

CitiMonthly

Silniejszy wzrost, odwrócenie trendu CPI

- Ostatnie tygodnie przyniosły kolejne sygnały świadczące o tym, że wzrost w 2015 roku może być wyższy od oczekiwań rynkowych. Spodziewamy się wzrostu PKB o 3,7% r/r, wynikającego przede wszystkim z dynamicznego wzrostu popytu krajowego.
- Lepsze od oczekiwań dane z Niemiec sugerują również, że otoczenie zewnętrzne może być bardziej sprzyjające dla Polski niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu. W ciągu dwóch miesięcy Citi podniosło prognozę wzrostu w 2015 roku w Niemczech o 0.8 punktu procentowego do 1,9%.
- Pomimo silnego wzrostu gospodarczego RPP zapewne obniży stopy procentowe o 0,25 punktu procentowego już na marcowym posiedzeniu (do poziomu 1,75%). Nasz scenariusz zakłada, że po tej obniżce Rada mogłaby się zdecydować na jeszcze jedno niewielkie cięcie w II kwartale, ale całkowita przestrzeń do luzowania polityki monetarnej jest już niewielka.
- Z powodu wyhamowania trendu spadkowego cen ropy naftowej oraz umocnienia dolara, inflacja w kraju najprawdopodobniej wkrótce zacznie rosnąć. Istotne znaczenie powinny mieć wyjątkowo silne „efekty bazy”, które szybko mogą popchnąć inflację do ponad +1% pod koniec roku. Byłby to wciąż poziom niższy od celu RPP, ale już na tyle bliski celowi, że zmniejszyłby presję na obniżki stóp procentowych.
- Naszym zdaniem wkrótce uwaga rynków finansowych może zacząć się przesuwac z oczekiwań na obniżki w kierunku oczekiwań ewentualnych podwyżek (zapewne dopiero od 2016 r.).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

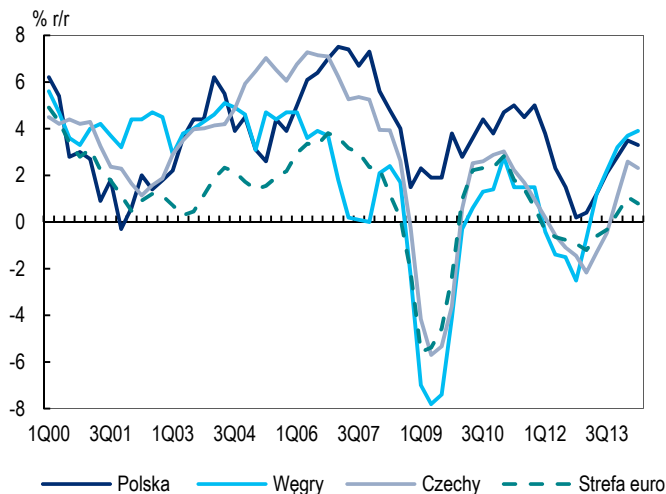
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

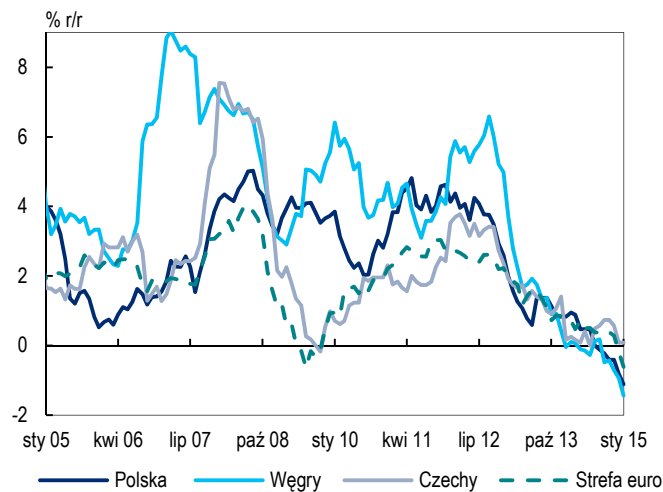
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



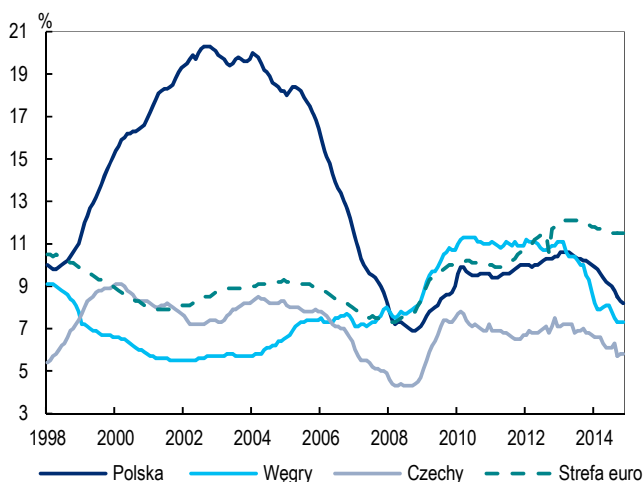
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



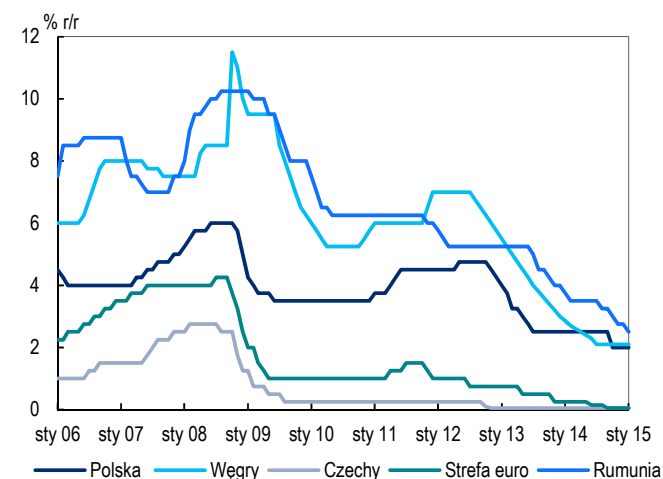
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	0,4	1,6	-2,0	44,4
Węgry	0,0	4,8	-2,7	77,2
Polska	0,1	3,5	-2,9	49,9
Rumunia	1,4	4,5	-1,5	39,1
Kryterium konwergencji	1,3	5,3	-3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2015, opublikowane w lutym 2015 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-2010.

Gospodarka w skrócie

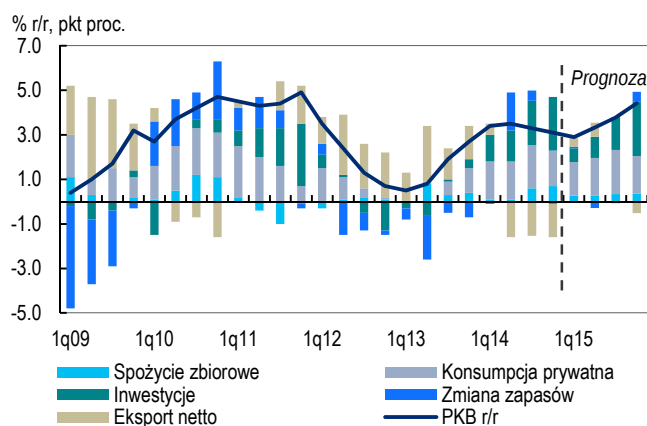
Odwrócenie trendu inflacyjnego?

- Polska gospodarka rośnie w tempie ponad trzyprocentowym i oczekujemy, że dzięki poprawie na rynku pracy oraz ożywieniu w Niemczech trend ten będzie kontynuowany również w 2015 r.
- Inflacja najprawdopodobniej właśnie odnotowuje swoje minimum i w kolejnych miesiącach zacznie rosnąć, a pod koniec roku może przekroczyć +1% r/r.
- Oczekujemy obniżki stóp procentowych o 0,25 punktu procentowego w marcu i możliwe, że również o kolejne 0,25 punktu w II kwartale 2015 r. Powoli jednak uwaga rynków będzie koncentrowała się na możliwości podwyżek począwszy od 2016 roku.

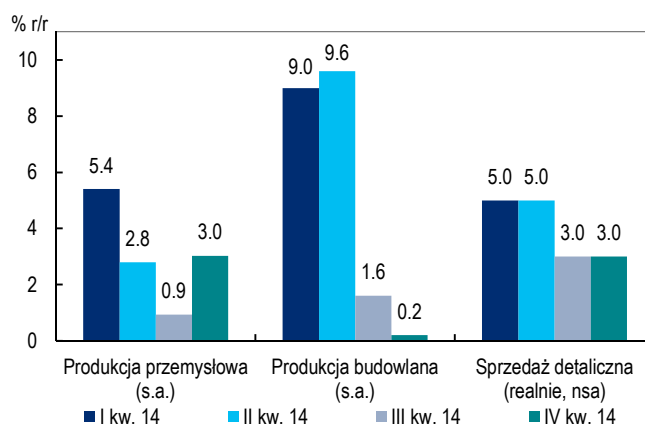
Wzrost pozytywnie zaskakuje

Pod koniec roku wzrost gospodarczy utrzymał się na wysokim poziomie i wyniósł 3,1% r/r. Był to nieco słabszy wynik niż w poprzednich kwartałach, ale lepszy niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu na fali obaw dotyczących wpływu rosyjskich sankcji na Polskę. W całym roku wzrost wyniósł 3,3%, a rozbieżność danych wskazuje, że inwestycje (9% r/r) okazały się silniejsze niż można było zakładać na podstawie miesięcznych wskaźników. Również wzrost konsumpcji indywidualnej o 3,1% okazał się pozytywną niespodzianką.

Wykres 5. Kontrybucja głównych składowych do wzrostu gospodarczego w Polsce



Wykres 6. Zmiany produkcji oraz sprzedaży detalicznej w poszczególnych kwartałach

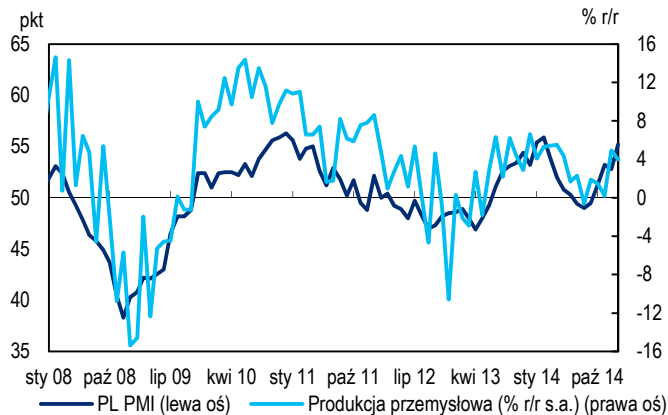


Również początek roku zapowiada się nieźle pod względem wzrostu.

W samym styczniu produkcja przemysłowa wzrosła o 4% r/r (po skorygowaniu danych o mniejszą liczbę dni roboczych), przy czym i tak powyższy wynik był częściowo zaniżony przez strajk w górnictwie. Odwrócenie tego czynnika powinno dodać kilka dziesiątych punktu procentowego do dynamiki produkcji w kolejnych miesiącach (górnictwo węgla kamiennego i brunatnego to około 2% całej produkcji przemysłowej).

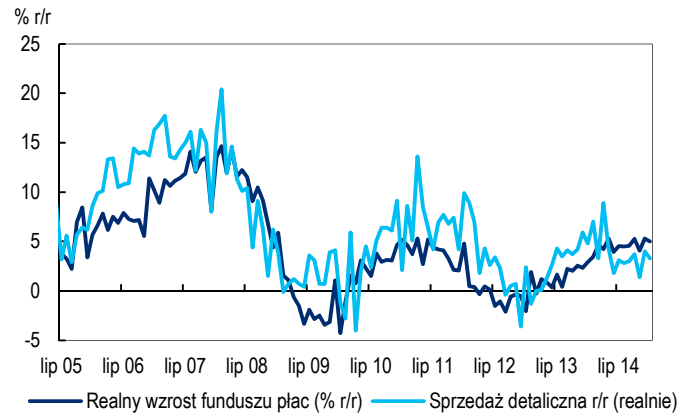
Z kolei sprzedaż detaliczna wzrosła w styczniu o 3,3% r/r w ujęciu realnym i to pomimo dalszego spadku sprzedaży paliw. W ten obraz stopniowego ożywienia dobrze wpisują się informacje o odbiciu wskaźnika PMI, sygnalizującego wzrost nowych zamówień, w tym również krajowych.

Wykres 7. Indeks PMI sygnalizuje przyspieszenie produkcji przemysłowej



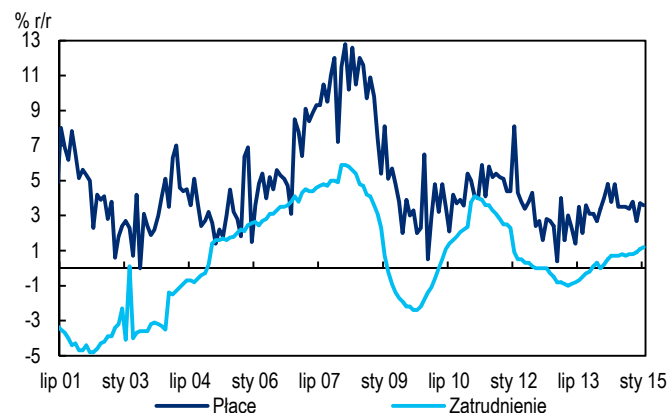
Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 8. Systematyczny wzrost realnego funduszu płac wspiera ożywienie sprzedaży detalicznej



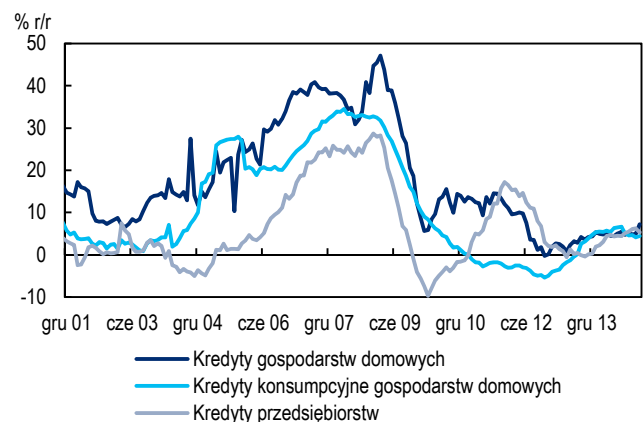
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 9. Zarówno wynagrodzenia jak i zatrudnienie rosną w tempie sygnalizującym ożywienie na rynku pracy



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Wzrost kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych

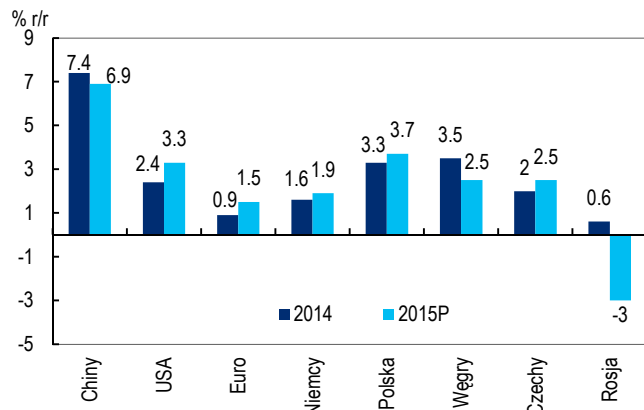


Źródło: NBP, Citi Handlowy.

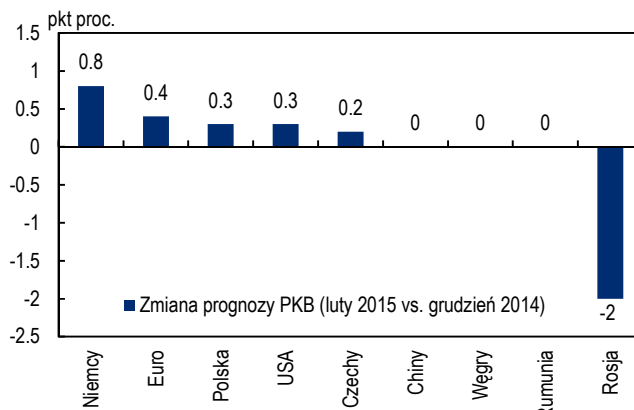
Nowe, wyższe prognozy Citi dotyczące wzrostu w strefie euro oraz Niemczech sprawiają, że jesteśmy również bardziej optymistyczni w sprawie wzrostu w Polsce. Niemiecka gospodarka powinna w tym roku wzrosnąć o 1,9% r/r, a więc o 0,8 punktu szybciej niż oczekiwaliśmy jeszcze pod koniec ubiegłego roku (wykres 11-12). Między innymi z tego powodu w trakcie ostatniego miesiąca zrewidowaliśmy prognozy wzrostu gospodarczego w kraju do poziomu 3,7% r/r (z 3,4%). Co prawda na początku roku PKB może jeszcze lekko wyhamować (efekt bazy), jednak pod koniec roku powinien on już rosnąć w tempie 4%. Wśród motorów wzrostu – oprócz ożywienia w strefie euro – widzimy również poprawiający się rynek pracy, wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych, niski poziom (nominalnych) stóp procentowych i wzrost kredytu. Biorąc pod uwagę liczbę czynników, z których wszystkie sygnalizują postępujące ożywienie w polskiej gospodarce, nasza prognoza PKB jest wyższa od konsensusu rynkowego. W najbliższym czasie spodziewalibyśmy się również serii rewizji prognoz rynkowych. Często wymieniany kryzys rosyjski oraz

umocnienie franka stanowią pewne zagrożenie dla tej prognozy, ale jak na razie ich wpływ został z nawiązką skompensowany przez korzystny wpływ tańszych paliw.

Wykres 11. Prognozy Citi dotyczące wzrostu gospodarczego na świecie Wykres 12. Zmiana prognoz luty 2015 r. vs. grudzień 2014 r.

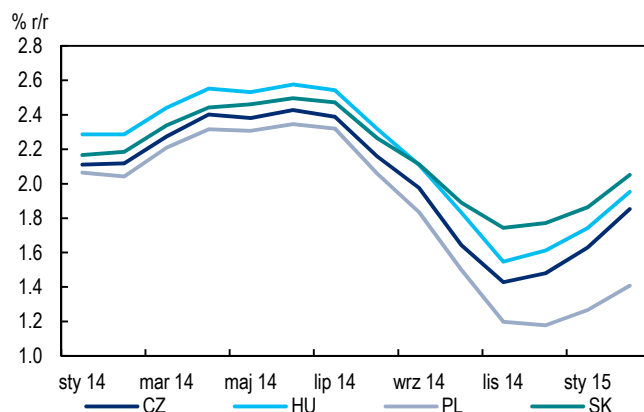


Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.



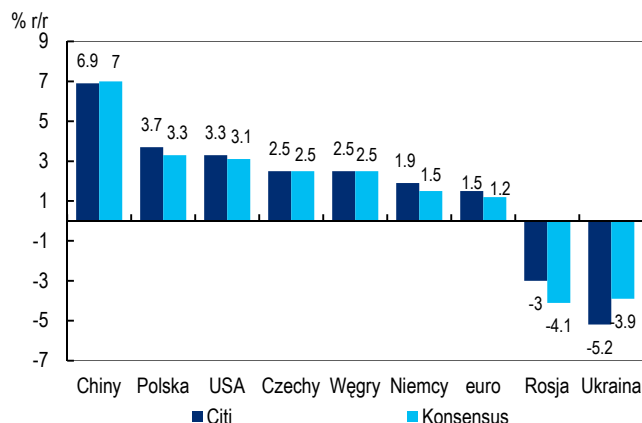
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

Wykres 13. Zmiany prognoz Citi wzrostu gospodarczego na 2015 r. na głównych rynkach zbytu dla krajów Europy Środkowej



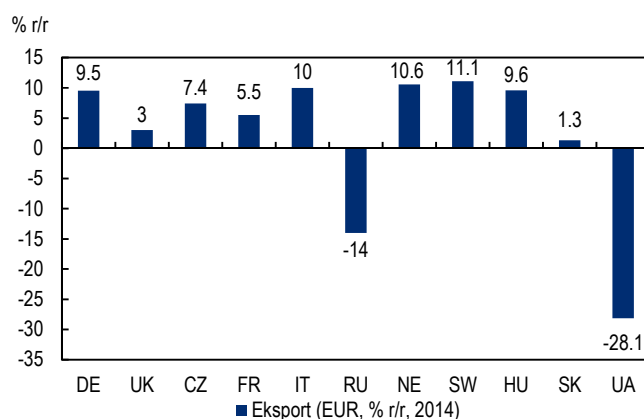
Źródło: Eurostat, GUS, Citi, Citi Handlowy.

Wykres 14. Prognozy wzrostu gospodarczego w 2015 r. – Citi vs. konsensus



Źródło: Bloomberg, Consensus Economics, Citi Handlowy.

Wykres 15. Dynamika polskiego eksportu do głównych partnerów handlowych w 2014 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. Udział w eksporcie głównych partnerów handlowych Polski

	2005	2012	2013	2014
Niemcy	28,2	25,1	25	26,1
Wlk. Brytania	5,6	6,8	6,5	6,4
Czechy	4,6	6,3	6,2	6,3
Francja	6,2	5,9	5,6	5,6
Włochy	6,1	4,9	4,3	4,5
Rosja	4,4	5,3	5,3	4,3
Holandia	4,2	4,5	4	4,2
Szwecja	3,1	2,7	2,8	2,9
Węgry	2,8	-	2,5	2,7
Słowacja	-	2,6	2,6	2,5
Ukraina	2,9	2,8	2,8	1,9

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

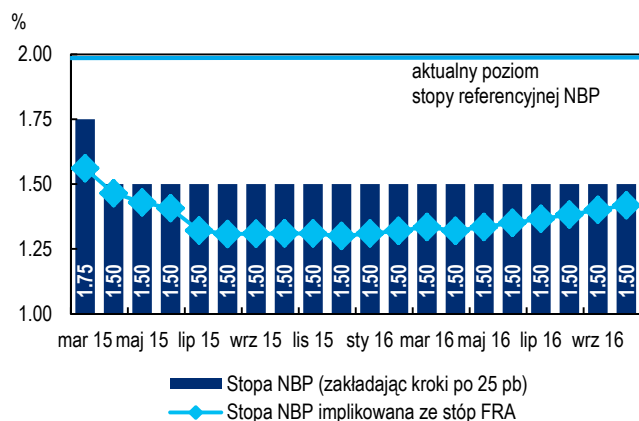
Punkt zwrotny w in(de)flacji?

Wskaźnik CPI notuje obecnie historycznie niskie poziomy i w najbliższym czasie powinien zacząć rosnąć. W styczniu wyniósł on -1,3% r/r (według wstępnych danych), głównie za sprawą głębokich spadków cen paliw oraz niskiej dynamiki cen żywności. Nie można wykluczyć, że na skutek planowanej na marzec corocznej rewizji koszyka inflacyjnego minimum inflacyjne może zostać jeszcze nieznacznie obniżone. Niemniej biorąc pod uwagę wyhamowanie trendu spadkowego cen ropy naftowej, a także bardzo silne efekty bazowe z minionego roku (efekt sankcji rosyjskich i wyjątkowo dobrych zbiorów), wzrost inflacji w kolejnych miesiącach może okazać się bardzo wyraźny. Naszym zdaniem pod koniec roku wskaźnik CPI może przekroczyć +1% r/r. Byłby to wynik wciąż poniżej dolnej granicy przedziału wokół celu inflacyjnego, ale różnica byłaby na tyle niewielka, że trudno byłoby mówić o konieczności poluzowania polityki pieniężnej.

Od obniżek do podwyżek stóp

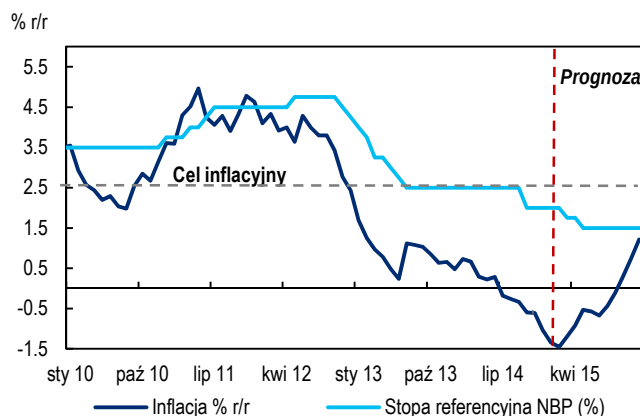
W warunkach szybkiego wzrostu i jednoczesnej deflacji o ewentualnych obniżkach stóp procentowych zdecyduje skala i tempo napływu kapitału do Polski i związane z tym zachowanie się kursu złotego. Spodziewamy się, że już w marcu dojdzie do obniżki o 25 pb, na co wskazują wypowiedzi nawet członków RPP, którzy dotychczas opierali się pomysłowi rozluźnienia monetarnego. Głównym argumentem za cięciem stóp może być wynik nowej projekcji inflacyjnej, która powinna pokazać przedłużający się okres deflacji. Z drugiej strony projekcja powinna pokazać również wyższą ścieżkę wzrostu gospodarczego, co powinno powstrzymać Radę, która dotychczas wykazywała się daleko posuniętą ostrożnością, przed agresywnymi cięciami. Biorąc pod uwagę powyższe sprzeczne czynniki, naszym zdaniem istotny wpływ na decyzje Rady będą mieć zmiany kursu walutowego. Ewentualne głębsze od zakładanego przez nas umocnienie złotego pogłębiłoby ponownie deflację i obniżyłoby wzrost gospodarczy, co mogłoby przekonać do cięć stóp procentowych nawet umiarkowanie „jastrzębich” członków RPP. Na razie ten scenariusz wydaje się jednak mało prawdopodobny.

Wykres 17. Stopa NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 18. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

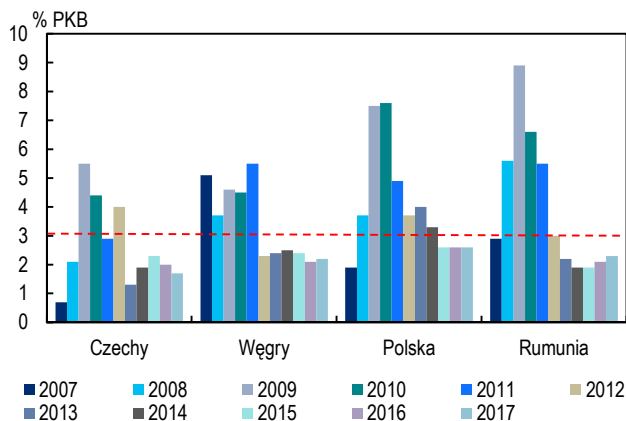
W naszym podstawowym scenariuszu spodziewamy się natomiast, że po marcowym cięciu stóp o 25 pb może nastąpić jeszcze tylko jedna obniżka w podobnej skali w trakcie II kwartału. Ponadto, choć rynki

finansowe są wciąż w fazie dyskontowania istotnego poluzowania polityki pieniężnej, naszym zdaniem w najbliższych miesiącach oczekiwania na cięcia stóp mogą zmienić się w oczekiwania na podwyżki stóp (prawdopodobnie od 2016 roku). Katalizatorem dla takiej zmiany powinny być sygnały świadczące od odwróceniu się trendu inflacyjnego w Polsce oraz rosnące szanse na podwyżki stóp przez Fed.

A jednak wciąż z EDP

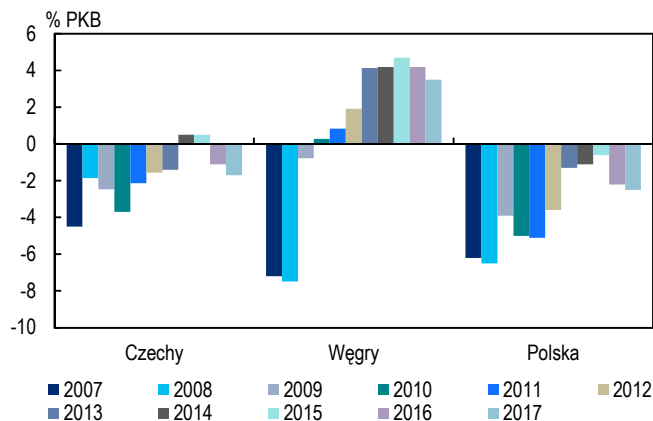
Wbrew naszym wcześniejszym prognozom deficyt sektora rządowego i samorządowego prawdopodobnie nie spadł poniżej 3% PKB w 2014 roku. Deficyt budżetowy okazał się co prawda znacznie mniejszy od oczekiwań, ale ze względu na czynniki jednorazowe deficyt całego sektora zapewne pozostał powyżej 3%. Oznacza to, że na usunięcie procedury nadmiernego deficytu (EDP) przez Komisję Europejską będzie trzeba poczekać dłużej niż wcześniej myśleliśmy, a dojdzie do tego zapewne dopiero w przyszłym roku. W 2015 roku ożywienie wzrostu gospodarczego, w tym silny wzrost popytu krajowego, powinny być wsparciem dla budżetu, a przede wszystkim dla VAT. Niemniej wpływ ten będzie częściowo rekompensowany przez bardzo niską inflację, która obniża nominalną bazę podatkową (obecne prognozy pokazują, że w 2015 r. ceny konsumpcyjne mogą lekko spaść, podczas gdy budżet został oparty na założeniu ich wzrostu o 1,2%).

Wykres 19. Deficyt sektora rządowego i samorządowego w krajach Europy Środkowej



Źródło: GUS, Eurostat, Citi Research, Citi Handlowy.

Wykres 20. Bilans obrotów bieżących w krajach Europy Środkowej



Źródło: Eurostat, Citi Research, Citi Handlowy

Możliwe przejściowe osłabienie złotego

Po wcześniejszym szybkim umocnieniu, w ostatnich tygodniach dolar ustabilizował się wobec euro. Biorąc pod uwagę powszechność oczekiwań na aprecjację USD (i związane z tym „spozycjonowanie” uczestników rynku), a także serie lepszych danych ze strefy euro, takie zachowanie amerykańskiej waluty nie powinno być zbyt dużą niespodzianką. Niemniej doświadczenie poprzednich lat pokazuje, że trend kursu dolara zazwyczaj trwa kilka lat i dlatego nasza prognoza zakłada, że po przejściowej konsolidacji, EUR/USD ostatecznie powróci do trendu spadkowego i spadnie do poziomu parytetu pod koniec bieżącego roku. Aktywna polityka ECB zapewne będzie wspierać ten trend.

Biorąc pod uwagę rosnące obawy o możliwość podniesienia stóp procentowych przez Fed oraz przewidywany spadek stóp w Polsce,

złoty może w perspektywie najbliższych trzech miesięcy tracić na wartości (powyżej 4,3 EUR/PLN). W średnim horyzoncie złoty powinien jednak odrobić te straty i oczekujemy, że pod koniec roku kurs EUR/PLN może ponownie spaść poniżej 4,2. Wsparciem dla złotego w średnim terminie powinien być bowiem relatywnie silny wzrost gospodarczy, oscylujący pod koniec bieżącego roku w pobliżu 4%.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014												2015
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4.1	5.3	5.4	5.4	4.4	1.7	2.3	-1.9	4.2	1.6	0.3	8.4	1.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2.9	-1.8	9.4	-2.3	-1.7	-0.1	2.0	-8.5	16.5	3.5	-7.5	-2.3	-3.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5.9	7.3	7.7	7.3	5.7	2.1	3.3	-1.5	4.9	2.7	1.0	9.1	3.2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-3.9	14.4	17.4	12.2	10.0	8.0	1.1	-3.6	5.6	-1.0	-1.6	5.0	1.3
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	4.8	7.0	3.1	8.4	3.8	1.2	2.1	1.7	1.6	2.3	-0.2	1.8	0.1
Stopa bezrobocia (%)	14.0	13.9	13.5	13.0	12.5	12.0	11.8	11.7	11.5	11.3	11.4	11.5	12.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.0	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0.5	0.7	0.7	0.3	0.2	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.3
Inflacja (% m/m)	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.0	-1.4	-1.3	-0.7	-1.0	-1.8	-2.1	-1.5	-1.6	-1.3	-1.6	-2.7	-2.9
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.3	0.0	-0.4	-0.5	-1.2	-0.2
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.4	4.0	4.8	3.8	4.8	3.5	3.5	3.5	3.4	3.8	2.7	3.7	3.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1 100	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	-268	-1 005	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.3	-1.2	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.2	-1.3	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	105	-79	132	39	-160	86	-167	-102	648	-8	-96	-633	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12 751	12 397	13 477	13 328	12 925	12 901	13 450	11 659	14 331	14 857	13 556	11 967	-
Eksport (% r/r)	8.4	7.3	9.5	5.1	10.4	5.7	6.7	-0.9	6.1	4.1	2.3	6.6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12 646	12 476	13 345	13 289	13 085	12 815	13 617	11 761	13 683	14 865	13 652	12 600	-
Import (% r/r)	5.8	6.9	4.1	8.9	11.8	7.5	7.2	0.1	6.1	4.7	4.7	10.7	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5.4	5.2	6.5	5.4	5.2	5.2	6.0	7.4	7.9	7.7	8.4	8.2	8.6
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	5.5	5.2	4.9	5.7	6.1	5.8	6.5	6.4	6.9	7.6	8.0	8.8	8.5
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.8	7.7	7.4	5.8	4.5	5.4	6.3	9.3	10.6	8.9	10.4	9.4	10.1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.4	5.1	5.0	5.8	4.7	4.6	5.2	5.6	5.3	5.7	5.4	5.5	7.7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.5	2.6	3.6	5.0	5.3	5.0	5.2	5.3	6.6	7.1	7.5	7.4	5.6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00
WIBOR 3M (średnio)	2.70	2.71	2.71	2.72	2.72	2.69	2.68	2.65	2.45	2.07	2.01	2.06	2.03
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.71	2.71	2.71	2.72	2.72	2.68	2.67	2.59	2.28	1.96	2.06	2.06	2.00
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.88	2.81	2.74	2.58	2.40	2.32	2.30	2.25	1.99	1.68	1.75	1.80	1.61
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	3.25	3.05	3.01	2.90	2.71	2.51	2.49	2.19	2.00	1.75	1.73	1.77	1.56
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.12	3.73	3.76	3.56	3.30	3.02	2.94	2.56	2.38	2.01	1.98	2.15	1.68
EUR/PLN (koniec okresu)	4.24	4.16	4.17	4.20	4.14	4.16	4.16	4.21	4.18	4.20	4.18	4.29	4.19
USD/PLN (koniec okresu)	3.13	3.03	3.03	3.03	3.04	3.04	3.11	3.20	3.31	3.35	3.36	3.54	3.71
EUR/USD (koniec okresu)	1.35	1.38	1.38	1.39	1.36	1.37	1.34	1.32	1.26	1.25	1.25	1.21	1.13
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	2.6	11.7	17.4	21.4	22.4	25.4	26.4	24.6	22.4	27.3	24.8	-	0.6
Def. budżetowy kum. (% planu)	5.6%	24.7%	36.8%	44.8%	46.9%	53.4%	55.5%	51.9%	47.1%	57.4%	52.1%	-	1.3%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	548	440	446
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 362	1 437	1 554	1 616	1 662	1 726	1 795	1 910
PKB per capita (USD)	11 508	12 382	13 626	12 879	13 662	14 235	11 451	11 596
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.7	10.8	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.3	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.7	11.6	6.8	7.2
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.3	3.0	2.7	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	2.9	0.9	1.0	3.0	3.0	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	5.0	4.3	4.6	6.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	7.4	4.8	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-1.0	1.2	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.4	2.4
Płace nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.7	3.7	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	2.06	1.76	2.98
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	-	-
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.25	4.31
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	4.08	4.28
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.19	4.11
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.26	4.14
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-5.9	-7.0	-9.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.1	-1.6	-2.2
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	0.4	-0.8	-4.1
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	191.1	178.0	175.8
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	190.7	178.8	179.9
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	8.6	8.1	8.1
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-15.5	-14.6	-14.3
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-9.0	-10.0	-11.0
Rezerwy międzynarodowe	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Amortyzacja	46.9	44.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.6	-4.9	-3.7	-4.0	-3.3	-2.6	-2.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.8	-0.9
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.4	48.0	48.3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Realny wzrost PKB (% r/r)	1.6	3.3	3.7	3.7	3.5	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	0.9	0.0	-0.4	2.4	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.3	-1.1	-1.6	-2.2	-2.5	-2.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2.50	2.00	1.50	2.50	3.50	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.01	3.52	4.25	4.31	3.96	3.60
USD/PLN (Średnia)	3.16	3.15	4.08	4.28	4.11	3.73
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.15	4.26	4.19	4.11	4.04	3.98
EUR/PLN (Średnia)	4.20	4.18	4.26	4.14	4.07	4.00

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.