 3%, a w całym 2014 r. powinien nawet przekroczyć ten poziom.
- Inflacja pozostaje pod kontrolą, ale oczekujemy jej stopniowego wzrostu. W obliczu silnego ożywienia oraz biorąc pod uwagę wzrost stóp procentowych w innych krajach EM, Polska może rozpocząć cykl podwyżek już po wakacjach br.
- W porównaniu do poprzednich miesięcy obecnie oczekujemy nieco szybszego spadku deficytu fiskalnego, między innymi dzięki wpływowi czynników o charakterze cyklicznym.

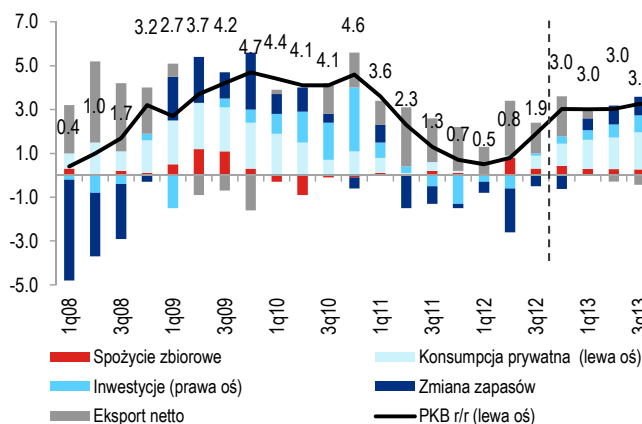
Wzrost powyżej 3% w 2014

W ostatnich tygodniach dokonaliśmy pewnych zmian w naszych prognozach aktywności gospodarczej, inflacji oraz wskaźników fiskalnych. Wszystkie rewizje są spójne z naszym dotychczasowym ogólnym poglądem dotyczącym silnego ożywienia wzrostu, któremu ma towarzyszyć poprawa sytuacji fiskalnej oraz ograniczona presja cenowa. Już opublikowane dane miesięczne oraz pierwszy szacunek PKB za 2013 rok sugerują, że wzrost w ostatnim kwartale mógł wynieść około 3% r/r, a więc był wyraźnie wyższy niż 1,9% w III kwartale. Na pierwszy rzut oka ożywienie na rynku pracy może nie jest szczególnie spektakularne, szczególnie biorąc pod uwagę wciąż podwyższone bezrobocie oraz nieznaczny wzrost zatrudnienia w ujęciu rok-do-roku. Niemniej spoglądając głębiej w dane wydaje się, że rynek pracy powoli wychodzi "na prostą", na co wskazuje umiarkowany nominalny i realny wzrost płac, a także wyraźne odwrócenie trendu zatrudnienia widoczne w odsezonowanych danych w ujęciu miesiąc-do-miesiąca. Dodatkowo liczba osób, które znalazły pracę i dzięki temu opuściła stan bezrobocia wzrosła o 16,9% r/r.

Nie zmieniliśmy naszej prognozy wzrostu w 2014 roku, która pozostaje na poziomie 3,1%, choć obecnie dostrzegamy poważne ryzyko, że ostateczny wynik okaże się wyraźnie lepszy. Biorąc pod uwagę, że już w ostatnim kwartale roku wzrost wyniósł około 3%, wydaje się, że wzrost powyżej tego poziomu jest relatywnie łatwy do osiągnięcia. Rozluźnienie polityki pieniężnej w 2013 oraz przełożenie akcentów w polityce fiskalnej (od silnego zacieśnienia do bardziej neutralnej pozycji) powinny pomóc w ożywieniu popytu krajowego. Już dane za III kwartał pokazały wzrost w nakładach inwestycyjnych, co powinno być kontynuowane w kolejnych kwartałach, szczególnie biorąc pod uwagę poprawę nastrojów przedsiębiorców oraz mniejszą niepewność dotyczącą przyszłego popytu. Biorąc to pod uwagę polska gospodarka najprawdopodobniej będzie rosła w tempie szybszym o potencjału (2,5 r/r), co powinno doprowadzić do stopniowego zamknięcia luki popytowej.

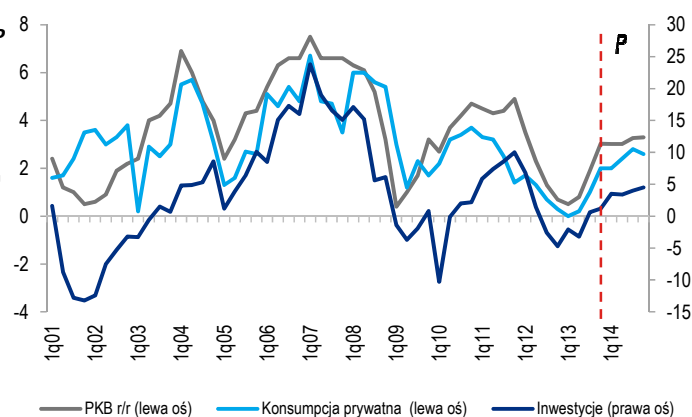
¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raporty GEOS oraz EMMSO ze stycznia 2014 r.

Wykres 5. Wzrost PKB w IV kw. mógł wynieść ok. 3% r/r, przy nieco wyższej kontrybucji eksportu netto i niższym od oczekiwań popycie wewnętrznym



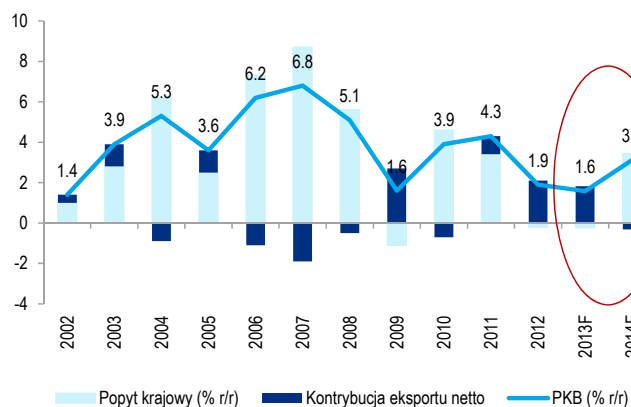
Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Jednak w kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego przyspieszenia wzrostu konsumpcji prywatnej i inwestycji



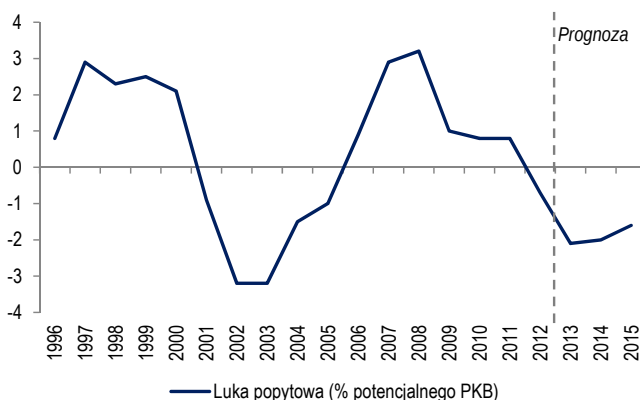
Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 7. Naszym zdaniem w 2014 r. gospodarka przyspieszy do ponad 3%, głównie za sprawą popytu krajowego



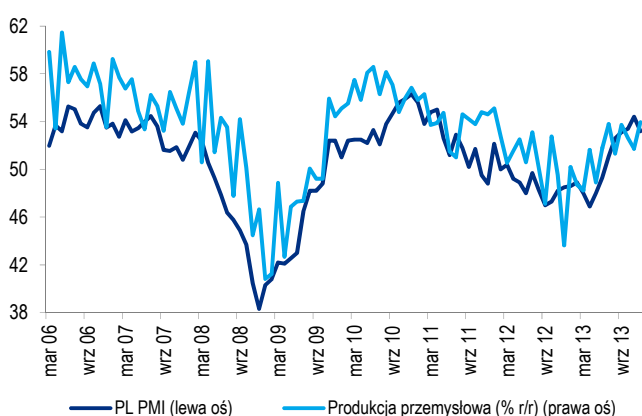
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Przyspieszenie PKB będzie zmniejszało lukę popytową, ale pozostanie ona wyraźnie ujemna, pomagając utrzymać inflację w ryzach



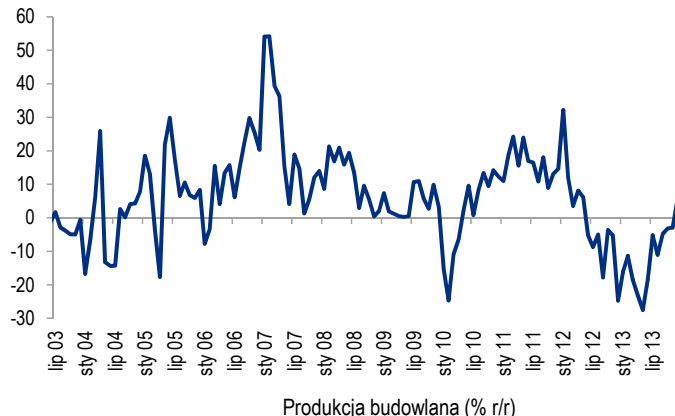
Źródło: AMECO, Citi Handlowy.

Wykres 9. Wysoki poziom PMI wspiera dalszą poprawę aktywności w przemyśle



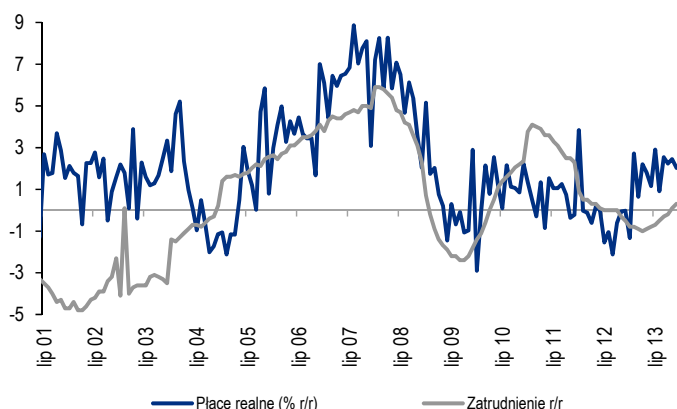
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Odreagowanie w produkcji budowlanej powoli postępuje, ale będzie ograniczone przez znaczący spadek udzielonych pozwoleń na budowę i rozpoczętych inwestycji budowlanych w 2013 r.



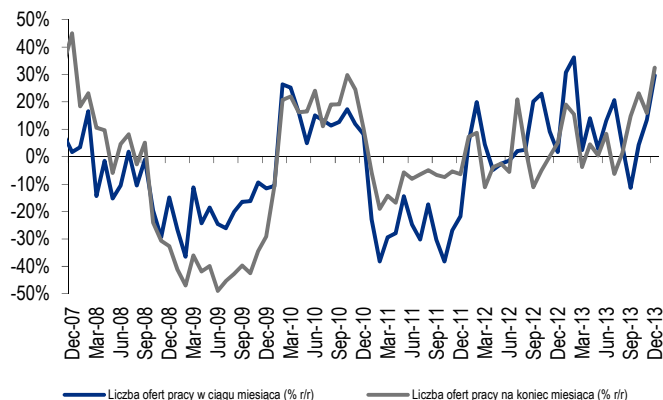
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 11. Wzrost zatrudnienia przyspiesza potwierdzając wzrost popytu na pracę przy umiarkowanym wzroście płac



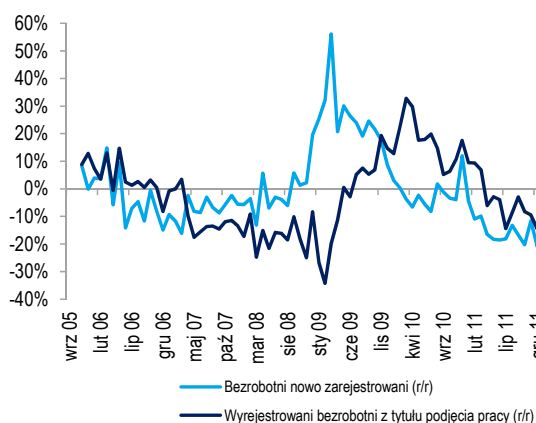
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Rośnie liczba ofert pracy.



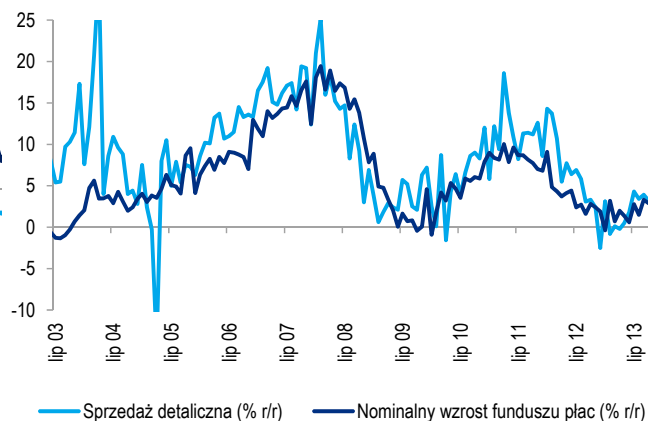
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 13. Spada liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych i rośnie liczba osób wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Poprawa warunków na rynku pracy i przyspieszenie nominalnego wzrostu funduszu płac będzie wspierało ożywienie sprzedaży detalicznej



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

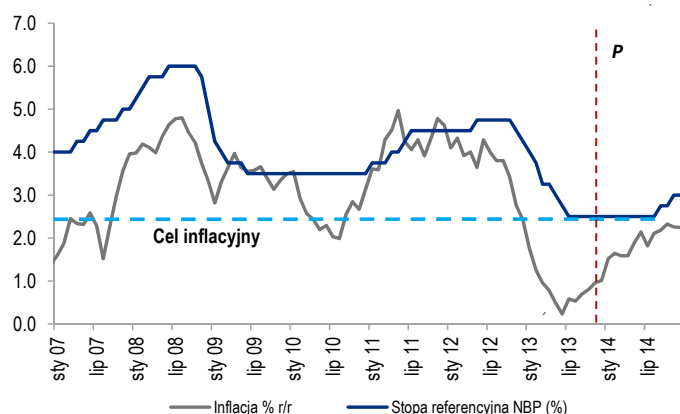
Podwyżki najwcześniej we wrześniu

Pomimo ożywienia gospodarczego na razie nie dostrzegamy oznak presji inflacyjnej, a sam wskaźnik CPI w ostatnich miesiącach okazywał się niższy od prognoz. W grudniu inflacja wzrosła nieznacznie do 0,7% r/r, a ścieżka naszej prognozy na kolejne miesiące przebiega poniżej wcześniejszych przewidywań. Spodziewamy się, że CPI wzrośnie do 1,5% w połowie roku, a w grudniu nieznacznie przekroczy 2%. Nasza prognoza zakłada wzrost cen żywności spójny ze średnią z poprzednich lat i dlatego jakiegokolwiek istotniejsze szoki na rynku żywności mogłyby zmienić przebieg ścieżki CPI.

Niska inflacja powinna być silnym argumentem uzasadniającym utrzymywanie stop procentowych na niezmiennym poziomie w najbliższych miesiącach. Oficjalny komunikat RPP sygnalizuje, że stopy pozostaną bez zmian przynajmniej do końca czerwca bieżącego roku, choć w świetle najnowszych komentarzy przedstawicieli banku centralnego można przypuszczać, że obecne 'forward guidance' najprawdopodobniej nie zostanie przedłużone. Nasza relatywnie optymistyczna prognoza wzrostu sugeruje, że RPP stopniowo przejdzie od łagodnej/neutralnej retoryki do nastawienia bardziej restrykcyjnego, szczególnie w II połowie

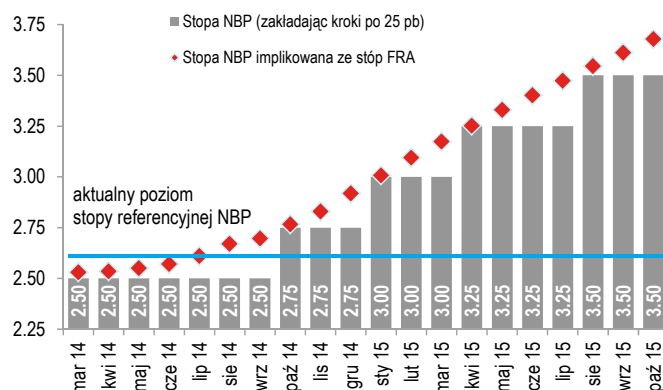
roku. Przy wzroście w pobliżu 3,5%, poprawie w perspektywach wzrostu w strefie euro i zmianie w polityce pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, argumenty za prowadzeniem łagodnej polityki pieniężnej w Polsce będą zdecydowanie słabsze niż w 2013. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że RPP zdecyduje się w bieżącym roku na 25-50pb podwyżkę stóp, rozpoczynając cykl około września/października. Spodziewamy się również, że do końca przyszłego roku stopy wzrosną do około 4,0% z obecnego poziomu 2,5%.

Wykres 15. Inflacja powinna rosnąć, ale minie trochę czasu zanim RPP podniesie stopy procentowe



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 16. Stopa referencyjna NBP implikowana z rynkowych stawek FRA



Źródło: NBP Reuters, Citi Handlowy.

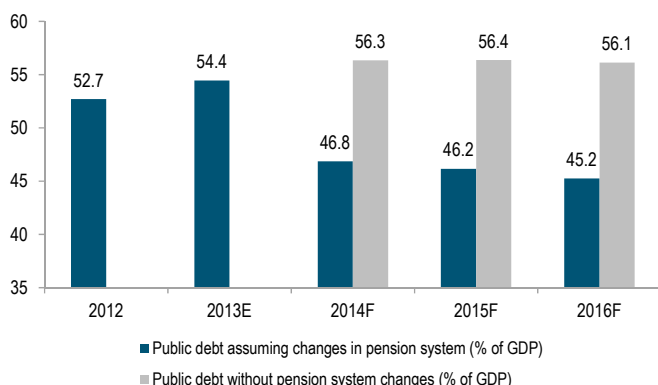
Głównym zagrożeniem dla naszego scenariusza jest planowana zmiana w składzie RPP. Kadencje dziewięciu z dziesięciu obecnych członków RPP wygasną w niemal tym samym momencie (2016 rok), co stwarza ryzyko nieciągłości w polityce pieniężnej. Próbuąc rozwiązać ten problem Ministerstwo Finansów zaproponowało zmiany, które pozwolą na przejście do „zazębiających” się kadencji. W efekcie tych zmian dodatkowych trzech nowych członków RPP mogłoby zostać powołanych do Rady w bieżącym roku, co mogłoby doprowadzić do zmiany układu sił w Radzie, utrudniając prognozowanie ich przyszłych decyzji.

Zmiany w OFE wchodzi w życie

W grudniu prezydent Komorowski podpisał ustawę wprowadzającą zmiany w systemie emerytalnym, podejmując jednocześnie decyzję o skierowaniu tej ustawy do Trybunału Konstytucyjnego. Naszym zdaniem ocena po stronie Trybunału może zająć przynajmniej kilka miesięcy, ale nawet gdyby reforma została częściowo zakwestionowana, to zapewne nie zostanie już w pełni odwrócona. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że aktywa funduszy emerytalnych stanowiące równowartość ok. 9% PKB zostaną przeniesione do ZUS już 3-go lutego uwzględniając wycenę aktywów z końca stycznia. To z kolei powinno prowadzić do redukcji długu publicznego do ok. 47% PKB w 2014 r. z niemal 55% w 2013 r. Biorąc pod uwagę stosunkowo dobre wyniki gospodarki w IV kwartale zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę ubiegłorocznego deficytu sektora rządowego i samorządowego do 4,2% PKB (prognoza Ministerstwa Finansów to ok. 4,8% PKB), a biorąc pod uwagę transfer aktywów z OFE saldo fiskalne poprawi się przejściowo osiągając rekordowo wysoką nadwyżkę 5,6% PKB. Jednak nawet po eliminacji efektu jednorazowego transferu aktywów z OFE sądzimy, że Polska może uzyskać deficyt niższy od 3% PKB w tym roku. Znaczenie zmian w systemie emerytalnym wynika

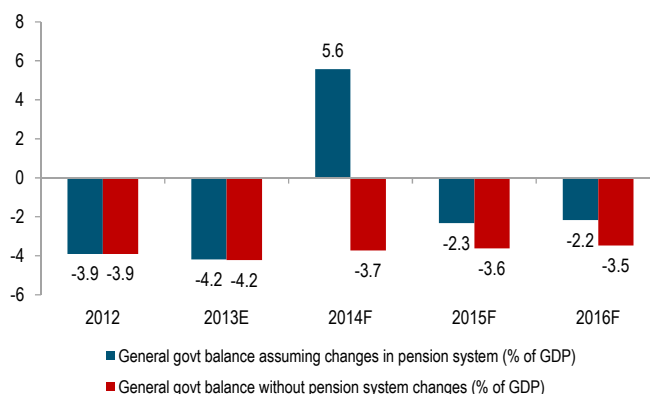
z faktu, że oddalają one ryzyko zacieśnienia fiskalnego, które zostałyby wymuszone w przypadku wzrostu długu publicznego powyżej 55% PKB.

Wykres 17. Zmiany w systemie emerytalnym pomogą obniżyć dług publiczny poniżej 50% PKB



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 18. Deficyt sektora rządowego i samorządowego spadnie po zmianach w OFE o ponad 1% PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

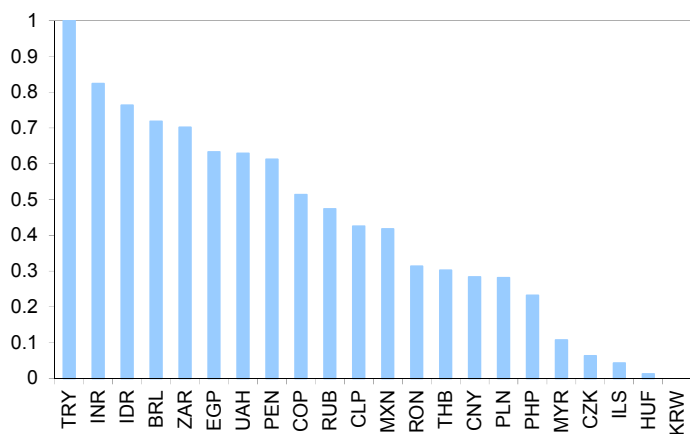
Przeniesienie części obligacyjnej z OFE do ZUS doprowadzi także do zmniejszenia krajowego rynku obligacji skarbowych, a tym samym do zmniejszenia wagi Polski w międzynarodowych indeksach obligacji. Według naszych szacunków na koniec grudnia 2013 r. OFE posiadały w swoich portfelach ok. 73 mld zł obligacji, które wchodziły w skład indeksu Citi WGBI (World Government Bond Index). Po ich eliminacji wartość obligacji ujętych w indeksie zmniejszy się o ok. 20%, co według naszych szacunków przełoży się na spadek wagi Polski w indeksie WGBI z ok. 0,65% do ok. 0,52%. To może doprowadzić do wyprzedaży do ok. 8 mld zł polskich obligacji przez inwestorów portfelowych, choć biorąc pod uwagę sporą sprzedaż obligacji przez inwestorów zagranicznych w ostatnich miesiącach sądzimy, że pewne dostosowanie do tych zmian mogło już mieć miejsce.

Perspektywy dla złotego

Sądzimy, że złoty jest jedną z najbardziej odpornych walut gospodarek wschodzących na zawirowania na globalnych rynkach. Wzrost gospodarczy wydaje się stosunkowo mocny i naszym zdaniem będzie wyższy niż oczekuje tego rynek, realne stopy procentowe są dodatnie i znajdują się na relatywnie wysokim poziomie, sytuacja fiskalna nie wydaje się niepokojąca, a poziom rezerw walutowych oraz dostęp do środków z linii kredytowej FCL w MFW powinny z łatwością wystarczyć do sfinansowania rocznych zewnętrznych potrzeb pożyczkowych. Ponadto deficyt obrotów bieżących w Polsce jest bliski historycznie niskich poziomów i jest w zdecydowanej większości pokryty przez napływ środków z UE. Te wielkości makroekonomiczne pozytywnie odróżniają Polskę na tle wielu gospodarek wschodzących, które borykają się ze stosunkowo niskim wzrostem gospodarczym, relatywnie wysoką inflacją i wysokim deficytem obrotów bieżących, który może być trudno sfinansować kapitałem portfelowym (ze względu na proces ograniczania zakupu aktywów przez Fed). Ponadto do wzrostu niepewności na rynkach przyczynia się fakt, że w niektórych krajach EM takich jak Turcja, Ukraina, Tajlandia, czy RPA wyraźnie wzrosło napięcie polityczne. Naszym zdaniem na tym tle Polska jest jednym z relatywnie bezpieczniejszych rynków, choć uważamy również, że w przypadku nasilania się napięć na rynkach wschodzących,

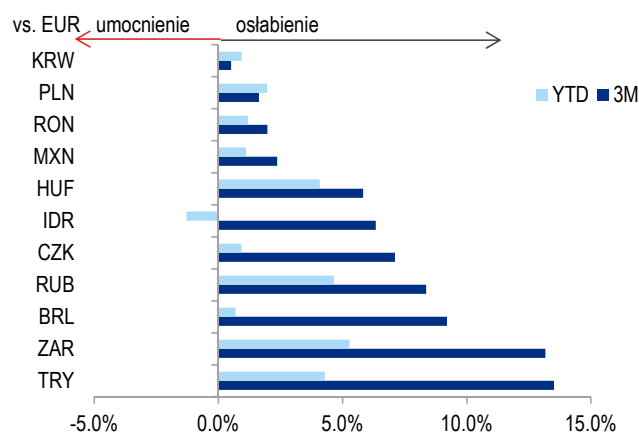
polskie aktywa mogą również znaleźć się pod presją, choć relatywnie mniejszą niż na przykład Turcja lub RPA.

Wykres 19. Indeks podatności na kryzys (uwzględniający, m.in. CPI, wzrostu kredytu, salda obrotów bieżących i poziom rezerw walutowych)



Źródło: Citi Research

Wykres 20. Złoty wyraźnie lepiej zachowywał się od innych walut gospodarek wschodzących w ostatnich miesiącach, choć te dysproporcje zostały nieco zniwelowane w styczniu

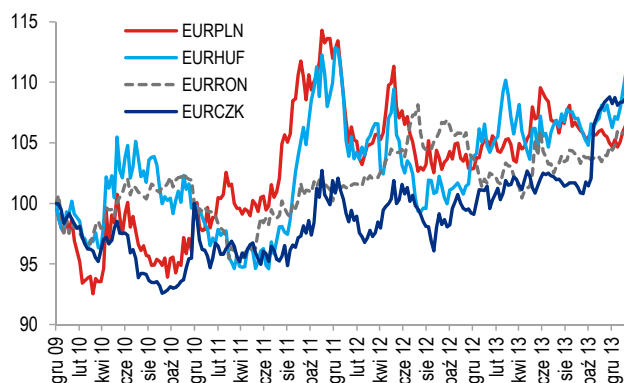


Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Zmienność na rynkach w naturalny sposób rodzi pytania o możliwość interwencji walutowych. Sądzymy, że interwencja FX banku centralnego jest możliwa jedynie w przypadku, gdyby złoty osłabiał się znacznie bardziej niż inne waluty krajów rozwijających się, choć zapewne Ministerstwo Finansów może być bardziej aktywne na rynku. Pod koniec stycznia przedstawiciele zarówno banku centralnego jak i Ministerstwa Finansów starali się wystąpić do rynku uspokajające sygnały nt. sytuacji na rynku walutowym, co można było odebrać jako delikatną formę interwencji werbalnej. Minister Finansów sugerował, że nie ma obaw co do stabilności złotego ze względu na dobre fundamenty polskiej gospodarki. Tymczasem członek zarządu NBP powiedział, że NBP monitoruje sytuację i będzie gotowe działa, gdyby zmienność na rynku walutowym była zbyt duża. Nie sądzymy, aby bank centralny bronił konkretnego poziomu kursu walutowego, a historia poprzednich interwencji wskazuje, że NBP preferuje sporadyczną sprzedaż euro, ale za to o relatywnie dużej wartości. Sądzymy też, że bardziej skłonne do interwencji byłoby Ministerstwo Finansów, które już w grudniu prawdopodobnie sprzedało ponad 3 mld EUR. Od tego czasu MF zapewne zdołało odbudować poziom depozytów walutowych do ok. 5-6 mld EUR, co daje resortowi amunicję na wypadek interwencji.

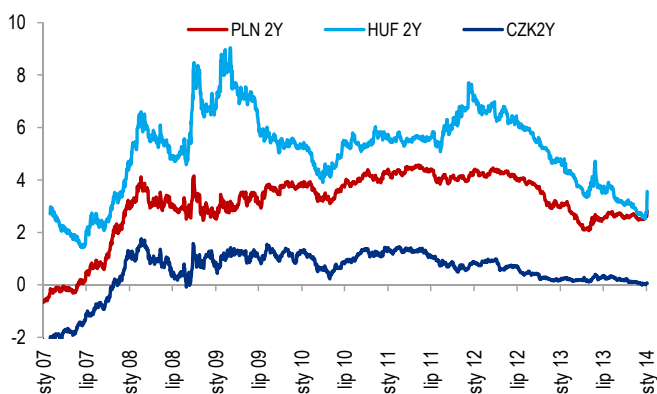
Choć w krótkim terminie podwyższona zmienność kursu złotego może się utrzymać i polska waluta może tracić w ślad za innymi walutami EM, w nieco dłuższym horyzoncie spodziewamy się jej umocnienia. Prognozujemy, że na koniec roku złoty umocni się wobec euro w stronę 4,05, a wobec dolara do ok. 2,90. Analitycy Citi oczekują też stopniowego umocnienia euro wobec dolara w stronę 1,40 do końca roku ze względu na znaczną poprawę salda obrotów bieżących w ostatnich latach oraz poprawiające się perspektywy gospodarcze strefy euro.

Wykres 21. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



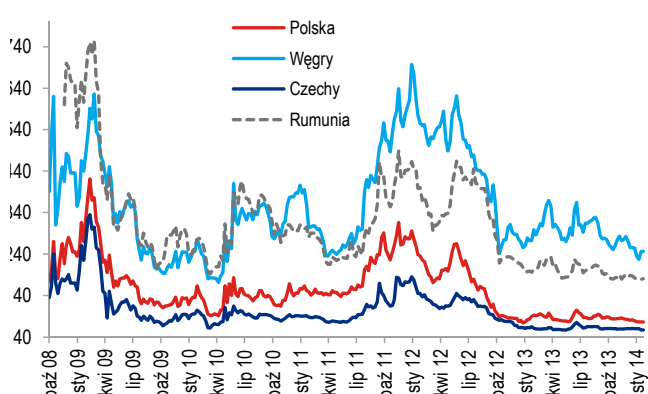
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 23. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



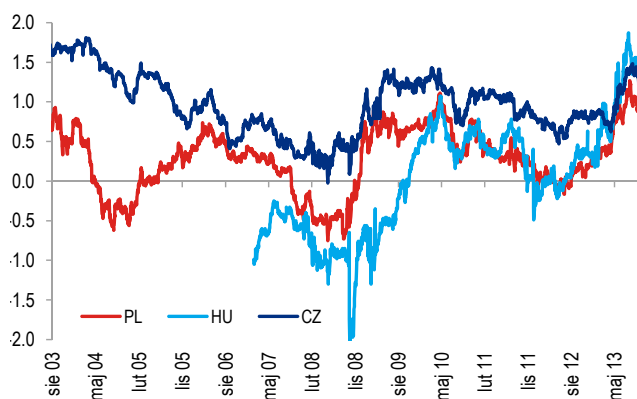
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Stawki CDS (5-letnie)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012			2013									
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-10.6	0.3	-2.1	-2.9	2.8	-1.8	3.0	6.3	2.2	6.2	4.4	2.9	6.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-14.2	5.4	-2.8	9.3	-2.2	-0.7	2.8	1.5	-4.5	9.6	6.0	-6.2	-9.7
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-12.2	-0.4	-1.9	-3.3	3.0	-2.0	3.7	6.8	2.3	6.8	5.0	3.3	8.3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-24.8	-16.1	-11.4	-18.5	-23.1	-27.5	-18.3	-5.2	-11.1	-4.8	-3.2	-2.9	5.8
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	-2.5	3.1	-0.8	0.1	-0.2	0.5	1.8	4.3	3.4	3.9	3.2	3.8	5.8
Stopa bezrobocia (%)	13.4	14.2	14.4	14.3	14.0	13.5	13.2	13.1	13.0	13.0	13.0	13.2	13.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	0.1	0.3
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.4	1.7	1.3	1.0	0.8	0.5	0.2	1.1	1.1	1.0	0.8	0.6	0.7
Inflacja (% m/m)	0.1	0.1	0.0	0.2	0.4	-0.1	0.0	0.3	-0.3	0.1	0.2	-0.2	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.1	-1.2	-0.3	-0.7	-2.1	-2.5	-1.3	-0.8	-1.1	-1.4	-1.4	-1.5	-0.9
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.6	0.1	0.3	-0.3	-0.7	0.1	0.7	0.2	-0.3	0.1	-0.7	-0.3	0.0
Płace - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	2.4	0.4	4.0	1.6	3.0	2.3	1.4	3.5	2.0	3.6	3.1	3.1	2.7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,705	-1,375	-668	-272	436	-204	133	-497	-785	-1,024	-213	-984	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-3.7	-3.5	-3.3	-3.1	-2.8	-2.8	-2.3	-1.9	-2.0	-2.0	-1.9	-1.7	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1156	-64	426	-502	621	2	569	175	246	673	68	7	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	10,545	12,214	12,352	12,780	13,317	12,276	12,740	13,008	12,422	13,896	14,696	13,594	-
Eksport (% r/r)	-1.1	6.4	4.3	-1.2	11.1	0.4	5.1	5.6	1.9	0.0	0.0	0.0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	11,701	12,278	11,926	13,282	12,696	12,274	12,171	12,833	12,176	13,223	14,628	13,587	-
Import (% r/r)	-0.9	1.1	-6.2	-1.3	1.7	-6.0	-2.2	1.1	-0.7	0.0	0.0	0.0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4.5	4.4	5.5	5.3	7.4	6.5	7.0	6.6	6.1	6.1	5.9	5.7	6.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	7.7	7.1	8.1	9.2	8.9	7.7	7.6	7.0	6.7	6.3	6.0	5.6	5.6
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-7.6	-6.7	-5.7	-0.8	2.8	2.1	4.5	4.8	4.7	7.4	7.5	7.5	10.0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	0.2	2.0	2.7	2.6	2.0	0.9	2.4	3.3	3.0	4.3	3.7	4.3	4.5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	1.4	2.5	2.9	1.8	1.5	-0.1	1.6	0.5	0.7	0.2	-0.1	0.5	0.8
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.25	4.00	3.75	3.25	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
WIBOR 3M (średnio)	4.27	4.04	3.80	3.48	3.29	2.89	2.74	2.71	2.70	2.69	2.67	2.66	2.68
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.13	3.95	3.74	3.39	3.03	2.74	2.73	2.70	2.70	2.67	2.66	2.65	2.71
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	3.06	3.41	3.46	3.16	2.68	2.69	2.81	2.66	2.82	2.77	2.63	2.44	2.71
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	3.15	3.25	3.48	3.15	2.62	2.73	3.08	2.82	3.14	3.06	2.92	2.84	3.03
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.74	3.93	3.98	3.95	3.28	3.59	4.37	4.09	4.46	4.46	4.16	4.53	4.35
EUR/PLN (koniec okresu)	4.07	4.19	4.17	4.18	4.14	4.33	4.32	4.23	4.27	4.22	4.18	4.19	4.15
USD/PLN (koniec okresu)	3.08	3.09	3.18	3.26	3.17	3.27	3.32	3.19	3.23	3.12	3.08	3.10	3.04
EUR/USD (koniec okresu)	1.32	1.36	1.31	1.28	1.31	1.32	1.30	1.33	1.32	1.35	1.36	1.35	1.36
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	30.4	8.4	21.7	24.4	31.7	30.9	26.0	25.9	26.8	29.6	39.5	38.5	
Def. budżetowy kum. (% planu)	86.9%	16.3%	42.1%	47.3%	61.6%	60.0%	50.4%	50.4%	51.9%	57.4%	76.5%	74.7%	

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	516	581	641
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,630	1,707	1,807
PKB per capita (USD)	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,384	15,103	16,684
Populacja (mln)	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.4	13.0	12.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.6	3.1	3.6
Inwestycje (% r/r)	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.2	-5.0	7.8	4.5
Spożycie ogółem (% r/r)	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.1	2.3	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.7	2.1	3.2	2.6	1.2	0.8	2.5	3.2
Eksport (% r/r)	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.6*	5.9	6.5
Import (% r/r)	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.6*	6.7	7.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	0.7	2.1	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	1.4	2.8
Płace nominalne (% r/r)	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.9	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00	4.00
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.40	3.32	4.07
Rentowność obligacji 10-letnich	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.42	4.80	5.10
USD/PLN (Koniec okresu)	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	2.89	2.88
USD/PLN (Średnia)	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.95	2.89
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.05	4.00
EUR/PLN (Średnia)	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.09	4.03
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-9.4	-13.9	-21.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.8	-2.4	-3.4
Saldo handlu zagranicznego	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	2.3	2.1	-2.2
Eksport	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	205.9	233.4	268.0
Import	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.6	231.3	270.2
Saldo usług	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	6.7	6.1	6.2
Saldo dochodów	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-23.6	-27.9	-32.4
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	3.2	4.0	6.0
Rezerwy międzynarodowe	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	97.5	90.3	91.1
Amortyzacja	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	47.2	44.9	43.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.2	5.6	-2.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.5	8.1	0.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.5	46.9	46.2

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. * Wzrost PKB, konsumpcji i inwestycji w 2013 r. - wstępne dane GUS; wzrost eksportu i importu - szacunki Citi Handlowy

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.5	1.9	1.6	3.1	3.6	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	0.9	1.4	2.8	2.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.0	-3.7	-1.8	-2.4	-3.4	-4.4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	3.00	4.00	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.04	2.89	2.88	2.82
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.16	2.95	2.89	2.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.15	4.05	4.00	3.95
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.19	4.09	4.03	3.98

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 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.