

CitiMonthly

Blisko czwórki

- W tym miesiącu przyglądamy się ocenie wiarygodności kredytowej Polski. Od ostatniej zmiany ratingu upłynęło bowiem aż osiem lat, a w tym czasie fundamenty gospodarcze uległy znacznej poprawie.
- Oprócz notowanego w ostatnich latach wzrostu dochodów, uwagę przykuwa również zmniejszenie deficytu w rachunku bieżącym oraz spadek deficytu fiskalnego.
- Podawane dotychczas przez agencje ratingowe argumenty mające na celu uzasadnienie pozostawienia ratingu bez zmian wydają się coraz słabiej przystawać do rzeczywistości.
- W najbliższych miesiącach spodziewamy się poprawy perspektywy ratingu Polski do „pozytywnej”. W nieco dłuższym horyzoncie oczekujemy również podwyżki samego ratingu.
- Dane makroekonomiczne publikowane od początku roku wyraźnie pokazują, że wzrost gospodarczy utrzymuje się na wysokim poziomie.
- Choć nasza prognoza PKB na 2015 rok już wcześniej należała do wyższych od konsensusu rynkowego, pod koniec kwietnia postanowiliśmy ją jeszcze bardziej podnieść (do 3,9% z 3,7%).
- Pomimo silnego ożywienia gospodarczego na razie inflacja nie jest najmniejszym problemem. Oczekujemy, że pozostanie ona poniżej celu zarówno w 2015, jak i 2016 roku.
- Stopy procentowe powinny pozostać bez zmian przez ponad rok. Pierwszych dwóch podwyżek spodziewamy się pod koniec 2016 roku (wcześniej oczekiwaliśmy w sumie trzech podwyżek w 2016 r.).
- Jeszcze w tym roku kurs EUR/PLN ma szansę obniżyć się do poziomu 3,90.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

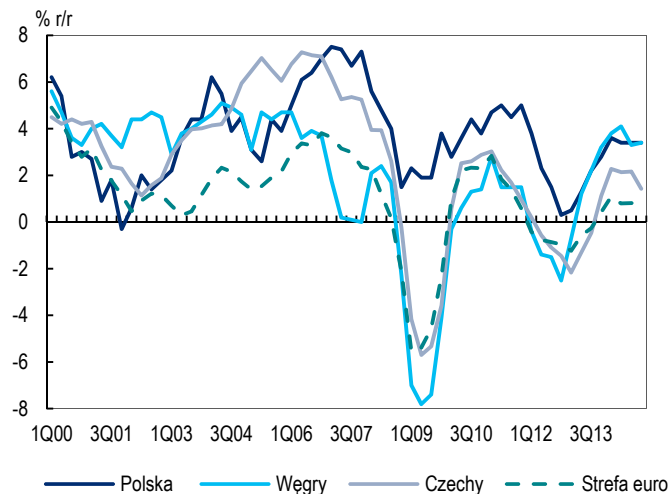
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

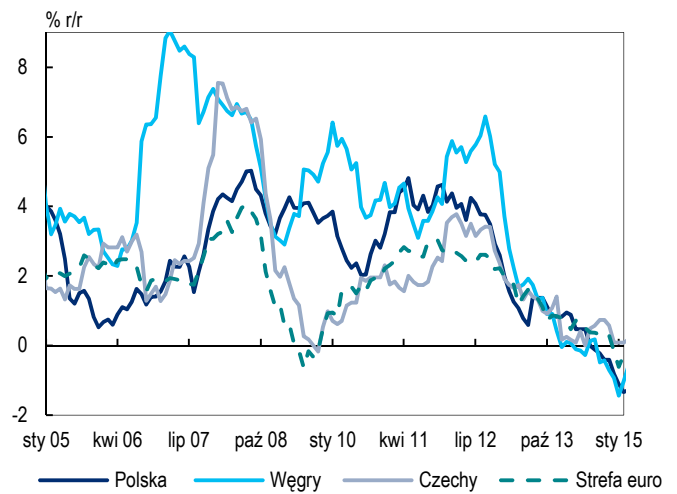
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



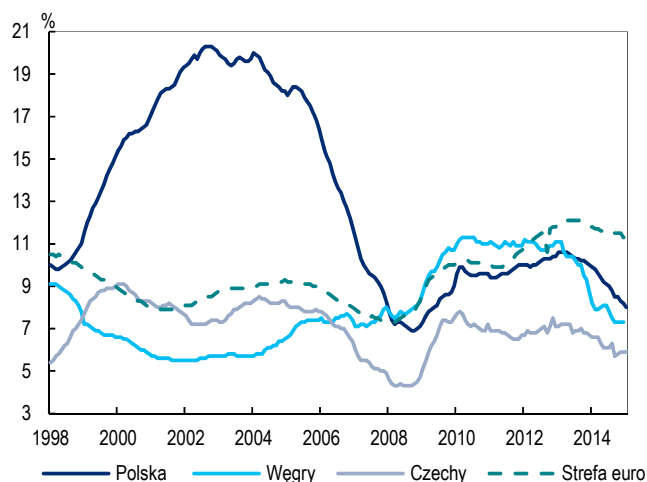
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



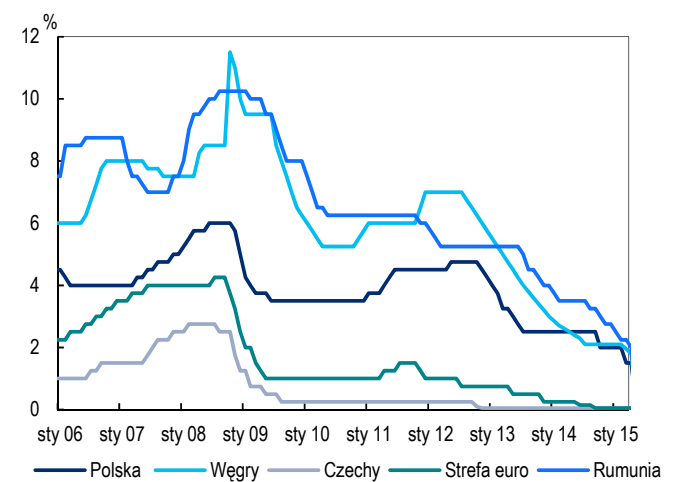
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	1,2	-2,0	44,4
Węgry	-0,3	4,4	-2,7	77,2
Polska	-0,2	3,1	-2,9	49,9
Rumunia	1,2	4,1	-1,5	39,1
Kryterium konwergencji	<u>1,2</u>	<u>5,3</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

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.

Temat miesiąca

Ratingi dogonią rzeczywistość?

- Od ostatniej zmiany ratingu Polski upłynęło dużo czasu, a fundamenty gospodarcze uległy diametralnej poprawie.
- Biorąc pod uwagę wzrost dochodów, spadek deficytu w rachunku obrotów bieżących oraz prawdopodobne zdjęcie przez KE procedury nadmiernego deficytu, rosną szanse na ruch ze strony agencji ratingowych.
- W najbliższych miesiącach spodziewamy się podniesienia „perspektywy” (prawdopodobnie przez Fitch), a w dalszym horyzoncie również podniesienia samego ratingu kraju.

Od prawie roku staramy się argumentować, że Polska zasługuje co najmniej na poprawę perspektywy ratingu, a może nawet na podniesienie samego ratingu. Trwało to długo, ale ostatecznie 6 lutego agencja S&P zdecydowała się podnieść perspektywę do „pozytywnej” z „neutralnej”. Choć jest to wciąż tylko niewielka zmiana, w jej efekcie S&P jest obecnie jedyną agencją przypisującą Polsce pozytywną perspektywę ratingu. Naszym zdaniem inne agencje pójdą ich śladem.

Argumenty, których używaliśmy w minionym roku są obecnie jeszcze bardziej aktualne. Sytuację dobrze oddaje fakt, że agencje S&P oraz Fitch nie zmieniły ratingu Polski przez osiem lat, podczas gdy Moody's nie zrobił tego przez trzynaście lat. W tym czasie fundamenty polskiej gospodarki uległy ogromnemu przeobrażeniu – od 2002 roku PKB per capita wzrósł z 42% do 62% średniego poziomu dla strefy euro (wykres 6). Biorąc pod uwagę, że dochód na głowę mieszkańca jest jednym z syntetycznych wskaźników dobrze odzwierciedlających ewentualne zmiany oceny wiarygodności kredytowej kraju, nadzieje na zmianę ratingu nie są ani nieuzasadnione ani nieprawdopodobne.

Tabela 5. Zmiany ratingów Polski

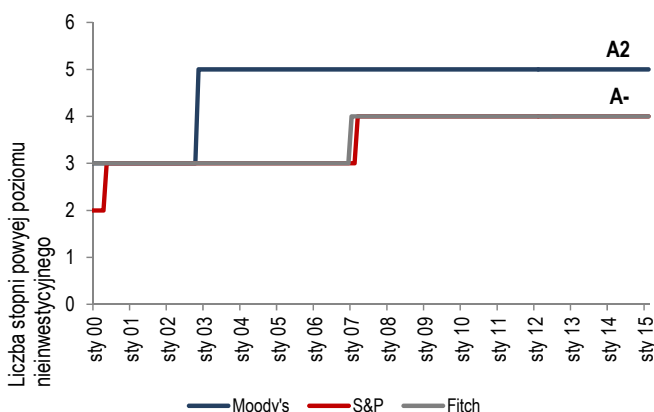
	Długoterminowy rating w walucie obcej	Ostatnia zmiana ratingu	Kierunek zmiany	Aktualna perspektywa ratingu
Fitch	A-	Styczeń 2007	1 stopień w górę	Stabilna
S&P	A-	Marzec 2007	1 stopień w górę	Pozytywna
Moody's	A2	Listopad 2002	2 stopnie w górę	Stabilna

Źródło: Bloomberg, Citi Research

Poza wzrostem dochodów Polska doświadczyła bardzo istotnych zmian również w innych dziedzinach. Dotyczą one między innymi poprawy sytuacji fiskalnej, stabilizacji sytuacji politycznej oraz poprawy jakości instytucji krajowych (głównie po wejściu Polski do UE). Co więcej, saldo w rachunku obrotów bieżących, które było przez lata wymieniane jako poważny czynnik ryzyka stojący na przeszkodzie do podwyżki ratingu, uległo wyraźnej poprawie. W latach 2012-2014 deficyt w rachunku

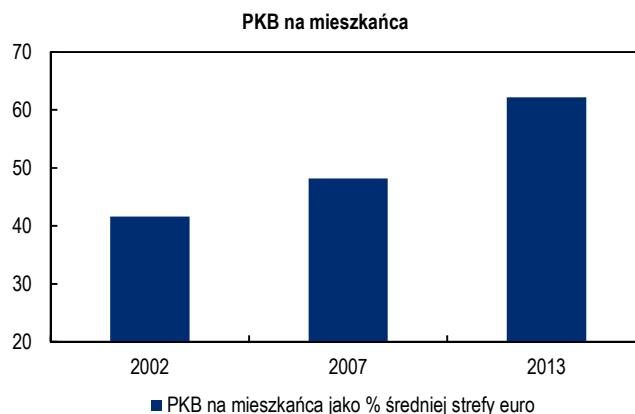
bieżącym wyraźnie spadł, a suma salda bieżącego oraz kapitałowego notuje okazałą nadwyżkę (Wykres 7). Zmiany te sprawiły, że profil ryzyka Polski uległ istotnemu przesunięciu, a fakt ten nie powinien być ignorowany przez agencje ratingowe. Biorąc pod uwagę wszystkie zmiany, które nastąpiły w ostatnich latach, argumenty przeciw podwyżce ratingu wydają się coraz bardziej oderwane od ekonomicznej rzeczywistości.

Wykres 5. Rating Polski nie był zmieniany od dawna



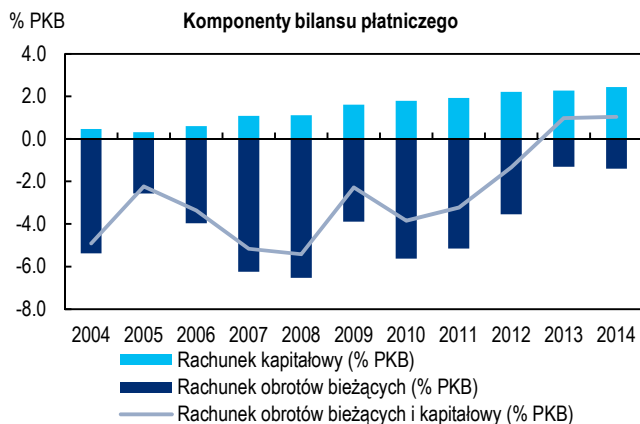
Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 6. Poziom PKB na mieszkańca istotnie wzrósł w ostatnich latach



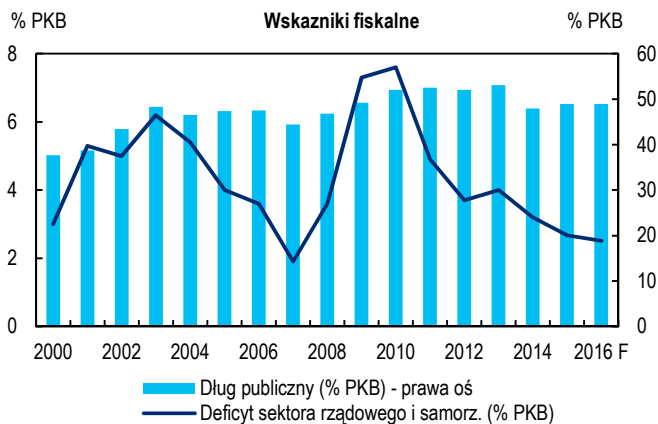
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 7. Bilans obrotów bieżących oraz napływ środków z UE wskazują na zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 8. Deficyt fiskalny spadł do blisko 3%, a dług prawdopodobnie się ustabilizuje poniżej 50% PKB



Źródło: Eurostat, MF, prognozy Citi Handlowy.

Zawężenie deficytu w rachunku bieżącym jest procesem stopniowym i dlatego przypuszczamy, że może ono nie wystarczyć aby skłonić agencje ratingowe do działania. Naszym zdaniem będą one bardziej skłonne działać pod wpływem bardziej spektakularnych bodźców. Pretekst może pochodzić ze strony polityki fiskalnej, a konkretnie może nim być ewentualne zdjęcie przez Komisję Europejską procedury nadmiernego deficytu (EDP) wobec Polski. Jest to formalna procedura wobec krajów, których deficyt uznawany jest za zbyt wysoki. W 2014 roku deficyt sektora rządowego i samorządowego wyniósł 3,2% PKB i choć był on powyżej progu granicznego 3%, przekroczenie wynikało z kosztów związanych z reformą systemu emerytalnego. Koszty te są szacowane na około 0,4%

PKB i po ich wyeliminowaniu deficyt okazuje się niższy od 3%. Komisja Europejska zezwala krajom o deficycie zbliżonym do 3% na odliczenie tych kosztów, dzięki czemu Polska ma szansę na uwolnienie się od procedury EDP. Decyzja w tej sprawie może być podjęta w połowie czerwca i jeżeli nasze oczekiwania się potwierdzą, agencje ratingowe otrzymają dogodny argument aby uzasadnić zmianę perspektywy ratingu Polski.

Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy, że w najbliższych miesiącach perspektywa ratingu Polski może zostać podniesiona do „pozytywnej”, najprawdopodobniej przez Fitch, a możliwe, że również przez Moody's. Kolejne przeglądy ratingu są planowane na 15 maja (Moody's), 31 lipca (Fitch) oraz 7 sierpnia (S&P) i powyższe daty wyznaczają momenty, kiedy można spodziewać się potencjalnych decyzji. Co więcej, w nieco dłuższym horyzoncie, sięgającym dwunastu miesięcy istnieje realna szansa, że oprócz poprawy perspektywy ratingu, Polska mogłaby się doczekać zmiany samej oceny wiarygodności kredytowej z obecnego poziomu A- (dla Fitch and S&P).

Gospodarka w skrócie

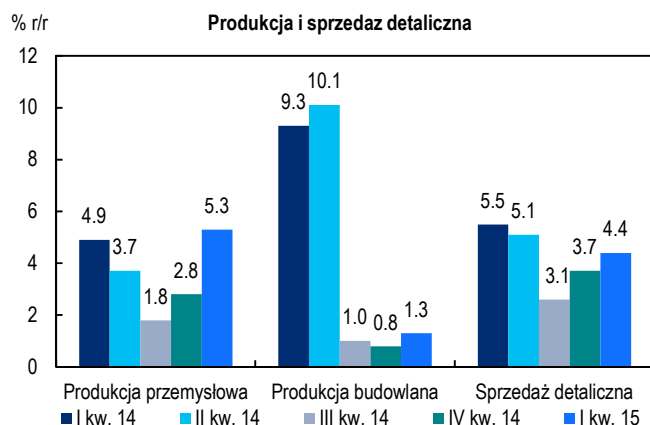
Blisko 4%

- Po serii bardzo dobrych danych, w kwietniu zdecydowaliśmy się na podniesienie naszej prognozy PKB do 3,9% w 2015 roku.
- Pomimo dobrych wyników gospodarczych na horyzoncie nie widać presji inflacyjnej.
- Dzięki silnemu wzrostowi gospodarczemu RPP może obstawać przy swojej deklaracji dotyczącej pozostawienia stóp procentowych bez zmian przez dłuższy czas.

Rewidujemy prognozę wzrostu w górę

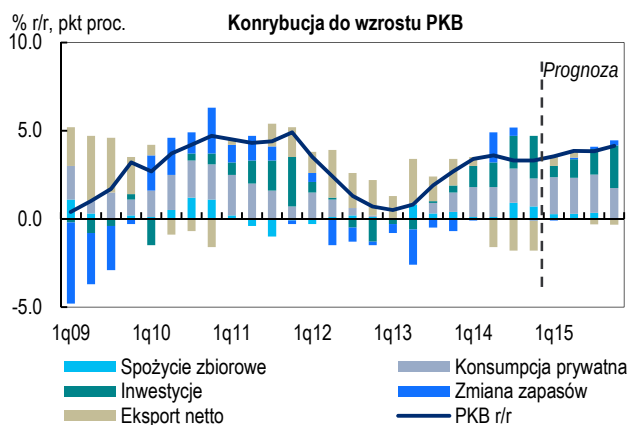
Choć od dłuższego czasu nasza prognoza wzrostu w Polsce należy do grupy najbardziej optymistycznych na rynku, tym razem postanowiliśmy ją jeszcze dodatkowo podnieść. Dane o aktywności gospodarczej opublikowane w kwietniu pozytywnie zaskoczyły. I chociaż częściowo wynikało to z czynników jednorazowych, to informacje z ostatnich miesięcy sugerują, że wzrost gospodarczy w I kwartale, a także w całym roku będzie lepszy niż wcześniej oczekiwaliśmy. Nasze modele sygnalizują, że wzrost PKB przyspieszył w I kwartale tego roku do 3,5% r/r (wobec poprzedniego szacunku na poziomie ok. 3%) z 3,3% r/r w IV kwartale, co przełoży się na wzrost PKB w całym roku na poziomie 3,9% r/r (wcześniej: 3,7% r/r). Spodziewamy się, że konsensus prognoz przesunie się lekko w górę, w miarę jak słabnąć będą sceptyczne głosy dotyczące kondycji gospodarki. Jeżeli chodzi o strukturę, naszym zdaniem wzrost będzie napędzany przez mocną konsumpcję prywatną, rosnące inwestycje (w tym zarówno publiczne jak i prywatne) jak również korzystniejszą niż wcześniej zakładaliśmy kontrybucję eksportu netto. Ten ostatni efekt częściowo wynika z niższego importu surowców energetycznych po spadku cen ropy naftowej.

Wykres 9. Dane za I kwartał zaskoczyły w górę i sugerują przyspieszenie wzrostu gospodarczego



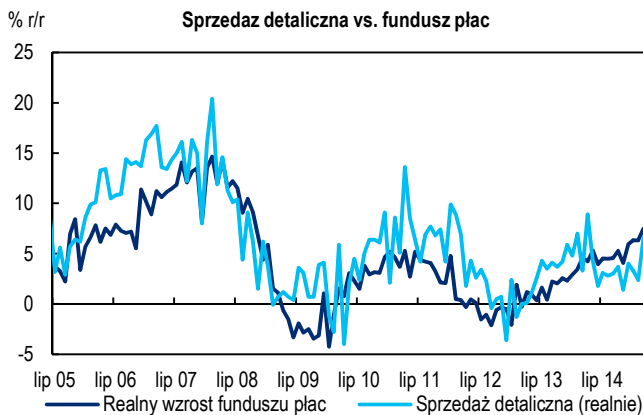
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Szacujemy wzrost PKB w 2015 r. na 3,9%, za sprawą popytu krajowego i wyższej kontrybucji netto



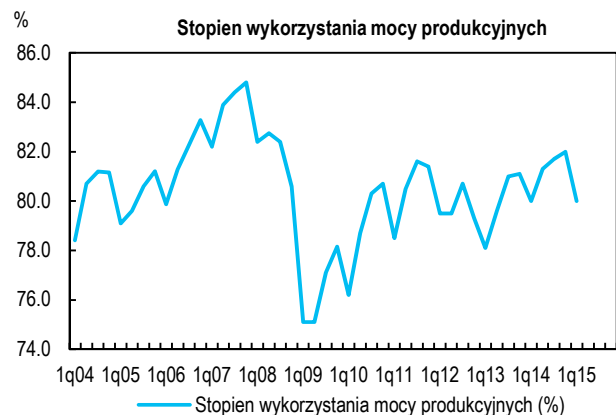
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 11. Realny fundusz płac i realny wzrost sprzedaży detalicznej



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Trend wzrostowy wykorzystania mocy produkcyjnych zapowiada ożywienie w inwestycjach

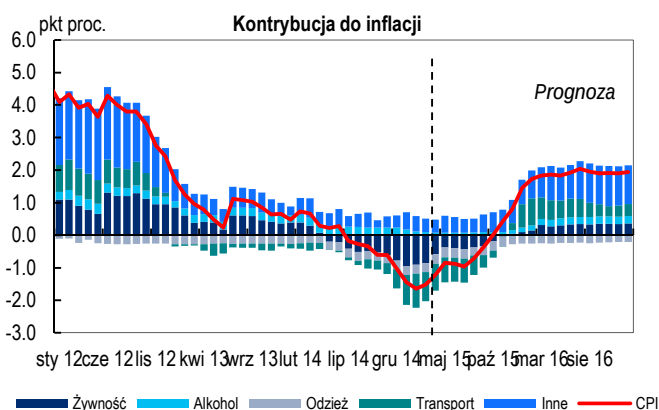


Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Inflacji wciąż nie widać

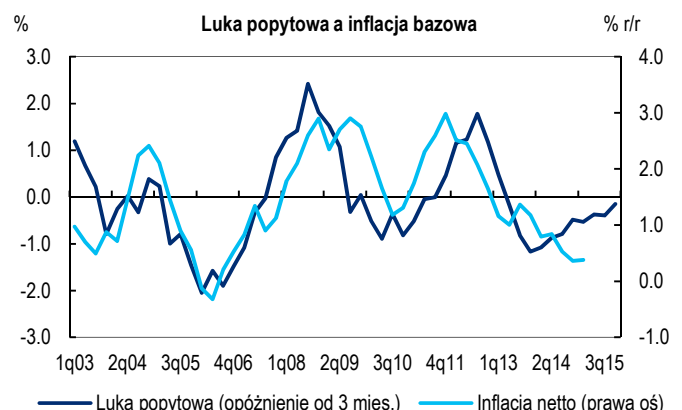
Na horyzoncie nie dostrzegamy oznak presji inflacyjnej. W związku z tym, że wzrost gospodarczy przewyższa potencjalne tempo wzrostu – szacowane przez nas na poziomie nieco przekraczającym 3% – luka popytowa najprawdopodobniej domknie się w najbliższych kwartałach (wykres 14). Jednak proces ten będzie stopniowy i wątpimy aby mógłby stanowić poważne zagrożenie dla celu inflacyjnego w najbliższej przyszłości, szczególnie biorąc pod uwagę bardzo niski punkt startowy dla inflacji. Biorąc pod uwagę mocniejszego złotego i nieco niższą od oczekiwań inflację w marcu obniżyliśmy prognozowaną ścieżkę inflacji. . Oczekujemy, że inflacja sięgnie około 0,8% r/r pod koniec bieżącego roku oraz pozostanie poniżej celu 2,5% przez cały 2015 oraz 2016 r.

Wykres 13. Wskaźnik CPI w końcu wzrósł, ale tylko nieznacznie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Luka popytowa stopniowo się domyka, co będzie powoli podwyższać inflację bazową



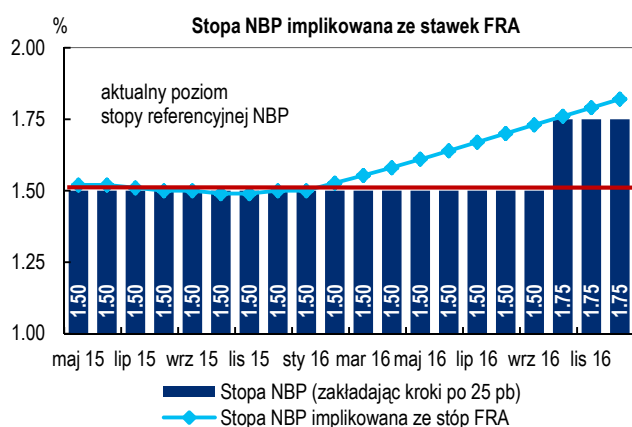
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS, NBP

Lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego ułatwią RPP utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Rewizje prognoz PKB w górę oraz fakt, że inflacja w końcu nieznacznie wzrosła powinny nieco zmniejszyć rynkowe oczekiwania na cięcie stóp procentowych. W momencie pisania niniejszego raportu rynek wyceniał już możliwość podwyżki w 2016 roku (wykres 15). Jest to scenariusz zbliżony do naszych

prognoz – zakładamy bowiem, że główna stopa NBP pozostanie na poziomie 1,5% przez ponad rok, a pierwsze podwyżki stóp będą możliwe w II połowie 2016 r. Jednak biorąc pod uwagę niską inflację uważamy, że cykl zacieśnienia polityki pieniężnej będzie bardzo stopniowy, a RPP zdecyduje się na dwie podwyżki stóp po 25 pb pod koniec 2016 r.

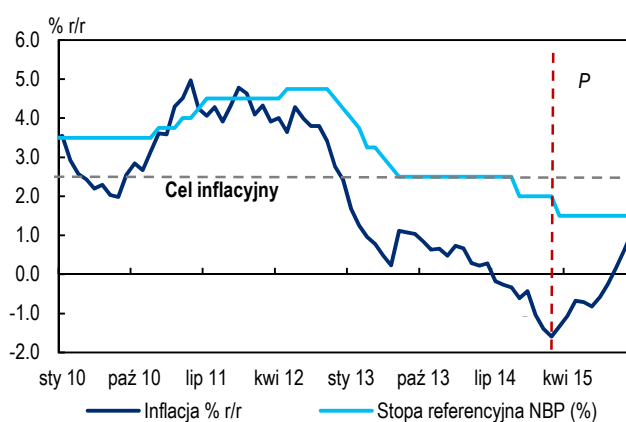
Ponadto naszym zdaniem podwyżki stóp w przyszłym roku będą oznaczały raczej normalizację niż potrzebę prowadzenia zdecydowanie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Główne czynniki, które mogłyby skłonić RPP do wcześniejszych podwyżek to rosnąca inflacja oraz wzrost gospodarczy przekraczający potencjalne tempo wzrostu, jak również zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed.

Wykres 15. Rynek FRA zaczął wyceniać podwyżkę stóp w 2016 r.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 16. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Szansa na mocniejszego złotego w krótkim terminie

W ostatnich kwartałach doszło do znacznego zmniejszenia deficytu obrotów bieżących i jednocześnie przyspieszenia wzrostu gospodarczego, co powinno pozytywnie wpływać na złotego. Ponadto, w związku z lekkim osłabieniem dolara dostrzegamy nieco lepsze perspektywy dla walut rynków wschodzących niż to wcześniej zakładaliśmy. Dzięki temu w krótkim terminie widzimy szanse na umocnienie PLN w kierunku 3,90 wobec euro. W przypadku zwiększonej presji na umocnienie złotego Narodowy Bank Polski mógłby stać się bardziej aktywny. Początkowo miałyby to formę interwencji werbalnych, ale gdyby one okazały się nieskuteczne, możliwe byłyby również rzeczywiste interwencje polegające na zakupie walut przez bank centralny. Aby do tego jednak doszło tempo aprecjacji złotego musiałoby okazać się szybsze niż dotychczas, a kurs EUR/PLN musiałby spaść w okolice (lub poniżej) 3,90. W horyzoncie dwunastu miesięcy spodziewamy się jednak ponownego osłabienia złotego w kierunku 4,10 wobec euro, przede wszystkim w związku z prawdopodobnymi podwyżkami stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych pod koniec 2015 lub na początku 2016 roku.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014										2015		
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5.4	5.4	4.4	1.7	2.3	-1.9	4.2	1.6	0.3	8.4	1.6	5.0	8.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	9.4	-2.3	-1.7	-0.1	2.0	-8.5	16.5	3.5	-7.5	-2.3	-3.2	1.4	13.4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	7.7	7.3	5.7	2.1	3.3	-1.5	4.9	2.7	1.0	9.1	3.1	6.8	9.5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	17.4	12.2	10.0	8.0	1.1	-3.6	5.6	-1.0	-1.6	5.0	1.3	-0.3	2.9
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.1	8.4	3.8	1.2	2.1	1.7	1.6	2.3	-0.2	1.8	0.1	-1.3	3.0
Stopa bezrobocia (%)	13.5	13.0	12.5	12.0	11.8	11.7	11.5	11.3	11.4	11.5	12.0	12.0	12.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0.7	0.3	0.2	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5
Inflacja (% m/m)	0.1	0.0	-0.1	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.3	-0.7	-1.0	-1.8	-2.1	-1.5	-1.6	-1.3	-1.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.4
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.3	0.0	-0.4	-0.5	-1.2	-0.1	-0.1	0.2
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.8	3.8	4.8	3.5	3.5	3.5	3.4	3.8	2.7	3.7	3.6	3.2	4.9
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	345	269	-161	-927	-729	-1 063	12	-371	-181	-1 414	37	116	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.2	-1.0	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	132	39	-160	86	-270	-215	492	-43	10	-791	937	783	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13477	13328	12925	12901	13406	11626	14288	14943	13707	11708	13415	13720	-
Eksport (% r/r)	9.5	5.1	10.4	5.7	6.4	-1.2	5.8	4.7	3.5	4.3	5.2	10.7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	13345	13289	13085	12815	13676	11841	13796	14986	13697	12499	12478	12937	-
Import (% r/r)	4.1	8.9	11.8	7.5	7.7	0.7	7.0	5.6	5.0	9.8	-1.3	3.7	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6.5	5.4	5.2	5.2	6.0	7.4	7.9	7.7	8.4	8.2	8.6	8.7	8.9
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	4.9	5.7	6.1	5.8	6.5	6.4	6.9	7.6	8.0	8.8	8.5	8.7	8.4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.4	5.8	4.5	5.4	6.3	9.3	10.6	8.9	10.4	9.4	10.1	9.7	11.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.0	5.8	4.7	4.6	5.2	5.6	5.3	5.7	5.4	5.5	7.7	7.1	7.2
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3.6	5.0	5.3	5.0	5.2	5.3	6.6	7.1	7.5	7.4	5.6	5.6	5.5
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50
WIBOR 3M (średnio)	2.71	2.72	2.72	2.69	2.68	2.65	2.45	2.07	2.01	2.06	2.03	1.91	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.71	2.72	2.72	2.68	2.67	2.59	2.28	1.96	2.06	2.06	2.00	1.81	1.65
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.74	2.58	2.40	2.32	2.30	2.25	1.99	1.68	1.75	1.80	1.61	1.64	1.55
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	3.01	2.90	2.71	2.51	2.49	2.19	2.00	1.75	1.73	1.77	1.56	1.61	1.60
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.76	3.56	3.30	3.02	2.94	2.56	2.38	2.01	1.98	2.15	1.68	1.90	1.94
EUR/PLN (koniec okresu)	4.17	4.20	4.14	4.16	4.16	4.21	4.18	4.20	4.18	4.29	4.19	4.15	4.07
USD/PLN (koniec okresu)	3.03	3.03	3.04	3.04	3.11	3.20	3.31	3.35	3.36	3.54	3.71	3.70	3.79
EUR/USD (koniec okresu)	1.38	1.39	1.36	1.37	1.34	1.32	1.26	1.25	1.25	1.21	1.13	1.12	1.13
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	17.4	21.4	22.4	25.4	26.4	24.6	22.4	27.3	24.8	29.0	0.6	11.3	16.7
Def. budżetowy kum. (% planu)	36.8%	44.8%	46.9%	53.4%	55.5%	51.9%	47.1%	57.4%	52.1%	61.0%	1.3%	24.6%	36.2%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	468	471
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 362	1 437	1 554	1 616	1 663	1 729	1 792	1 896
PKB per capita (USD)	11 508	12 382	13 626	12 879	13 667	14 270	12 172	12 269
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.5	9.8	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.4	3.9	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	7.1	7.2
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	2.9	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.0	1.0	1.2	3.1	3.4	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	4.8	5.7	7.6	6.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	6.8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.8	1.9
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.7	1.9
Płace nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	4.0	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.74	2.48
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.90	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.08	3.95
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.83	4.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.08	4.03
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.02	4.06
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-7.9	-3.3	-8.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.4	-0.7	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	-0.9	3.8	0.6
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.9	178.8	186.3
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.8	175.0	185.7
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	10.7	8.6	9.0
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-17.4	-15.5	-15.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-8.1	-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	-3.2	-2.7	-2.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.9	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.9	48.9	48.9

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	3.4	3.9	3.7	3.6	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	0.9	0.0	-0.7	1.9	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.3	-1.4	-0.7	-1.7	-1.7	-2.0
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	2.50	2.00	1.50	2.00	3.50	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.01	3.52	4.08	3.95	3.72	3.50
USD/PLN (Średnia)	3.16	3.15	3.83	4.02	3.81	3.58
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.15	4.26	4.08	4.03	3.98	3.94
EUR/PLN (Średnia)	4.20	4.18	4.02	4.06	3.99	3.96

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.