

CitiMonthly

W skrócie

- Tym razem w temacie miesiąca zajmujemy się perspektywami ratingu kredytowego Polski.
- W ciągu ostatnich lat długoterminowy rating Polski dla zadłużenia zagranicznego nie uległ żadnej zmianie.
- W tym samym czasie gospodarka przeszła daleko idące zmiany przejawiające się wzrostem PKB na głowę mieszkańca, poprawą perspektyw fiskalnych oraz stabilizacją polityczną.
- Ta rozbieżność między poprawą fundamentów a oceną wiarygodności kredytowej skłania nas do wniosku, że w najbliższym czasie perspektywa ratingu Polski może zostać podniesiona (do "pozytywnej"), a sam rating może wzrosnąć w przyszłym roku.
- Polska gospodarka jest blisko osiągnięcia optymalnego punktu wraz ze wzrostem gospodarczym wyższym od potencjalnego przy utrzymującej się wyraźnie poniżej celu inflacji. Wciąż oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB w tym roku do ok. 3,4% r/r.
- Choć dane o obrotach handlowych pokazują, że spadek eksportu do Rosji i na Ukrainę został z nawiązką zniwelowany przez ożywienie eksportu do UE to sytuacja na wschodzie wciąż pozostaje głównym ryzykiem dla naszego scenariusza ożywienia gospodarczego.
- Oczekiwany przez nas program ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC, niska inflacja oraz oddalająca się perspektywa podwyżek stóp procentowych i niska podaź obligacji w II połowie roku będą wspierać obligacje skarbowe i oddalą oczekiwany przez nas wzrost rentowności.
- Jednocześnie spodziewamy się, że mimo dobrych fundamentów złoty nieznacznie się osłabi pod wpływem redukcji programu skupu aktywów przez Fed.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

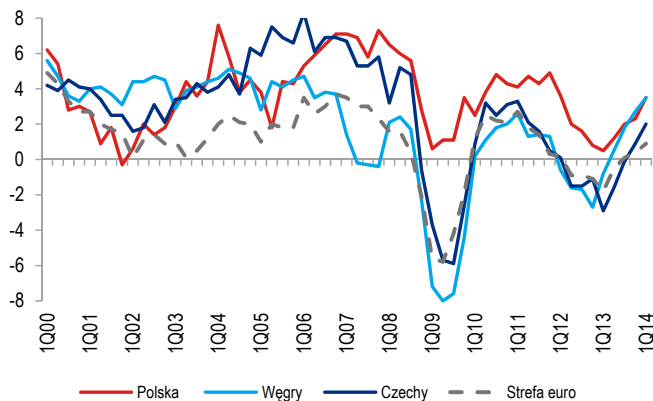
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

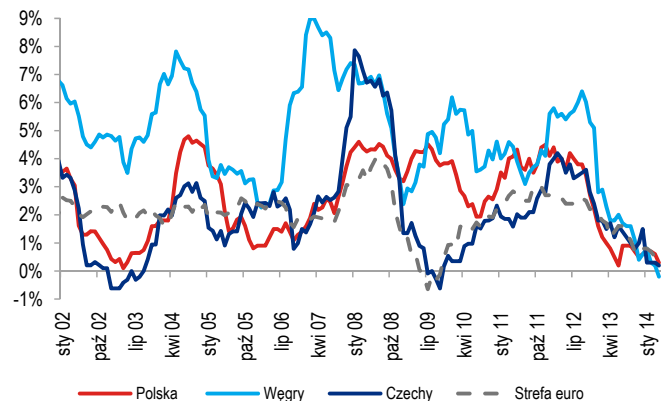
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



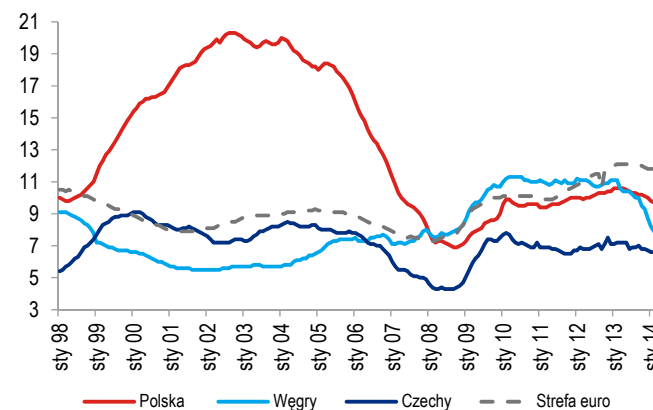
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



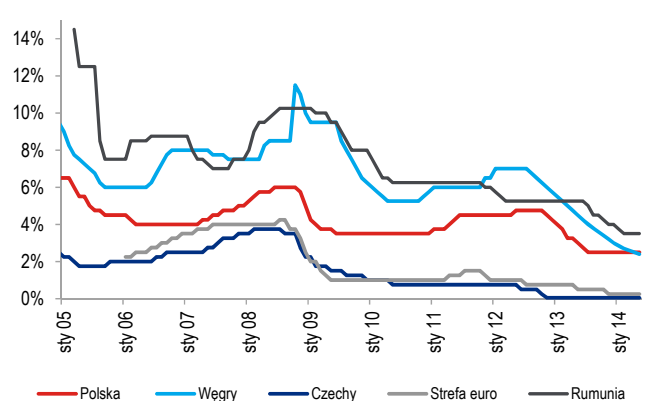
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	1,0	2,2	-1,9	44,4
Węgry	1,1	5,8	-2,9	80,3
Polska	0,6	4,1	5,7	49,2
Rumunia	2,3	5,3	-2,2	39,9
Kryterium konwergencji	<u>1,2</u>	<u>5,5</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2014, opublikowane w maju 2014 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.

Temat miesiąca

Polska zasługuje na więcej, ale musi poczekać¹

- W ciągu ostatnich lat długoterminowy rating Polski dla zadłużenia zagranicznego nie uległ żadnej zmianie.
- W tym samym czasie gospodarka przeszła daleko idące zmiany przejawiające się wzrostem PKB na głowę mieszkańca, poprawą perspektyw fiskalnych oraz stabilizacją polityczną.
- Ta rozbieżność między poprawą fundamentów a oceną wiarygodności kredytowej skłania nas do wniosku, że w najbliższym czasie perspektywa ratingu Polski może zostać podniesiona (do "pozytywnej"), a sam rating może wzrosnąć w przyszłym roku.

Polski rating od bardzo dawna nie zmienił się, mimo że krajowa gospodarka przeszła daleko idącą transformację. Ocena wiarygodności kredytowej Polski ostatni raz została podniesiona siedem lat temu przez S&P i Fitch oraz dwanaście lat temu (w przypadku Moody's). O ile w poprzednich kilku latach ostrożność agencji ratingowych wydawała się uzasadniona choćby przez niepewność dotyczącą sytuacji w strefie euro, obecnie ten czynnik znika i można poważnie zastanawiać się, czy aby Polska nie zasługuje przynajmniej na podniesienie perspektywy ratingu.

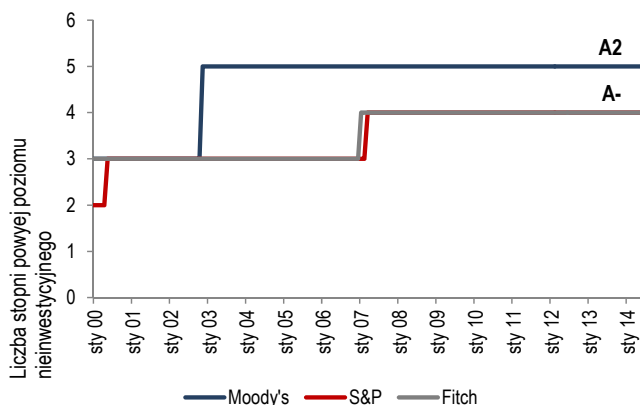
Choć każda z głównych agencji ratingowych ma nieco inne podejście do kwestii ratingu, wszystkie one przyglądają się podobnym czynnikom. Generalnie obejmują one: a) wzrost gospodarczy, b) perspektywy fiskalne, c) stabilność polityczną lub jakość instytucji oraz d) deficyt w rachunku bieżącym i dług zewnętrzny. Pod względem większości z tych elementów sytuacja Polski uległa wyraźnej poprawie.

Doganianie trwa

Nasze prognozy, jak i szacunki samych agencji ratingowych, wskazują, że Polska będzie w najbliższych latach rozwijać się w relatywnie szybkim tempie. Co więcej dzięki szybkiemu wzrostowi z poprzednich lat, Polska skutecznie zmniejszyła dystans dzielący ją od krajów rozwiniętych posiadających wyższy rating. Wykres 5 pokazuje, że w 2002 roku – kiedy Moody's ostatni raz podniósł Polsce rating – PKB przypadające na głowę mieszkańca w kraju wynosiło około 44% poziomu w strefie euro, podczas gdy obecnie wynosi około 64%. Oczywiście kraje strefy euro przeszły w tym czasie przez trudny okres i niektóre z nich straciły dotychczasowy rating, ale podobny trend jest widoczny również w stosunku do gospodarek z najwyższą oceną kredytową.

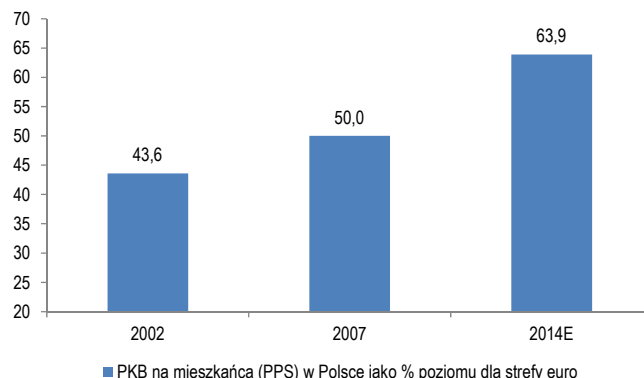
¹ Poniższa sekcja została przygotowana w oparciu m.in. o raport *Poland Macro View: Deserves more but needs to be patient*, z dnia 22.05.2014.

Wykres 5. Brak zmian długoterminowego ratingu Polski w ostatnich latach ...



Source: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 6. ... pomimo znacznego wzrostu PKB na mieszkańca

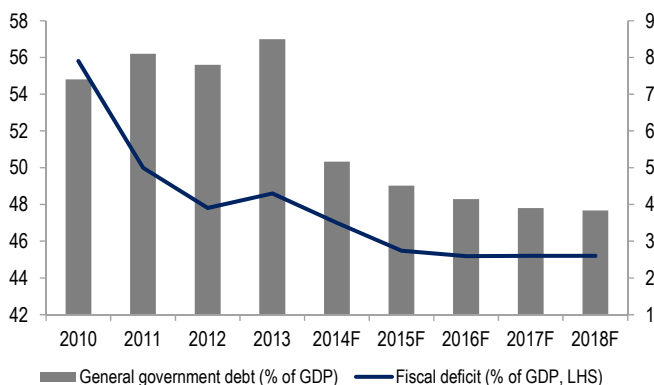


Źródło: Eurostat, szacunki Citi Handlowy

Niższy dług i większa elastyczność fiskalna

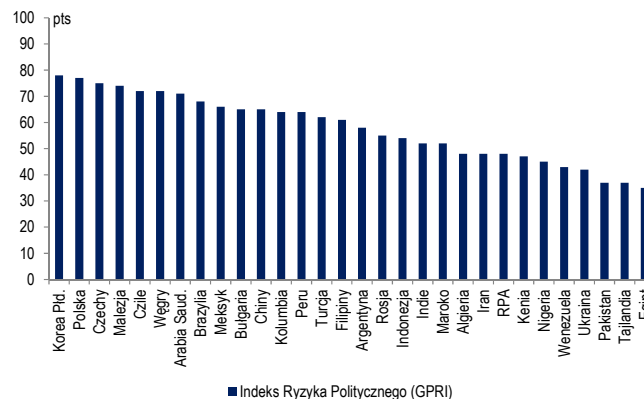
Po znacznym antycyklicznym poluzowaniu polityki fiskalnej w okresie 2009-2010, prowadzącym do zwiększenia deficytu do niemal 8% PKB, Polska rozpoczęła proces stopniowego zacieśnienia fiskalnego, obniżając deficyt do 4,3% PKB w 2013 roku. Dodatkowo w lutym rząd wprowadził w życie zmiany w systemie emerytalnym które obejmowały między innymi transfer około połowy aktywów z OFE do sektora publicznego, pozwalając na redukcję długu sektora rządowego i samorządowego do 50% PKB w 2014. Agencje ratingowe traktują te zmiany jako neutralne dla oceny kredytowej kraju, gdyż co prawda dług ulega obniżeniu, lecz zmniejszają się również aktywa na pokrycie przyszłych zobowiązań emerytalnych. Niemniej na uwagę zasługuje fakt, że konsekwencją tych zmian będzie również trwałe obniżenie potrzeb pożyczkowych w związku z tym, że zdecydowana większość Polaków zapewne nie złoży deklaracji pozostania w OFE. Ten fakt oraz spadek kosztów obsługi długu zapewne pomogą w redukcji deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB już w 2015 roku. Dlatego choć sam transfer aktywów nie ma szans zapewnić Polsce poprawy ratingu, spadek deficytu może być już traktowany przez agencje jako pozytywny czynnik.

Wykres 7. Oczekujemy znacznego spadku długu i deficytu publicznego



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 8. Indeks ryzyka politycznego (GPRI)



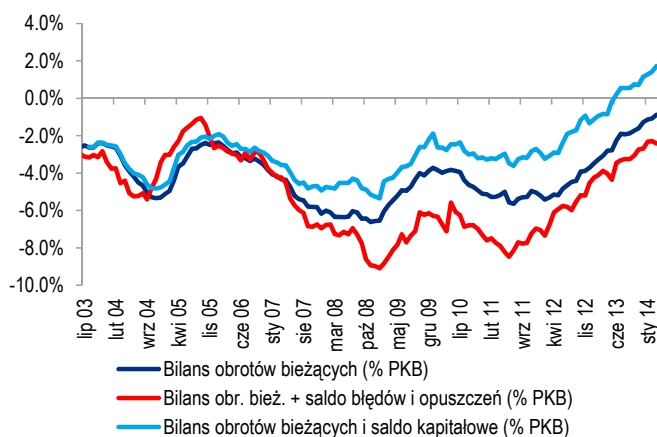
Źródło: Euroasia. Nota: Indeks GPRI, który został opracowany przez Eurasia Group, mierzy zdolność kraju do absorbowania szoków politycznych. Im wyższa wartość tym bardziej stabilny kraj.

Tym bardziej, że przy takim scenariuszu (niższy deficyt i niższe koszty obsługi długu) nowa ścieżka zadłużenia wydaje się zdecydowanie bardziej korzystna niż dotychczas. Nasze prognozy pokazują stopniowy spadek długu poniżej 48% PKB w 2016 roku. Co prawda jest to wciąż wyższy poziom niż w niektórych innych krajach o podobnym poziomie ratingu, jednak wynika to częściowo z faktu, że polskie statystyki wciąż uwzględniają połowę aktywów OFE. Gdyby skorygować dane o PKB o koszt związany z reformą emerytalną, która została wprowadzona w Polsce, a nie w innych krajach, nasz wynik byłby poniżej poziomów z grupy porównawczej (peer group).

Jakość instytucji – wielki skok cywilizacyjny

W okresie od ostatnich zmian ratingu (a w szczególności od 2002) Polska dokonała znacznego postępu pod względem jakości instytucji oraz stabilności politycznej. Wejście do Unii Europejskiej w 2004 roku sprawiło, że Polska musiała dostosować prawo oraz standardy działania instytucji publicznych do poziomów porównywalnych z zachodnioeuropejskimi. Dodatkowo w ostatnich latach sytuacja polityczna w kraju okazała się zdecydowanie stabilniejsza i bardziej przewidywalna niż w latach 90-tych lub na początku poprzedniej dekady. Niewątpliwie bardzo trudno jest ocenić lub porównać stabilność polityczną, ale według jednej z miar przygotowywanych przez firmę Eurasia (Global Political Risk Index) Polska jest jednym z najlepiej wypadających pod tym względem krajów wschodzących (Wykres 8). Podsumowując, między obecną sytuacją a 2002/2007 (kiedy podejmowane były ostatnie decyzje w sprawie ratingu i kiedy Polska słynęła na arenie europejskiej z niestabilnej sytuacji politycznej) jest wyraźna różnica, która jednak nie przełożyła się jeszcze na rating Polski.

Wykres 9. Bilans obrotów bieżących istotnie się poprawił w ostatnich latach a niewielkie deficyt jest całkowicie pokryty przez napływ środków unijnych



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Tabela 2. Porównanie głównych zmiennych makroekonomicznych Polski z krajami o zbliżonym ratingu

Prognozy na rok 2015	Bilans sekt. rządowego i samorz. (% PKB)	Dług sekt. rządowego i samorz. (% PKB)	Bilans obrotów bieżących (% PKB)	Dług zewnętrzny (% PKB)
Polska (Citi)	-2,7	49,0	-3,7	61,0
Mediana dla krajów A (Moody's)	-2,6	42,4	1,7	30,3
Minimum (Moody's)	-3,4	7,7	-2,0	17,4
Maksimum (Moody's)	2,5	71,1	13,0	148,4

Źródło: Moody's, Citi Handlowy

Dług zagraniczny – daleko od ideału ale lepiej

Najsłabsza część polskich fundamentów jest związana ze znacznym zadłużeniem zagranicznym gospodarki, w tym również sektora prywatnego.

Według naszych szacunków w 2015 roku dług zagraniczny kraju pozostanie powyżej 60% PKB, przez co wciąż będzie wyższy od mediany dla gospodarek o podobnym ratingu (Tabela 2), choć zbliżonym na przykład do poziomu czeskiego. Ogólna wrażliwość Polski na szoki zewnętrzne jest ograniczana jednak przez fakt, że ponad jedna piąta zobowiązań zagranicznych stanowią kredyty i pożyczki od spółek matek, a ponadto Polska ma dostęp do około 30 mld dolarów z elastycznej linii kredytowej MFW. Poza tym, w porównaniu z poprzednimi latami obecnie Polska utrzymuje zaledwie niewielki deficyt w rachunku bieżącym, który jest w pełni finansowany przez stabilny kapitał pod postacią funduszy UE. Powyższe dane pokazują, że podatność Polski na szoki zewnętrzne jest obecnie mniejsza niż wydawałoby się na pierwszy rzut oka.

Podsumowanie

Powyższe pobieżne porównanie zmian, które zaszły w Polsce w ciągu ostatnich lat pokazuje, że rozważenie zmian ratingu w przypadku Polski wydaje się w pełni uzasadnione. Naszym zdaniem istnieje duża szansa, że w tym roku przynajmniej jedna z agencji zdecyduje się na podniesienie perspektywy ratingu do „pozytywnej” z „neutralnej”. Jednocześnie sądzimy, że do podniesienia samego ratingu może dojść w 2015 roku.

Gospodarka w skrócie²

Bezinflacyjny i zrównoważony wzrost

- Polska gospodarka jest blisko osiągnięcia optymalnego punktu wraz ze wzrostem gospodarczym wyższym od potencjalnego przy utrzymującej się wyraźnie poniżej celu inflacji. Wciąż oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB w tym roku do ok. 3,4% r/r.
- Choć dane o obrotach handlowych pokazują, że spadek eksportu do Rosji i na Ukrainę został z nawiązką zniwelowany przez ożywienie eksportu do UE to sytuacja na wschodzie wciąż pozostaje głównym ryzykiem dla naszego scenariusza ożywienia gospodarczego.
- Oczekiwany przez nas program ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC, niska inflacja oraz oddalająca się perspektywa podwyżek stóp procentowych i niska podaż obligacji w II połowie roku będą wspierać obligacji i oddalą oczekiwany przez nas wzrost rentowności obligacji. Jednocześnie spodziewamy się, że mimo dobrych fundamentów złoty nieznacznie się osłabi pod wpływem redukcji programu skupu aktywów przez Fed.

Silny wzrost mimo zawirowań zewnętrznych

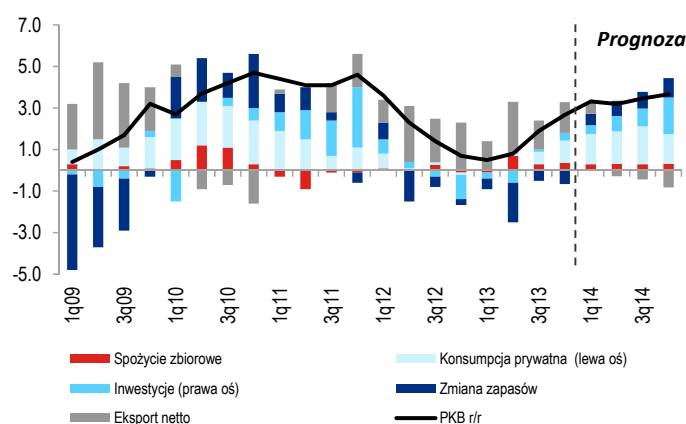
Wzrost gospodarczy przyspieszył w I kwartale do 3,3% r/r (1,1% kw/kw w ujęciu odsezonowanym i po eliminacji efektu dni roboczych), co przekroczyło rynkowe oczekiwania. Wstępny odczyt PKB nie zawierał szczegółowego rozbitcia jednak sądzymy, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego wynikało głównie z ożywienia popytu krajowego. Jednocześnie jednak, spadek dodatniej kontrybucji eksportu netto najprawdopodobniej okazał się mniejszy niż zakładaliśmy, gdyż mimo że miesięczne dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za pierwsze miesiące roku zaskoczyły w dół to saldo wymiany handlowej okazało się znacznie lepsze niż zakładaliśmy. Dane NBP o bilansie płatniczym za pierwsze trzy miesiące roku pokazały rekordowo wysoką nadwyżkę w obrotach handlowych na poziomie ok. 1,2 mld EUR w porównaniu do nadwyżki 2,3 mld EUR w całym 2013 r. (pierwszej nadwyżki w ujęciu rocznym od czasu kiedy GUS zaczął publikować dane w 1994 r.) To potwierdza, że ożywienie gospodarcze jest zrównoważone i wspierane przez różne sektory gospodarki.

Spadek wyprzedzającego indeksu koniunktury PMI stwarza ryzyko dla naszej wyższej od konsensusu prognozy PKB na poziomie 3,4% r/r, choć nie został on jeszcze odzwierciedlony w realnych danych z gospodarki. Najnowszy odczyt PMI za kwiecień pokazał spadek indeksu do 52 pkt z 55,9 pkt w lutym. To kontrastowało ze wzrostem analogicznych indeksów dla strefy euro, a w tym także dla Niemiec i było wyjaśnione przez spadek indeksu nowych zamówień eksportowych za sprawą słabszego popytu z rynków europejskich jak i za sprawą konfliktu między Rosją i Ukrainą. Jednak to osłabienie jeszcze nie zostało potwierdzone w danych z realnej gospodarki. Choć niedawno publikowane dane GUS o obrotach handlowych za marzec potwierdziły znaczący spadek eksportu do

² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 23.05. 2014 r.

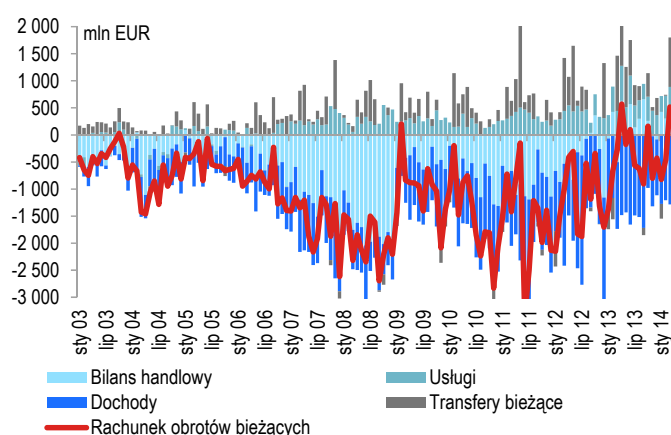
Rosji (o ok. 11% r/r) oraz na Ukrainę (o ok. 30% r/r) to jednocześnie pokazały, że to osłabienie zostało w pełni zniesione przez ożywienie eksportu do krajów Unii Europejskiej (do 19,6% r/r w tym zwłaszcza do Niemiec do 22,5% r/r) oraz innych gospodarek rozwiniętych. Jednocześnie wskaźniki zaufania konsumentów nie pokazały pogorszenia nastrojów w kwietniu, a spowolnienie sprzedaży detalicznej w marcu do 3,1% r/r okazało się przejściowe i wynikało z jednorazowego czynnika, tj. przesunięcia w czasie Świąt Wielkanocnych w porównaniu do roku poprzedniego. W kwietniu sprzedaż detaliczna przyspieszyła już do 8,4% r/r, co jest spójne z naszym scenariuszem stopniowego przyspieszenia w konsumpcji prywatnej.

Wykres 10. Naszym zdaniem wzrost gospodarczy przyspiesza głównie za sprawą popytu krajowego



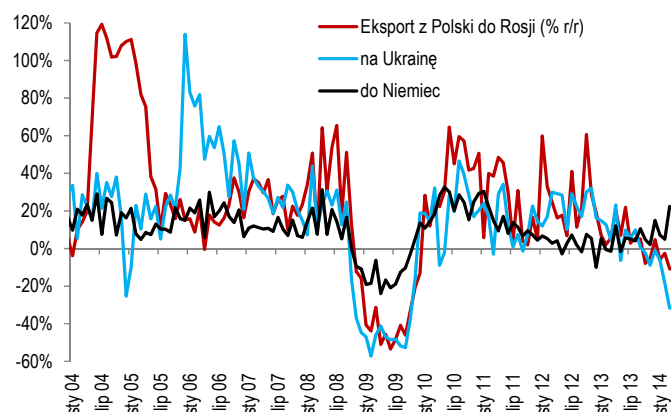
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 11. ... ale w I kwartale wsparła go także poprawa w bilansie handlowym



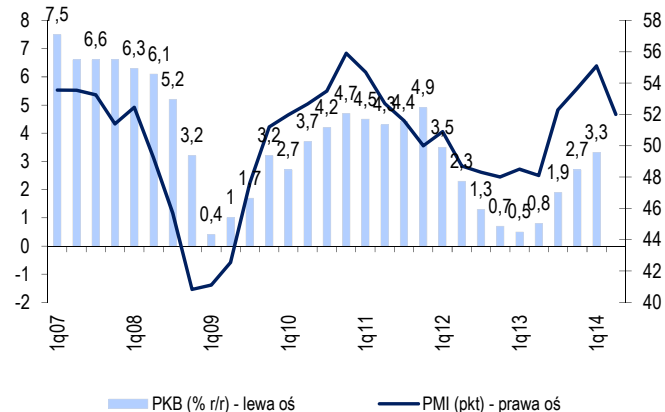
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Choć spadek eksportu do Rosji i na Ukrainę został zniwelowany przez wzmocnienie eksportu do krajów UE



Źródło: GUS, Eurostat, szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat i GUS.

Wykres 13. ... to sytuacja na wschodzie odzwierciedlona w spadku PMI wciąż stanowi ryzyko dla naszych prognoz

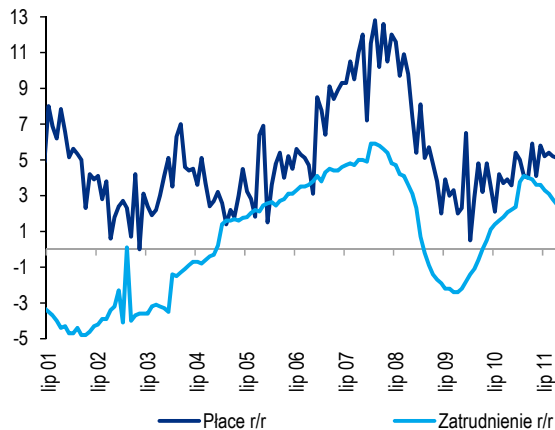


Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

W związku z tym podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB na poziomie 3,4% r/r w tym roku. W bazowym scenariuszu zakładamy, że ożywienie wzrostu gospodarczego będzie wynikało przede wszystkim z odegrania konsumpcji prywatnej w związku ze stopniową poprawą sytuacji na rynku pracy oraz przyspieszenia wzrostu kredytów konsumpcyjnych, a także z przyspieszenia inwestycji. Jednocześnie uważamy, że choć dotychczas konflikt między Ukrainą i Rosją miał ograniczony wpływ na polską gospodarkę to wciąż widzimy ryzyko w dół

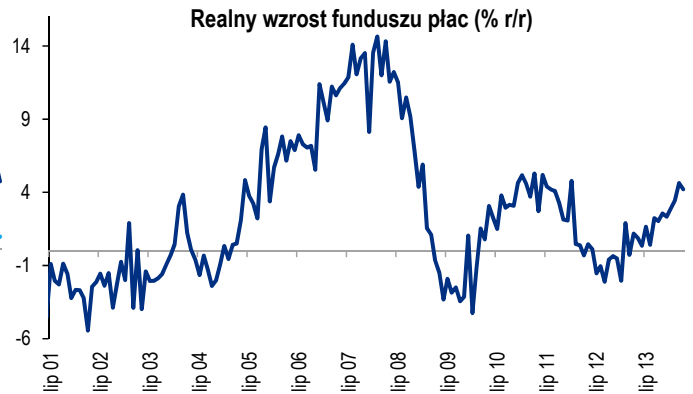
dla naszej prognozy wzrostu PKB w zależności od dalszego rozwoju sytuacji politycznej w regionie i ryzyka materializacji scenariusza wzajemnych sankcji gospodarczych UE oraz Rosji.

Wykres 14. Wzrost płac nieco spowolnił a wzrost zatrudnienia przyspieszył



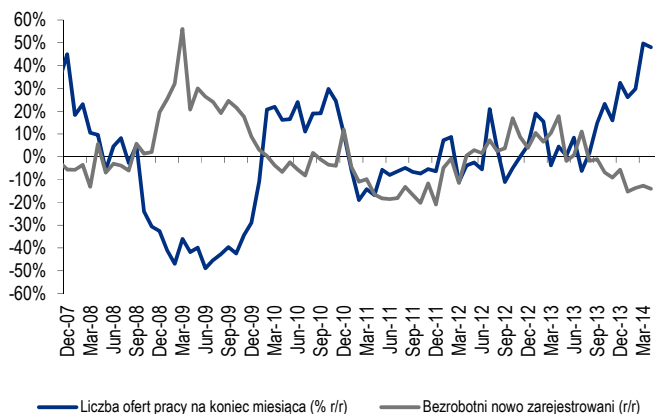
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 15. ... co wraz ze spadkiem inflacji przełożyło się na utrzymanie realnego tempa wzrostu funduszu płac powyżej 4% r/r



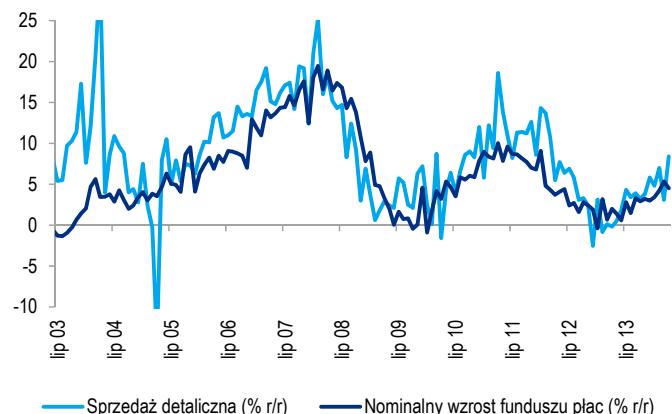
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. Liczba ofert pracy wciąż szybko rośnie a liczba nowych bezrobotnych spada



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 17. Sprzedaż detaliczna odreagowała w związku z efektem późniejszych Świąt Wielkanocnych, a kolejne miesiące powinny przynieść utrzymanie pozytywnych trendów w konsumpcji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Inflacja w pobliżu 0%

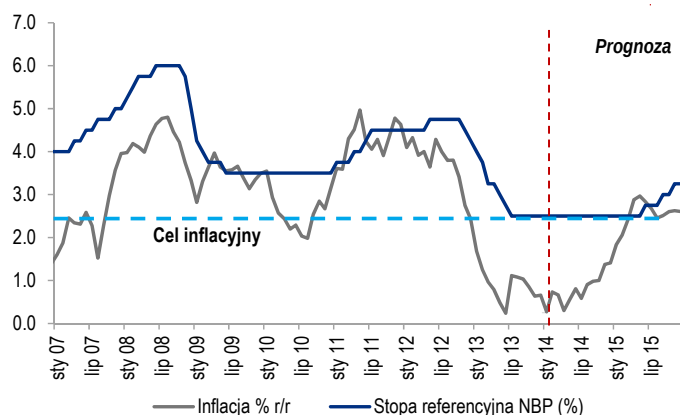
W kwietniu inflacja konsumentów spadła do zaledwie 0,3% r/r i okazała się wyraźnie niższa od naszych oraz rynkowych oczekiwań. Głównym czynnikiem stojącym za tą niespodzianką był znaczny spadek cen żywności (-0,5% m/m), w tym przede wszystkim cukru. Dodatkowo ceny towarów i usług związanych z komunikacją spadły o około 1,5% m/m.

Niski odczyt kwietniowej inflacji obniżył również naszą ścieżkę inflacyjną na kolejne miesiące. Obecnie spodziewamy się, że wskaźnik CPI będzie oscylował w okolicach 0,6-0,8% r/r w perspektywie kolejnych trzech miesięcy i do końca roku może wzrosnąć do około 1,4% r/r. Mimo, że inflacja jest obecnie na bardzo niskim poziomie i krótkookresowy spadek CPI poniżej zera nie może być wykluczony, naszym zdaniem ryzyko długotrwałej deflacji jest ograniczone ze względu na szybkie tempo wzrostu gospodarczego, w tym zwłaszcza poprawę popytu krajowego.

Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że inflacja ostatecznie wzrośnie w pobliże 2,5% r/r w II kwartale 2015 roku, a w całym przyszłym roku może zaskoczyć w górę.

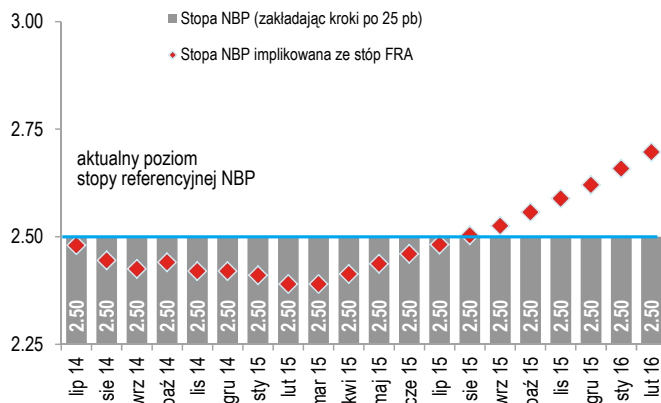
Z uwagi na niską ścieżkę inflacji oraz ton wypowiedzi członków RPP obecnie oczekujemy pierwszej podwyżki stóp procentowych dopiero w II kwartale 2015 r. Na ostatniej konferencji prasowej prezes NBP zasugerował, że lipcowe spotkanie Rady, gdy NBP opublikuje nową wersję projekcji inflacji i PKB, będzie dobrym momentem do aktualizacji sygnalizacji dotyczącej przyszłego kształtowania się stóp procentowych, tzw. forward guidance. Naszym zdaniem oznacza to, że w lipcu RPP najprawdopodobniej wydłuży forward guidance sugerując stabilizację stóp procentowych przynajmniej do końca tego roku. Jednak nie wykluczamy, że po niższym od oczekiwań odczycie inflacji za kwiecień RPP zdecyduje się na taki ruch już w czerwcu. Choć członkowie Rady pozostają optymistyczni w kwestii perspektyw wzrostu gospodarczego i postrzegają ryzyko dla wzrostu związane z sytuacją na Ukrainie jako ograniczone to prezes NBP powiedział, że niższa ścieżka inflacji opóźnia perspektywę podwyżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę niższe prognozy inflacji oraz oczekiwany program ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC sądzimy, że Rada może zdecydować się wstrzymać z decyzją o podwyżce stóp do II kwartału 2015 r. (najprawdopodobniej do czerwca). O tym, że niska inflacja może odsunąć w czasie decyzję o podwyżce stóp procentowych potwierdziły wypowiedzi prezesa NBP.

Wykres 18. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 19. Implikowana ze stawek FRA stopa NBP



Źródło: AMECO, Citi Handlowy.

Niższa ścieżka rentowności

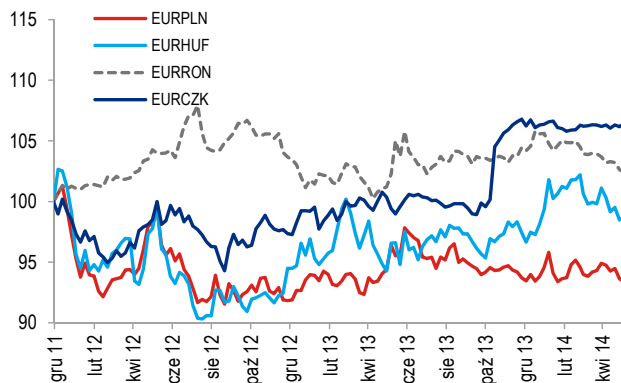
Niższa ścieżka inflacji oraz stosunkowo niewielka podaż obligacji w II połowie roku prawdopodobnie opóźnią oczekiwany wzrost rentowności. Po maju resort finansów sfinansował ok. 86% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok, a ponadto zakładamy, że deficyt budżetowy będzie w tym roku o ok. 8 mld zł niższy niż zakładał rząd. W związku z tym oczekujemy, że Ministerstwo Finansów będzie potrzebowało wyemitować jeszcze jedynie ok. 10 mld zł obligacji, aby sfinalizować finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych i nastąpi to do końca czerwca lub początku lipca, kiedy do rąk inwestorów trafi 9 mld zł z zapadalnych obligacji. W II połowie roku podaż obligacji będzie naszym zdaniem służyć do prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych i będzie mniejsza, co pozwoli resortowi finansów

elastycznie reagować na zmiany warunków rynkowych. Ponadto obniżona ścieżka inflacji jak również perspektywy łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC najprawdopodobniej obniżą oczekiwaną ścieżkę rentowności obligacji oraz opóźnią ich wzrost. Z drugiej strony wciąż zakładamy, że podwyżki stóp procentowych nastąpią szybciej niż oczekuje tego rynek, który obecnie nie wycenia ich do końca 2015 r. i w niewielkim stopniu dopuszcza nawet możliwość ich zmniejszenia. W związku z tym spodziewamy ruchu w górę stawek FRA i stopy 1y1y.

Oczekujemy nieco słabszego złotego

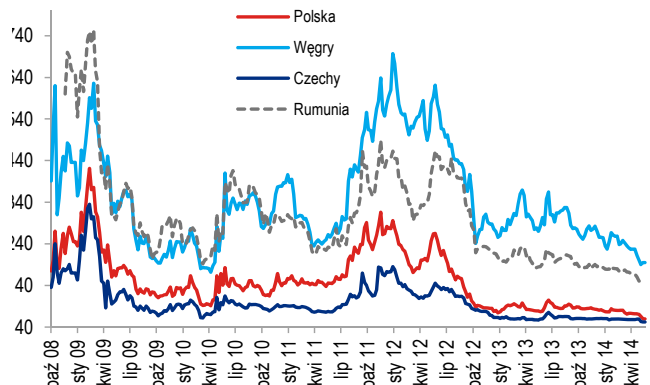
W dalszym ciągu zakładamy, że ograniczenie skupu aktywów przez Fed najprawdopodobniej osłabi złotego w najbliższych miesiącach. Sądzymy, że w obecnych warunkach, gdy stosunkowo niewielki dysparytet stóp procentowych wobec euro nie premiuje złotego nawet w sytuacji znacznego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, bardzo niskich stawek CDS oraz znaczącej poprawy na rachunku obrotów bieżących. Jednocześnie do wyraźniejszego umocnienia złotego nie wystarczają także stosunkowo wysokie realne stopy procentowe i stabilna sytuacja polityczna. Ponadto pomimo perspektyw łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC wciąż zakładamy, że istotniejszym czynnikiem dla złotego będzie ograniczanie programu QE przez Fed. Zakładamy, że osłabi to złotego w stosunku do euro do ok. 4,30 na koniec roku.

Wykres 20. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



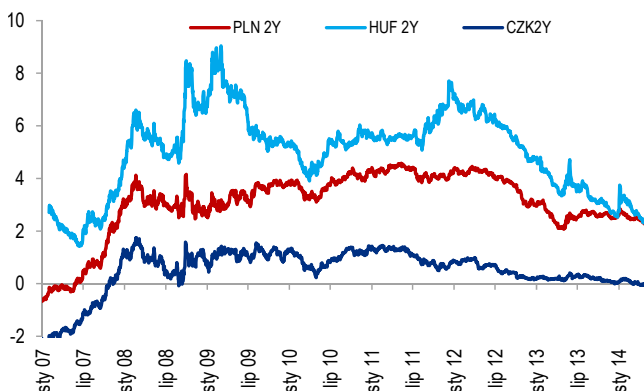
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 21. Stawki CDS (5-letnie)



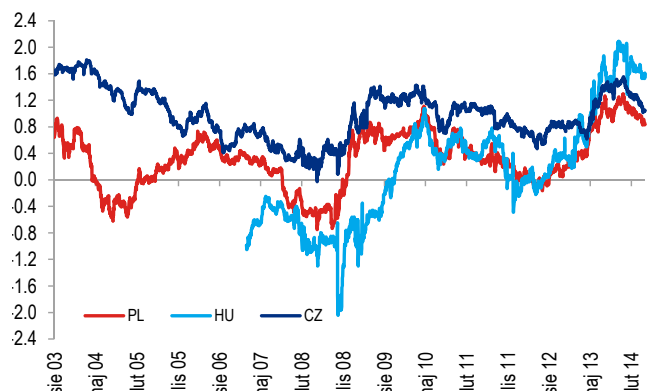
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 23. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2013								2014				
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.8	-1.8	3.0	6.3	2.2	6.2	4.4	2.9	6.6	4.1	5.3	5.4	5.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-2.2	-0.7	2.8	1.5	-4.5	9.6	6.0	-6.2	-9.7	2.9	-1.8	9.4	-2.3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3.0	-2.0	3.7	6.8	2.3	6.8	5.0	3.3	8.3	5.9	7.3	7.7	7.3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-23.1	-27.5	-18.3	-5.2	-11.1	-4.8	-3.2	-2.9	5.8	-3.9	14.4	17.4	12.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	-0.2	0.5	1.8	4.3	3.4	3.9	3.2	3.8	5.8	4.8	7.0	3.1	8.4
Stopa bezrobocia (%)	14.0	13.5	13.2	13.1	13.0	13.0	13.0	13.2	13.4	14.0	13.9	13.5	13.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.2	0.5	0.7
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0.8	0.5	0.2	1.1	1.1	1.0	0.8	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.3
Inflacja (% m/m)	0.4	-0.1	0.0	0.3	-0.3	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.1	-2.5	-1.3	-0.8	-1.1	-1.4	-1.4	-1.5	-1.0	-1.0	-1.4	-1.3	-0.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.7	0.1	0.7	0.2	-0.3	0.1	-0.7	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.1
Płace - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	3.0	2.3	1.4	3.5	2.0	3.6	3.1	3.1	2.7	3.4	4.0	4.8	3.8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	569	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-463	517	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.8	-2.8	-2.3	-1.9	-1.9	-1.9	-1.7	-1.6	-1.3	-1.1	-1.1	-0.9	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	630	1	570	137	299	660	259	-25	-85	426	303	475	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13 303	12 256	12 773	13 228	12 535	14 010	15 145	13 747	11 613	13 517	13 057	14 168	-
Eksport (% r/r)	11.0	0.3	5.4	7.4	2.8	9.0	3.8	2.3	10.1	10.7	5.7	10.9	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12 673	12 255	12 203	13 091	12 236	13 350	14 886	13 772	11 698	13 091	12 754	13 693	-
Import (% r/r)	1.6	-6.1	-1.9	3.1	-0.3	4.2	4.6	0.6	0.0	6.6	6.9	3.1	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.4	6.5	7.0	6.6	6.1	6.1	5.9	5.7	6.2	5.4	5.2	6.5	5.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8.9	7.7	7.6	7.0	6.7	6.3	6.0	5.6	5.6	5.5	5.2	4.9	5.7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.8	2.1	4.5	4.8	4.7	7.4	7.5	7.5	10.0	8.8	7.7	7.4	5.8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2.0	0.9	2.4	3.3	3.0	4.3	3.7	4.3	4.5	5.4	5.1	5.0	5.8
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	1.5	-0.1	1.6	0.5	0.7	0.2	-0.1	0.5	0.8	2.5	2.6	3.6	5.0
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
WIBOR 3M (średnio)	3.29	2.89	2.74	2.71	2.70	2.69	2.67	2.66	2.68	2.71	2.71	2.71	2.72
WIBOR 3M (koniec okresu)	3.03	2.74	2.73	2.70	2.70	2.67	2.66	2.65	2.71	2.71	2.71	2.71	2.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.68	2.69	2.81	2.66	2.82	2.77	2.63	2.44	2.71	2.88	2.81	2.74	2.58
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.62	2.73	3.08	2.82	3.14	3.06	2.92	2.84	3.03	3.25	3.05	3.01	2.90
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.79	3.10	3.75	3.41	3.85	3.87	3.50	3.77	3.65	4.12	3.73	3.76	3.56
EUR/PLN (koniec okresu)	4.14	4.33	4.32	4.23	4.27	4.22	4.18	4.19	4.15	4.24	4.16	4.17	4.20
USD/PLN (koniec okresu)	3.17	3.27	3.32	3.19	3.23	3.12	3.08	3.10	3.04	3.13	3.03	3.03	3.03
EUR/USD (koniec okresu)	1.31	1.32	1.30	1.33	1.32	1.35	1.36	1.35	1.36	1.35	1.37	1.38	1.39
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	31.7	30.9	26.0	25.9	26.8	29.6	39.5	38.5	42.5	2.6	11.7	17.4	21.4
Def. budżetowy kum. (% planu)	61.6%	60.0%	50.4%	50.4%	51.9%	57.4%	76.5%	74.7%	82.5%	5.6%	24.7%	36.8%	44.8%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	516	554	589
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698	1 796
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 395	15 321
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	12,4	11,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	1,6	3,9	4,5	2,0	1,6	3,4	3,6
Inwestycje (% r/r)	9,6	-1,2	9,3	11,2	-4,0	-4,7	8,3	4,5
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	3,4	1,6	1,0	1,2	2,5	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	3,2	2,6	1,3	0,8	2,7	3,2
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,1	7,7	3,9	4,6	5,9	6,5
Import (% r/r)	8,0	-12,4	13,9	5,5	-0,7	1,2	6,7	7,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	1,4	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,8	2,5
Płace nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,4	2,6	5,0	4,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,50	3,25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,61	3,76	3,66	4,77	4,21	2,61	2,62	3,35
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	4,20	4,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,04	3,15	2,94
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,06	3,06
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,15	4,28	4,09
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,22	4,18
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-25,8	-18,1	-6,6	-13,9	-21,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,0	-3,7	-1,3	-2,5	-3,7
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-14,1	-6,7	3,1	2,1	-2,3
Eksport	178,7	142,1	165,9	195,2	191,0	207,2	233,2	269,9
Import	204,7	146,4	177,7	209,3	197,7	204,2	231,1	272,1
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	5,7	6,0	7,0	6,1	6,2
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-23,6	-22,6	-21,7	-27,8	-32,6
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	12,3	5,2	5,2	4,0	6,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	86,8	96,1	94,0	87,5	89,2
Amortyzacja	32,4	24,6	32,1	42,8	44,5	49,3	46,9	45,7
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-7,4	-7,9	-5,1	-3,9	-4,3	5,2	-2,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,4	-4,6	-5,2	-2,4	-1,1	-1,7	7,3	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	53,4	52,7	53,9	47,5	46,6

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 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,5	2,0	1,6	3,4	3,6	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,8	2,5	2,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,0	-3,7	-1,3	-2,5	-3,7	-4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,50	3,25	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,44	3,08	3,04	3,15	2,94	2,80
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,06	3,06	2,87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,46	4,07	4,15	4,28	4,09	3,95
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,19	4,22	4,18	4,02

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.