

CitiMonthly

W skrócie

- Tym razem w naszym temacie miesiąca przyglądamy się konsekwencjom rosyjskiego embarga na import polskich owoców i warzyw.
- Naszym zdaniem bezpośredni wpływ embargo na wzrost gospodarczy w Polsce będzie ograniczony. Niemniej nie można pominąć tego, że unijne sankcje wobec Rosji zapewne odbiją się negatywnie na wzroście w Niemczech i innych krajach strefy euro. Ponadto wydaje się, że Rosja może rozważyć dodatkowe działania wobec Polski, wychodzące poza dotychczasowe ograniczenia importu żywności.
- Biorąc to pod uwagę zakładamy, że dynamika PKB może być z tego tytułu niższa o 0,3-0,4 punktu proc. od wcześniejszych prognoz.
- Według naszych szacunków embargo może również przejściowo obniżyć inflację o około 0,3 punktu proc. Chociaż efekt ten jest relatywnie niewielki, nawet bez niego inflacja mogłaby pozostać przez 2-3 miesiące poniżej zera. Dlatego rosyjskie embargo zapewne przedłuży okres, w którym inflacja będzie oscylować wokół lub poniżej zera.
- Publikowane w lipcu dane sugerują, że gospodarka wyhamowała w II kwartale br. do około 3%, wobec 3,4% w I kwartale. Niemniej naszym zdaniem ryzyko leży po stronie nieco silniejszego wyniku. Stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy przeczy tezie o głębokim i trwałym spowolnieniu w Polsce.
- Chociaż RPP nie zamierza spieszyć się z obniżkami stóp procentowych, ryzyko obniżek wyraźnie wzrosło w ostatnich tygodniach, między innymi na skutek gorszych od oczekiwań danych z polskiej gospodarki. Jeżeli sierpniowe dane ponownie zaskoczą negatywnie, może to przechylić szalę w kierunku obniżek stóp w dalszej części roku (nie jest to jednak nasz bazowy scenariusz).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

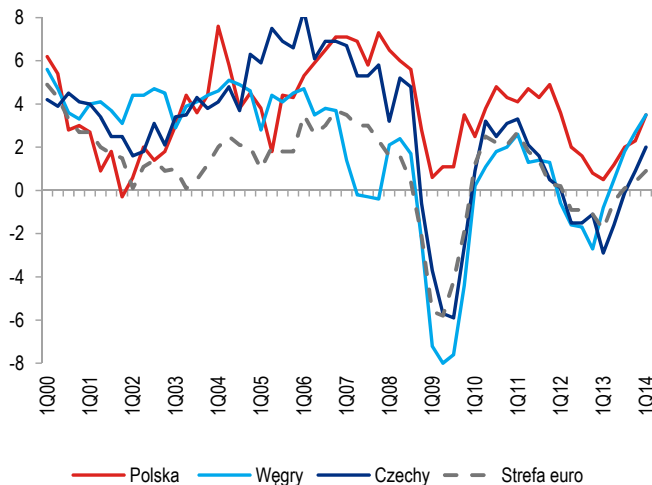
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

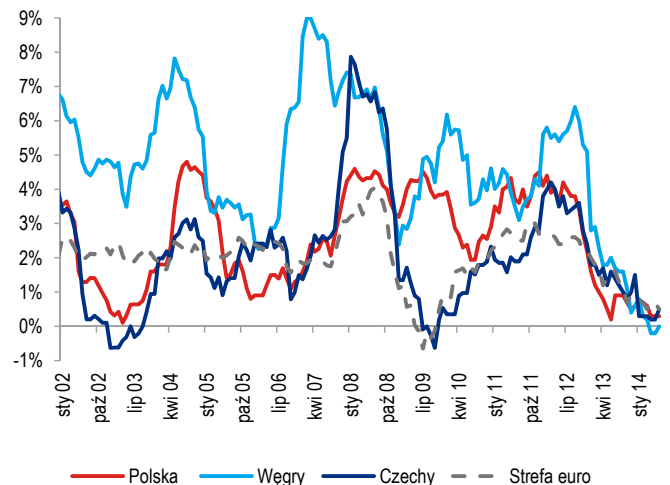
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



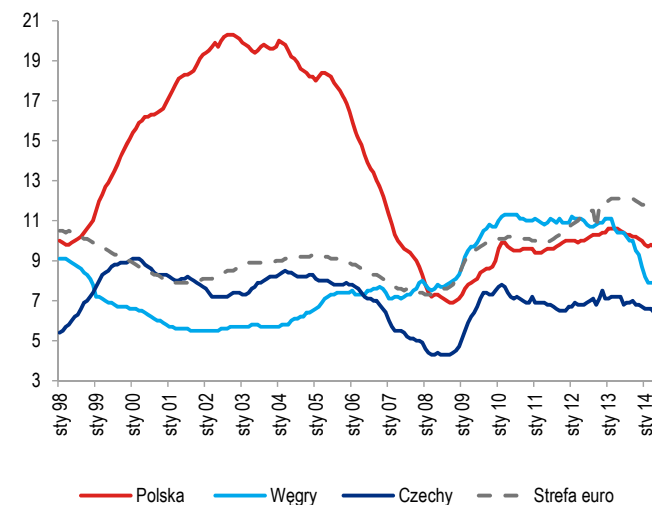
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



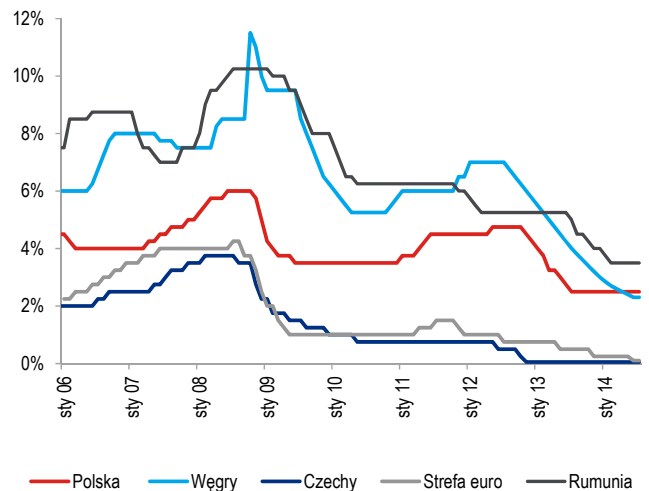
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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

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

Co oznacza rosyjskie embargo?¹

- Rosyjskie embargo na import polskich owoców i warzyw oraz unijne sankcje wobec Rosji będą zapewne miały negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce. Naszym zdaniem z tego tytułu dynamika PKB może być o 0,3-0,4 punktu proc. niższa od wcześniejszych prognoz.
- Według naszych szacunków embargo może przejściowo obniżyć inflację o około 0,3 punktu proc., przedłużając tym samym okres, w którym inflacja oscyluje wokół zera.

Nałożenie przez UE oraz Stany Zjednoczone kolejnych sankcji na Rosję szybko doczekało się odpowiedzi, która dotknęła przede wszystkim Polskę. Rosyjskie władze postanowiły zakazać importu polskich owoców i warzyw, zarówno świeżych jak i mrożonych. Naszym zdaniem trudno uznać to embargo za zaskakujące, tym bardziej, że Rosja już wcześniej wprowadziła zakaz importu polskiej wieprzowiny, a w ostatnich miesiącach kilkakrotnie wspominała o zastrzeżeniach dotyczących owoców. Niemniej nałożenie embarga rozwiewa ostatecznie wątpliwości dotyczące szans jego wprowadzenia i jednocześnie pokazuje, że dalsze sankcje wobec Polski nie są wykluczone.

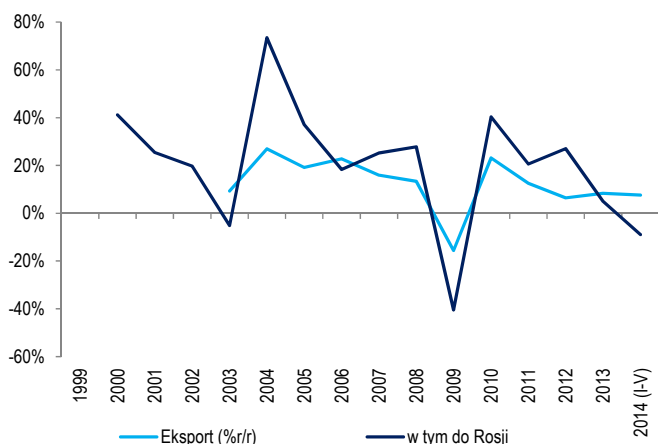
Wzrost niższy o 0,3-0,4%?

Jak zwykle w podobnych przypadkach, ekonomiczny skutek embarga wcale nie jest łatwy do oszacowania. Niemniej naszym zdaniem bezpośredni wpływ rosyjskich sankcji na polską gospodarkę powinien być ograniczony. W minionym roku eksport owoców i warzyw do Rosji wyniósł około 0,6 mld €, co stanowi zaledwie 0,4% całkowitego polskiego eksportu lub mniej niż 0,2% PKB. Można przypuszczać, że na skutek wprowadzenia embarga polskie przedsiębiorstwa będą starały się znaleźć nowe rynki zbytu lub sprzedawać swoje produkty na rosyjski rynek za pośrednictwem krajów trzecich. W krótkim okresie nie da się uniknąć negatywnych konsekwencji, lecz bezpośredni efekt netto embarga będzie zapewne niższy niż wspomniane 0,2% PKB.

Świadomość niewielkiego bezpośredniego wpływu embarga nie powinna jednak przystaniać innych konsekwencji. Można przypuszczać, że Rosja jest w stanie wprowadzać różnego rodzaju ograniczenia i sankcje, których skumulowany wpływ będzie większy niż dotychczas. Ponadto unijne sankcje wobec Rosji zapewne doprowadzą do lekkiego osłabienia aktywności w strefie euro, co również wpłynie na zmniejszenie popytu na polskie produkty ze strony Niemiec lub Francji. Dlatego choć dokładna ocena wpływu tych wszystkich czynników na polską gospodarkę nie jest możliwa, zakładamy, że z tego tytułu PKB może być niższy o około 0,3-0,4 punktu procentowego. Nasza obecna prognoza (3,4% r/r w 2014 roku) nie uwzględnia jeszcze tego czynnika, a na rewizję prognoz możemy zdecydować się dopiero po publikacji danych o PKB za II kwartał.

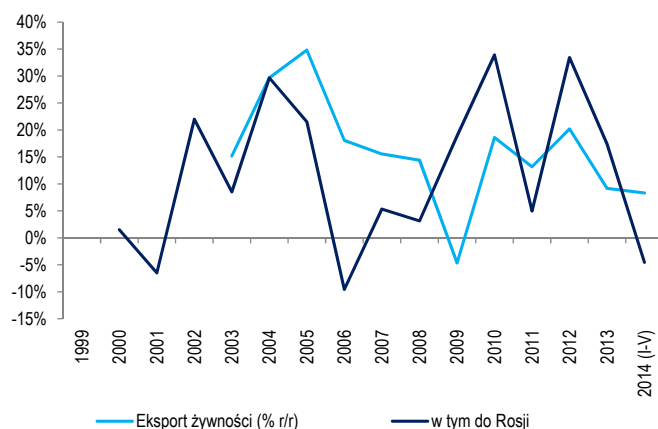
¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport *Poland Macro Flash: What do Russian Sanctions Mean for Poland?*, z dnia 1.08.2014.

Wykres 5. Eksport do Rosji spowolnił już w 2013 r. ...



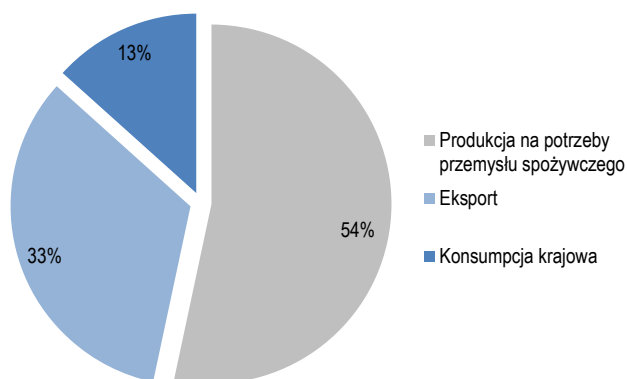
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 6. ... ale spadek eksportu żywności pogłębił się dopiero w tym roku



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 7. Produkcja jabłek według przeznaczenia



Źródło: IERIGZ, Citi Handlowy.

Wykres 8. Spadek cen owoców obniży inflację o 0,1 pkt proc. a spadek cen warzyw o 0,2 pkt proc.

	Eksport do Rosji (mln EUR)	Waga w koszyku CPI	Wpływ na inflację
OWOCE	379	1.32%	-0.11
Jabłka	255	0.23%	
Inne owoce potencjalnie zagrożone embargiem	54	0.05%	
WARZYWA	230	2.39%	-0.24
Potencjalnie zagrożone embargiem (z wykluczeniem pomidorów i ziemniaków)	144.1	0.28%	
MIĘSO	162	2.90%	
Wieprzowina	12	1.49%	

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Inflacja przejściowo w dół

Z punktu widzenia rynku stopy procentowej, kluczowy może być nie tyle wpływ embarga na wzrost, co raczej na inflację. Embargo doprowadzi w krótkim terminie do zwiększenia podaży owoców i warzyw na rynku krajowym. W szczególności może to być widoczne na rynku jabłek, w przypadku których połowa eksportu (15% produkcji) była kierowana do Rosji. Biorąc pod uwagę relatywnie wysoki udział jabłek w koszyku inflacji, zmiany cen w tej kategorii – o ile okażą się znaczne – przełożą się również na CPI.

Próbując oszacować wpływ embarga na ceny owoców i warzyw kierowaliśmy się doświadczeniami wprowadzonego przez Rosję na początku lutego zakazu importu polskiej wieprzowiny. Wówczas w ciągu dwóch miesięcy ceny wieprzowiny spadły o 5,2% (4 odchylenia standardowe liczone od początku 2010 roku), a w kolejnych miesiącach spadki te zostały częściowo odwrócone. Jednocześnie obniżka cen mięsa w tej kategorii spowodowała (na skutek efektu substytucji) spadek cen innych typów mięs, choć w znacznie mniejszej skali. W naszych obliczeniach założyliśmy, że ceny owoców i warzyw objętych embargiem

będą głębsze i wyniosą odpowiednio 5 oraz 4 odchylenia standardowe (tj. 22% oraz 29%). Pozostałe kategorie owoców i warzyw natomiast odnotują spadek o jedno odchylenie standardowe. Wyniki naszych obliczeń sugerują, że rosyjskie embargo może przejściowo odjąć od inflacji 0,3 punktu procentowego (scenariusz ten jest oparty na relatywnie pesymistycznych założeniach).

Ogólnie rzecz biorąc taka skala wpływu na inflację wydaje się niewielka. Niemniej nawet bez tego szoku inflacja najprawdopodobniej będzie w najbliższych miesiącach utrzymywać się poniżej zera, a pod koniec roku może wynieść około 0,3-0,4%. Oznacza to, że na skutek embargo okres deflacji może się przedłużyć, zwiększając presję na Radę Polityki Pieniężnej (więcej o RPP – strona 8-9).

Gospodarka w skrócie²

Słabszy wzrost w II kwartale

- Najnowsze dane sugerują, że gospodarka wyhamowała w II kwartale br. do około 3%, choć naszym zdaniem ryzyko jest po stronie nieco lepszego wyniku.
- Sytuacja na rynku pracy wciąż się poprawia, o czym świadczy spadające bezrobocie oraz poprawa indeksów zatrudnienia w badaniu PMI.
- Chociaż RPP nie zamierza spieszyć się z obniżkami stóp procentowych, ryzyko obniżek wyraźnie wzrosło w ostatnich tygodniach.

Rozbieżność między Polską i krajami CEE

Lipiec przyniósł serię gorszych od oczekiwań danych z polskiej gospodarki. Szczególnie słabe wyniki sygnalizuje indeks PMI, podczas gdy inne indeksy koniunktury wskazują na nieco płytsze (ale jednak) spowolnienie w aktywności gospodarczej. Na uwagę zasługuje to, że Polska wydaje się w regionie CEE jedynym krajem, w którym PMI spadł tak głęboko. Rozbieżność między PMI dla Polski oraz Czech i Węgier zapewne nie wynika ze spowolnienia w strefie euro (Polska byłaby wówczas relatywnie bardziej odporna), co raczej z załamania wzrostu na Ukrainie i w Rosji (tu ekspozycja Polski jest większa).

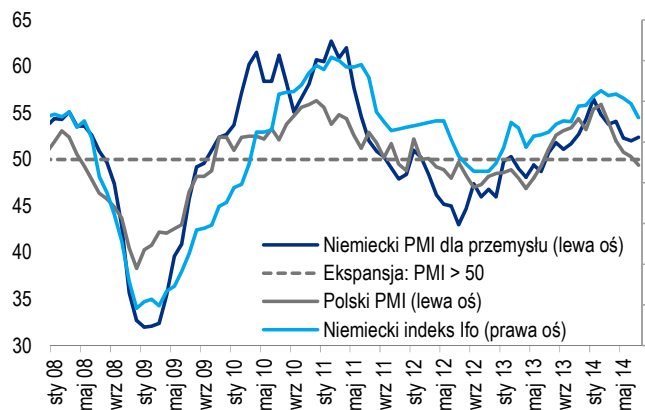
Naszym zdaniem warto podkreślić, że twarde dane z ostatnich miesięcy pokazują nieco lepszy stan polskiej gospodarki niż PMI. Niemniej również one sugerują, że wzrost PKB w II kwartale był niższy niż 3,4% w I kwartale. Biorąc pod uwagę te dane prognozujemy, że wzrost w II kwartale wyniósł około 3% r/r (wobec 3,4% w I kw). Niemniej ryzyko widzimy po stronie nieco lepszego wyniku. Spośród sześciu modeli wykorzystywanych do szacowania wzrostu w II kwartale, tylko jeden (oparty na PMI) wskazał na wynik wyraźnie poniżej 3%, podczas gdy kilka modeli wskazało na wzrost wyraźnie powyżej tego poziomu.

Ożywienie na rynku pracy trwa

Powody do umiarkowanego optymizmu daje fakt, że rynek pracy pozostaje w fazie ożywienia, co wydaje się niespójne ze scenariuszem głębszego spowolnienia PKB. Najnowsze dane pokazały szybszy od spodziewanego spadek stopy bezrobocia (dane nie odsezonowane: 12%; dane po wyeliminowaniu sezonowości: 12,4%), podczas gdy realny fundusz płac przyspieszył w ostatnich miesiącach (wykres 11 oraz 13). Wyniki te sugerują, że polskie firmy nie widzą potrzeby znacznego ograniczania zatrudniania lub kosztów pracy. Ponadto, wysoka dynamika płac realnych powinna okazać się wsparciem dla konsumpcji w kolejnych kwartałach, co dodatkowo ogranicza ryzyko głębokiego i trwałego spowolnienia w kraju.

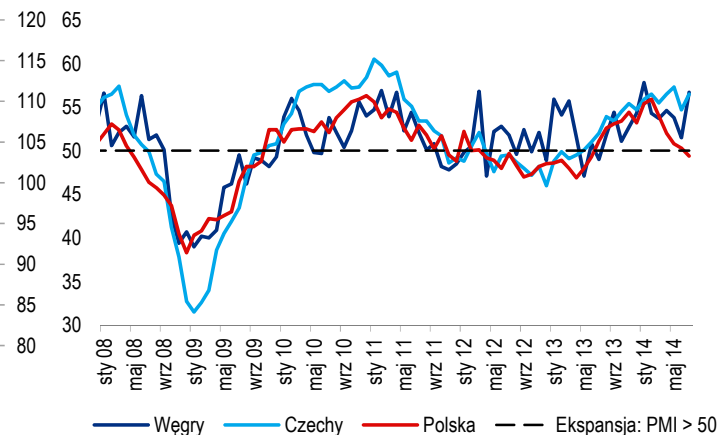
² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 1.08. 2014 r.

Wykres 9. PMI w Polsce i strefie euro oraz niemiecki Ifo



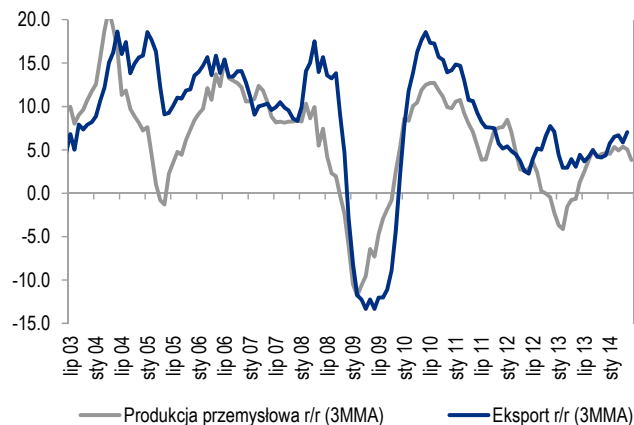
Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 10. Indeksy PMI w regionie CEE



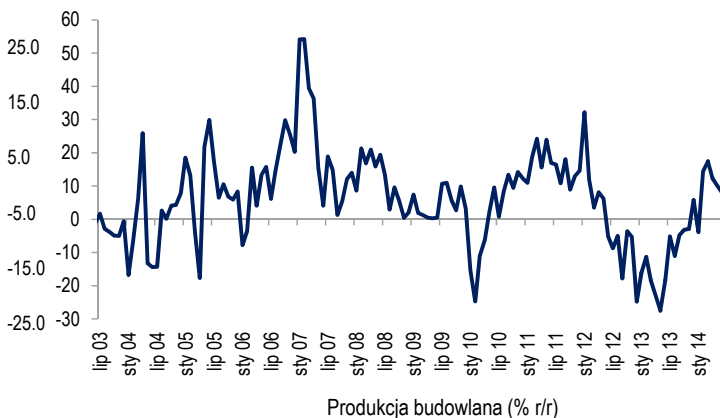
Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 11. Produkcja przemysłowa i eksport



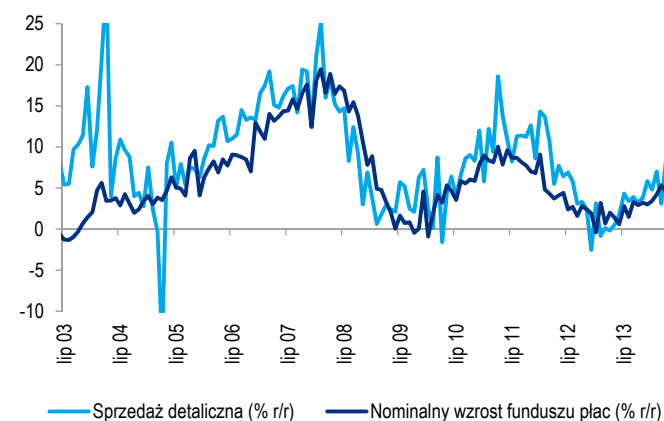
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Produkcja budowlana



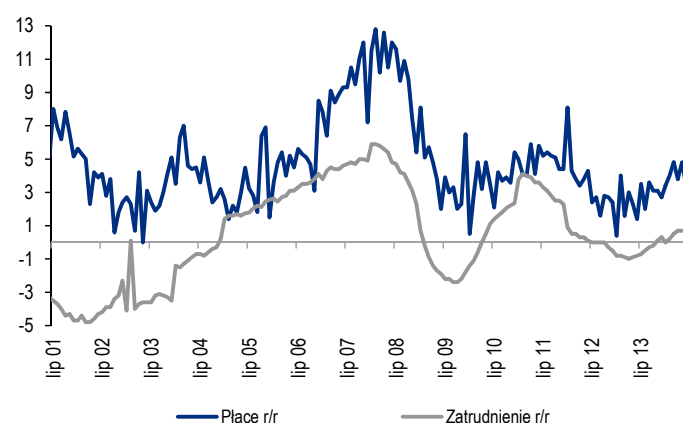
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 13. Sprzedaż detaliczna



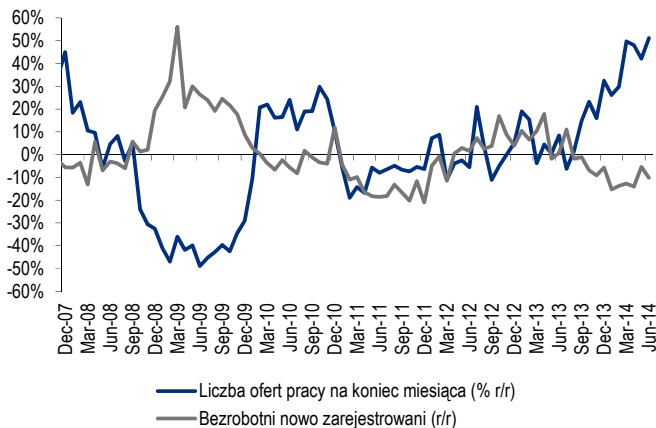
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Płace i zatrudnienie



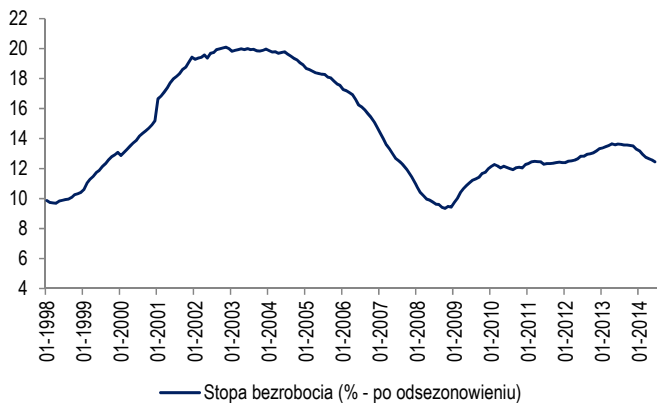
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 15. Liczba nowych bezrobotnych i liczba nowych miejsc pracy



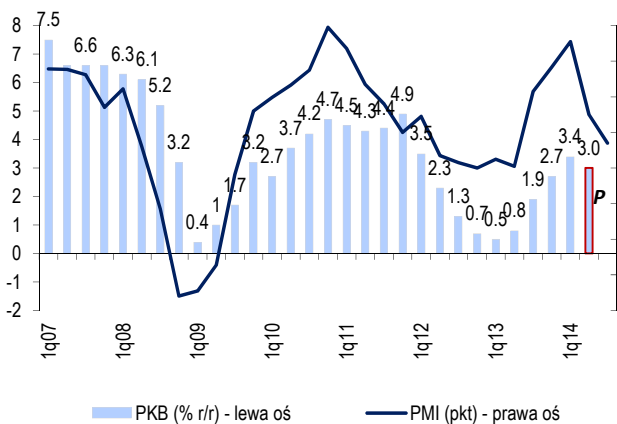
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. Stopa bezrobocia po odsezonowaniu



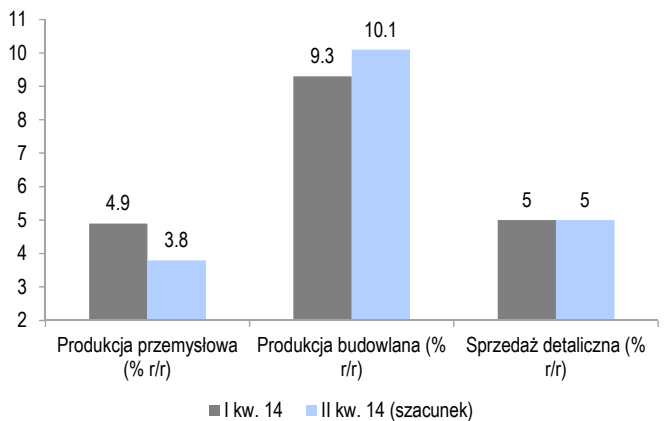
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 17. PKB vs. PMI



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 18. Spowolnienie w produkcji przemysłowej w II kw. zostało zniwelowane przez przyspieszenie w produkcji budowlanej i stabilizację wzrostu sprzedaży



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Pierwsza deflacja w historii?

W przeciwieństwie do słabszych od oczekiwań danych o produkcji i sprzedaży, inflacja zaskoczyła w górę. Wskaźnik CPI w czerwcu osiągnął 0,3% r/r, wobec 0,2% w maju. Nie zmienia to jednak faktu, że w lipcu i sierpniu inflacja prawdopodobnie spadnie poniżej zera (-0,1% r/r w lipcu), a zacznie powoli rosnąć dopiero pod koniec roku. Nasza podstawowa ścieżka zakłada, że wskaźnik CPI sięgnie 0,3-0,4% w grudniu, choć rosyjskie embargo może wydłużyć okres deflacji i obniżyć ścieżkę inflacji o około 0,3 pp (por. strony 3-5). Biorąc jednak pod uwagę relatywnie silne wzrosty popytu krajowego i konsumpcji, trudno niską inflację uznać za oznakę załamania popytu krajowego.

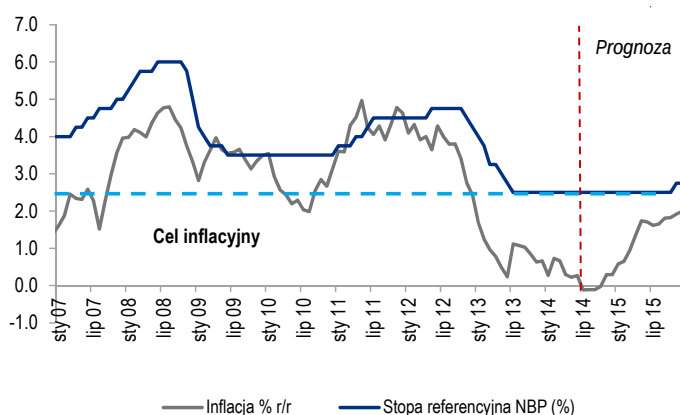
Polityka pieniężna

Mieszanka słabych danych z gospodarki oraz spodziewany okres deflacji przyczyniły się do wzrostu oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych. Dotychczas przedstawiciele RPP opowiadali się przeciw pomysłowi cięcia stóp procentowych i określali go jako „mało prawdopodobny”. Trudno się temu nadmiernie dziwić, ponieważ obecnie niski poziom inflacji wydaje się być spowodowany przez czynniki, które

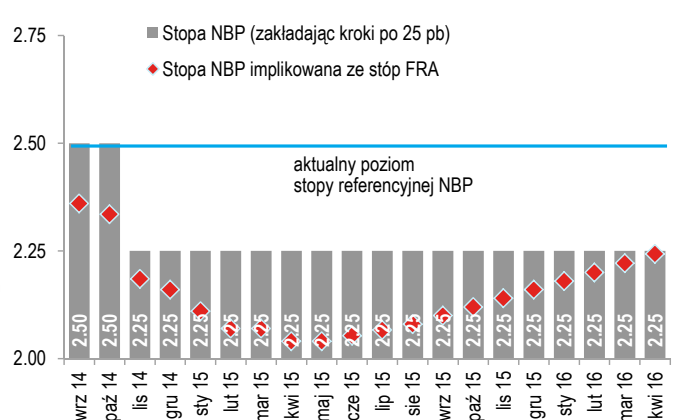
powinny zniknąć w horyzoncie najbliższych 3-4 kwartałów. Niemniej presja na RPP aby rozważyć cięcia stóp procentowych może stopniowo rosnąć.

W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w 2014 roku oraz przez zdecydowaną większość 2015. Niemniej w naszej ocenie jeżeli dane o PKB w II kwartale okażą się rozczarowujące lub jeżeli spadek inflacji przekroczy oczekiwania, temat obniżek może zostać podjęty przez Radę po wakacjach. Choć sądzimy, że cięcie stóp byłoby błędem (ze względu na procykliczność tego ruchu), nie można wykluczyć, że Rada mogłaby się na niego zdecydować. Lepsza ocena gotowości i zdolności RPP do obniżek będzie zapewne możliwa w drugiej połowie miesiąca po publikacji najważniejszych wskaźników makroekonomicznych.

Wykres 19. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Wykres 20. Implikowana ze stawek FRA stopa NBP



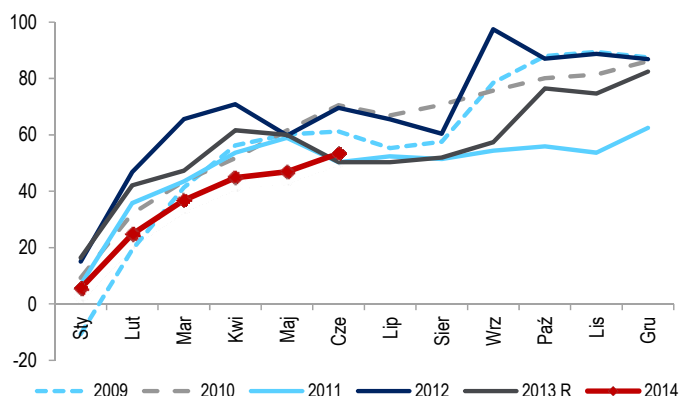
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Polityka fiskalna

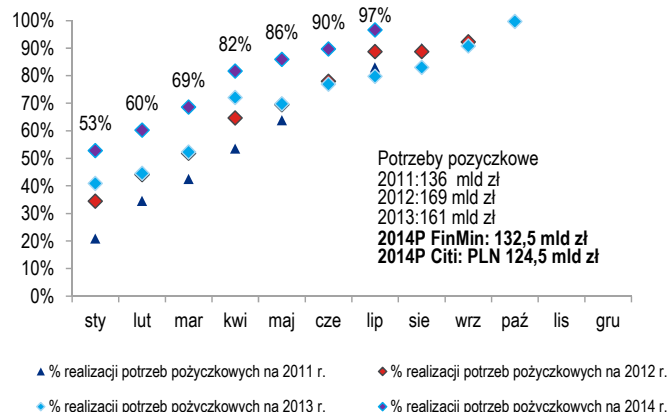
Sytuacja budżetowa poprawiła się w ostatnich miesiącach dzięki silniejszemu niż pierwotnie zakładano w Ustawie Budżetowej wzrostowi gospodarczemu. W szczególności dynamika wpływów z tytułu VAT utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie (15,6% r/r w I połowie), co pozwala zrekompensować brak zysku z NBP. Według naszych szacunków deficyt budżetowy w 2014 roku może być o około 12 mld niższy od planu (35,5 mld wobec planowanych 47,5 mld zł), co pomoże obniżyć potrzeby pożyczkowe. Do tego, najnowsze dane sugerują, że liczba osób, które zdecydowały się na pozostanie w OFE jest mniejsza niż pierwotnie zakładało Ministerstwo Finansów. Jeżeli dzięki temu 15% składek pozostanie w OFE (wobec planowanych 50%) to z tego tytułu potrzeby pożyczkowe mogą spaść o dodatkowe 2,4 mld zł. W sumie oznaczałoby to redukcję tegorocznych potrzeb pożyczkowych o 14,5 mld w stosunku do pierwotnie zakładanych 132,4 mld zł.

Wykres 21. Realizacja deficytu fiskalnego



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 22. Realizacja potrzeb pożyczkowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Obligacje—na razie „bullish”, ale pewnie już nie długo

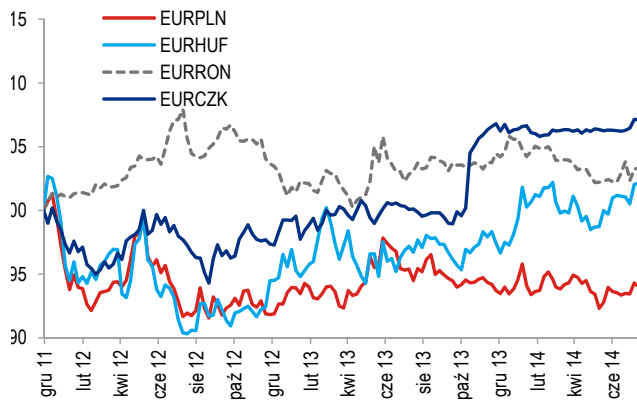
Niska inflacja i stosunkowo niska podaż obligacji prawdopodobnie będzie wspierać polski rynek długu w kolejnych tygodniach, ale kolejne miesiące przyniosą wzrost rentowności. Oczekujemy, że rentowności 10-letnich obligacji mogą ponownie zyskiwać na wartości pod wpływem kolejnych niskich odczytów inflacji oraz braku emisji obligacji w sierpniu, jednak naszym zdaniem będzie to ostatnia faza umocnienia obserwowanego od początku roku. Nawet jeśli RPP zdecyduje się ostatecznie na redukcję stóp procentowych pod wpływem inflacji i rosnącego ryzyka dla wzrostu gospodarczego to wydaje się, że taki scenariusz już jest wyceniony przez rynek i ryzyko przeceny nie jest wystarczająco rekompensowane przez możliwość dalszego umocnienia i nachylenie krzywej rentowności. Oczekujemy, że w dalszej części roku polski rynek długu będzie pod negatywnym wpływem wzrostu rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. Ten trend będzie wspierany przez wzrost ryzyka politycznego przed wyborami samorządowymi w listopadzie oraz parlamentarnymi na jesieni 2015 r. Kolejnym negatywnym czynnikiem dla rynku długu może być także duża wypłata gwarancyjna (ok. 900 mln zł) z Bankowego Funduszu Gwarancyjnego w związku z upadkiem jednej ze spółdzielczych kas, co może wymagać sprzedaży części obligacji w portfelu BFG na rynku w celu sfinansowania wypłat depozytariuszom.

Oczekujemy słabszego złotego w horyzoncie 6M

W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że złoty osłabi się stroną 4,30 za sprawą stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed oraz rosnącej presji politycznej. Najnowsze dane z krajowej gospodarki okazały się słabsze od oczekiwań, co wraz ze zwiększeniem oczekiwań co do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej oraz rosnącą presją geopolityczną nie sprzyja złotemu. Ponadto, wydaje się, że „spozycjonowanie” rynku jest stosunkowo duże w kierunku mocnego złotego, co zwiększa prawdopodobieństwo ruchu w górę kursu EUR/PLN. Naszym zdaniem te czynniki ograniczą potencjał aprecjacyjny oraz atrakcyjność złotego jako waluty w ramach „carry trade”. W perspektywie roku głównym czynnikiem negatywnie wpływającym na waluty rynków wschodzących, w tym także na złotego, będzie najprawdopodobniej podwyżka stóp procentowych przez Fed. Jednym z kanałów oddziaływania

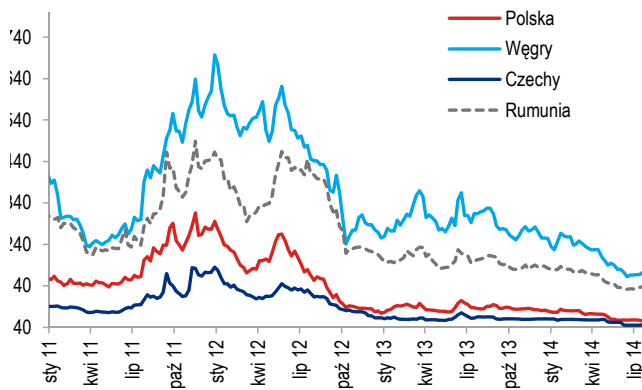
na złotego może być rynek dłużny, gdyż udział inwestorów zagranicznych w krajowym rynku wynosi ponad 40%.

Wykres 23. Kursy walutowe (grudzień 2011=100)



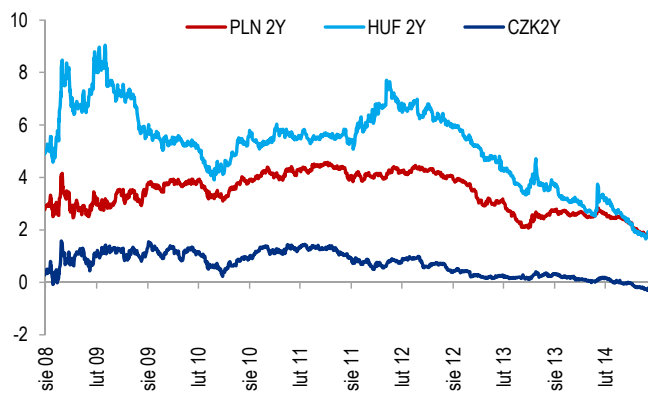
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Stawki CDS (5-letnie)



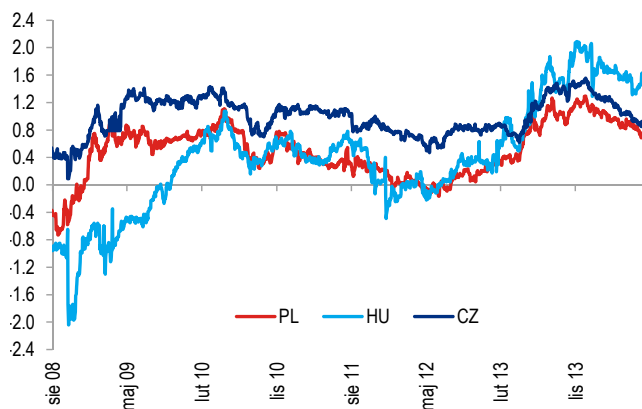
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 25. Różnica krótkoterminowych stóp procentowych vs. USD



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2013						2014						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3.0	6.3	2.2	6.2	4.4	2.9	6.6	4.1	5.3	5.4	5.4	4.4	1.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2.8	1.5	-4.5	9.6	6.0	-6.2	-9.7	2.9	-1.8	9.4	-2.3	-1.7	-0.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3.7	6.8	2.3	6.8	5.0	3.3	8.3	5.9	7.3	7.7	7.3	5.7	2.1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-18.3	-5.2	-11.1	-4.8	-3.2	-2.9	5.8	-3.9	14.4	17.4	12.2	10.0	8.0
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	1.8	4.3	3.4	3.9	3.2	3.8	5.8	4.8	7.0	3.1	8.4	3.8	1.2
Stopa bezrobocia (%)	13.2	13.1	13.0	13.0	13.0	13.2	13.4	14.0	13.9	13.5	13.0	12.5	12.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0.2	1.1	1.1	1.0	0.8	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.3	0.2	0.3
Inflacja (% m/m)	0.0	0.3	-0.3	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.6
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.3	-0.8	-1.1	-1.4	-1.4	-1.5	-1.0	-1.0	-1.4	-1.3	-0.7	-1.0	-1.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.7	0.2	-0.3	0.1	-0.7	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.0
Płace - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	1.4	3.5	2.0	3.6	3.1	3.1	2.7	3.4	4.0	4.8	3.8	4.8	3.5
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	100	-566	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	280	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.3	-1.9	-1.9	-1.9	-1.8	-1.7	-1.4	-1.2	-1.2	-1.0	-0.9	-0.7	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	570	137	299	660	259	-25	-85	426	303	475	856	175	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12 773	13 228	12 535	14 010	15 145	13 747	11 613	13 517	13 057	14 168	14 207	13 642	-
Eksport (% r/r)	5.4	7.4	2.8	9.0	3.8	2.3	10.1	10.7	5.7	10.9	6.8	11.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12 203	13 091	12 236	13 350	14 886	13 772	11 698	13 091	12 754	13 693	13 351	13 467	-
Import (% r/r)	-1.9	3.1	-0.3	4.2	4.6	0.6	0.0	6.6	6.9	3.1	5.3	9.9	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.0	6.6	6.1	6.1	5.9	5.7	6.2	5.4	5.2	6.5	5.4	5.2	5.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	7.6	7.0	6.7	6.3	6.0	5.6	5.6	5.5	5.2	4.9	5.7	6.1	5.8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4.5	4.8	4.7	7.4	7.5	7.5	10.0	8.8	7.7	7.4	5.8	4.5	5.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2.4	3.3	3.0	4.3	3.7	4.3	4.5	5.4	5.1	5.0	5.8	4.7	4.6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	1.6	0.5	0.7	0.2	-0.1	0.5	0.8	2.5	2.6	3.6	5.0	5.3	5.0
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
WIBOR 3M (średnio)	2.74	2.71	2.70	2.69	2.67	2.66	2.68	2.71	2.71	2.71	2.72	2.72	2.70
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.73	2.70	2.70	2.67	2.66	2.65	2.71	2.71	2.71	2.71	2.72	2.72	2.68
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.81	2.66	2.82	2.77	2.63	2.44	2.71	2.88	2.81	2.74	2.58	2.40	2.32
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	3.08	2.82	3.14	3.06	2.92	2.84	3.03	3.25	3.05	3.01	2.90	2.71	2.48
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.75	3.41	3.85	3.87	3.50	3.77	3.65	4.12	3.73	3.76	3.56	3.30	3.02
EUR/PLN (koniec okresu)	4.32	4.23	4.27	4.22	4.18	4.19	4.15	4.24	4.16	4.17	4.20	4.14	4.16
USD/PLN (koniec okresu)	3.32	3.19	3.23	3.12	3.08	3.10	3.04	3.13	3.03	3.03	3.03	3.04	3.04
EUR/USD (koniec okresu)	1.30	1.33	1.32	1.35	1.36	1.35	1.36	1.35	1.37	1.38	1.39	1.36	1.37
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	26.0	25.9	26.8	29.6	39.5	38.5	42.5	2.6	11.7	17.4	21.4	22.4	25.4
Def. budżetowy kum. (% planu)	50.4%	50.4%	51.9%	57.4%	76.5%	74.7%	82.5%	5.6%	24.7%	36.8%	44.8%	46.9%	53.4%

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	549	575
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698	1 797
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 255	14 967
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	8.4	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	2.8	3.2
Eksport (% r/r)	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	6.6	6.5
Import (% r/r)	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	7.5	7.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.4	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.3	2.0
Płace nominalne (% r/r)	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.7	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.50	2.75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.62	2.85
Rentowność obligacji 10-letnich	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	3.80	4.40
USD/PLN (Koniec okresu)	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.18	3.02
USD/PLN (Średnia)	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.08	3.12
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.23	4.14
EUR/PLN (Średnia)	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.17	4.20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-9.2	-15.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-1.7	-2.8
Saldo handlu zagranicznego	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	3.0	-1.2
Eksport	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.5	264.6
Import	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	230.4	265.8
Saldo usług	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.3	6.4
Saldo dochodów	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-24.6	-28.2
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10.3	8.8	6.9	12.4	5.3	-1.3	4.0	6.0
Rezerwy międzynarodowe	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	92.3	99.9
Amortyzacja	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0
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	47.6	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	0.3	2.0	2.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.0	-3.7	-1.3	-1.7	-2.8	-3.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	2.50	2.75	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.04	3.18	3.02	2.80
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.16	3.08	3.12	2.91
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.15	4.23	4.14	3.95
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.19	4.17	4.20	4.05

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.