

CitiMonthly

Sukces napędzany tanim paliwem

- W temacie miesiąca zastanawiamy się czemu Polska pozostaje atrakcyjnym miejscem lokowania zagranicznych inwestycji oraz zachowuje konkurencyjność na rynkach światowych.
- Proste porównanie międzynarodowe pokazuje, że źródłem dotychczasowego sukcesu są wciąż bardzo niskie koszty pracy, stanowiące zaledwie ułamek kosztów w Europie Zachodniej, a także znaczna liczba wykwalifikowanych pracowników.
- Poleganie na niskich kosztach pracy nie jest odpowiednią długoterminową strategią. O sukcesie w przyszłości zdecyduje zdolność zmiany modelu gospodarczego na taki, w którym krajowe firmy będą oferować większą wartość dodaną w procesie produkcji.
- Z kolei jeżeli chodzi o wydarzenia bieżące dotychczas opublikowane dane potwierdzają nasze przypuszczenia, że wzrost w bieżącym roku może okazać się silniejszy od oczekiwań.
- Spadek deficytu fiskalnego oznacza, że w przyszłym roku wydatki publiczne będą mogły rosnąć nieco szybciej, co pomoże w utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu PKB w 2016 r.
- Rynki finansowe zaczęły wyceniać szanse pierwszych podwyżek stóp procentowych w 2016 roku. Jest to zgodne z naszym scenariuszem zmian w polityce pieniężnej.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

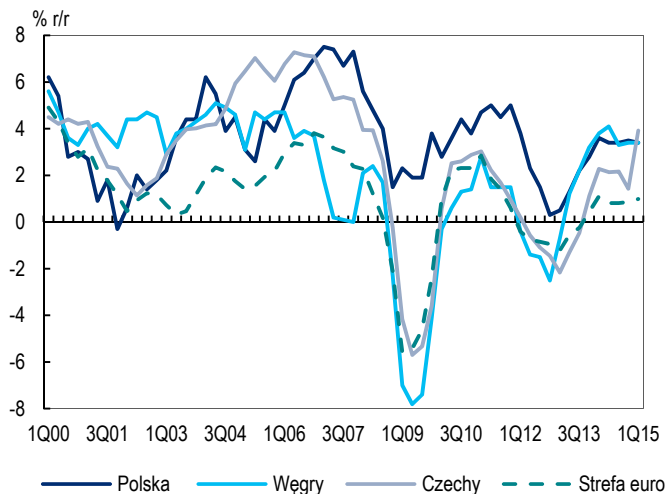
piotr.kalisz@citi.com**Cezary Chrapek**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

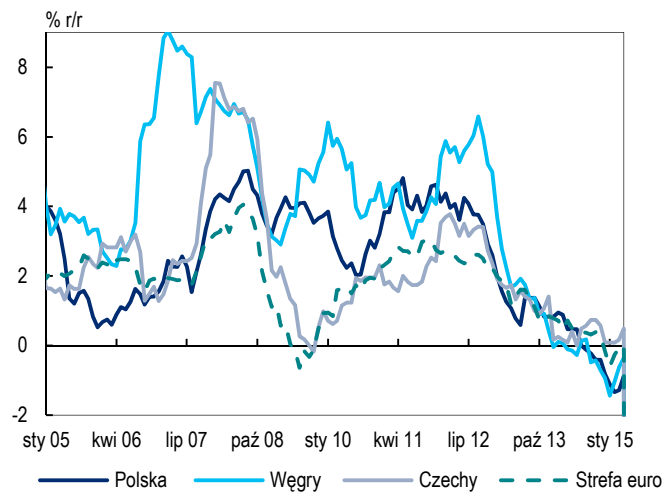
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



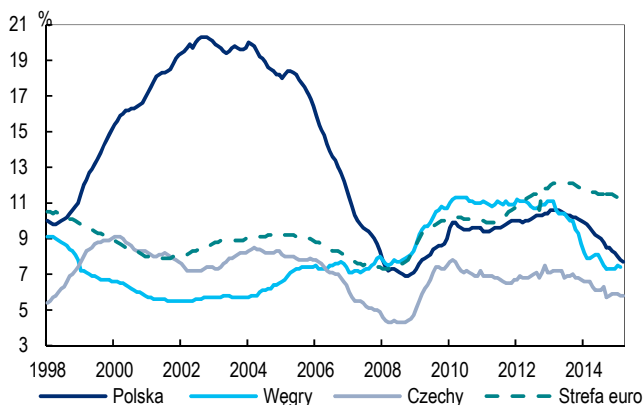
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



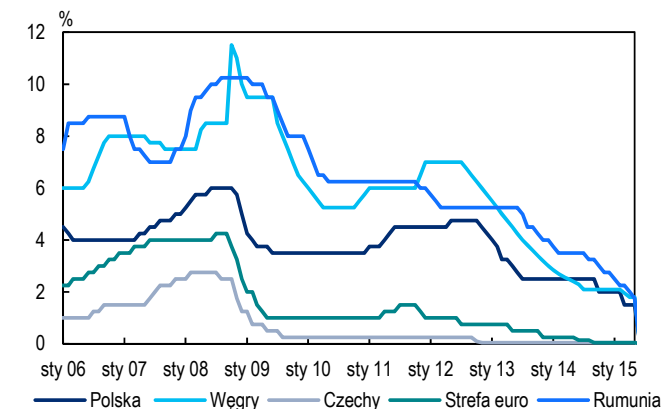
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	0,3	1,1	-2,0	41,5
Węgry	-0,3	4,1	-2,5	75,0
Polska	-0,3	3,0	-2,8	50,9
Rumunia	1,2	3,9	-1,6	40,1
Kryterium konwergencji	1,1	5,1	-3,0	60,0

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

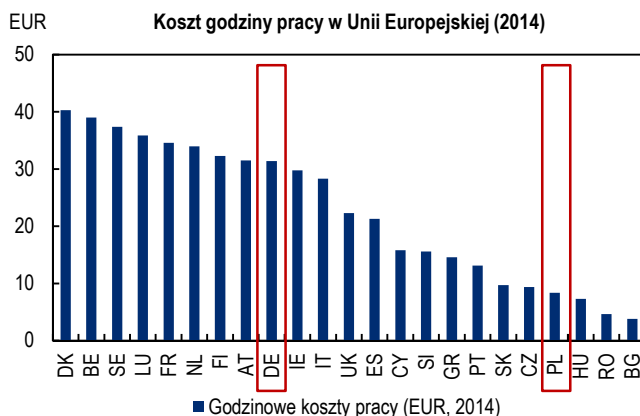
Temat miesiąca

Sukces napędzany tanim paliwem

- Polska pozostaje atrakcyjnym miejscem lokowania zagranicznych inwestycji oraz zachowuje konkurencyjność na rynkach światowych.
- Źródłem dotychczasowego sukcesu są wciąż bardzo niskie koszty pracy, stanowiące zaledwie ułamek kosztów w Europie Zachodniej, a także znaczna liczba wykwalifikowanych pracowników.
- Poleganie na niskich kosztach pracy nie jest odpowiednią długoterminową strategią. O sukcesie w przyszłości zdecyduje zdolność zmiany modelu gospodarczego na taki, w którym krajowe firmy będą oferować większą wartość dodaną w procesie produkcji.

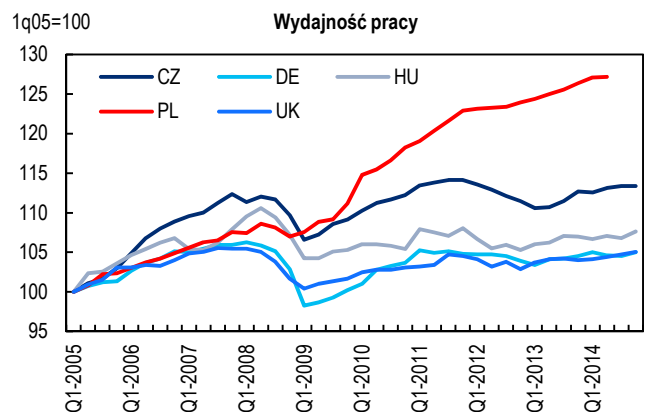
Jednym z zadziwiających zjawisk ostatnich lat było utrzymanie przez Polskę wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Pomimo początkowego kryzysu w strefie euro polscy eksporterzy zwiększyli swój udział w europejskim rynku o 25% od początku 2008 roku i był to wynik znacznie lepszy niż w innych krajach Europy Środkowej. Co więcej, o ile jeszcze niedawno Polska importowała zdecydowanie więcej niż eksportowała, obecnie handel zagraniczny jest zbilansowany lub notowana jest nawet niewielka nadwyżka. Powyższa zmiana w handlu zagranicznym nie jest przypadkowa i prawdopodobnie ma charakter strukturalny, świadczący o rosnącej roli polskiego eksportu. W naturalny sposób pojawia się pytanie o to, jak Polska mogła w ostatnich latach utrzymać tak wysokie tempo wzrostu gospodarczego oraz eksportu, skoro inne kraje UE radziły sobie gorzej.

Wykres 5. Godzinowe koszty pracy to tylko ułamek kosztów w Niemczech



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 6. Wydajność pracy w Polsce rośnie w szybkim tempie

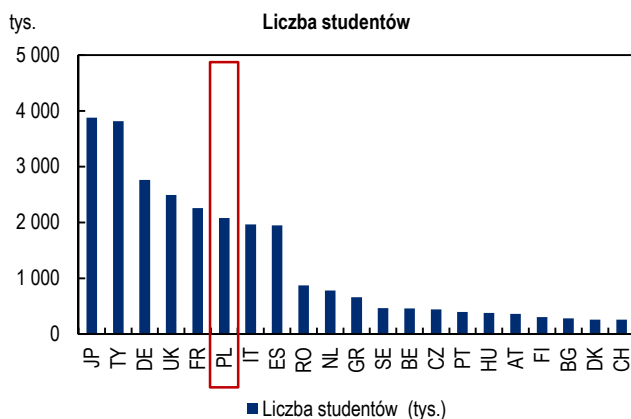


Źródło: OECD, Citi Handlowy.

Jednym ze źródeł polskiego sukcesu są bardzo niskie koszty pracy. Międzynarodowe porównania pokazują, że koszt godziny pracy w Polsce to około 8,4 euro, a więc zaledwie jedna czwarta kosztu ponoszonego przez niemieckie firmy (wykres 5). Przy takich różnicach w wynagrodzeniach nic dziwnego, że Polska umacnia pozycję w sektorach produkujących towary o

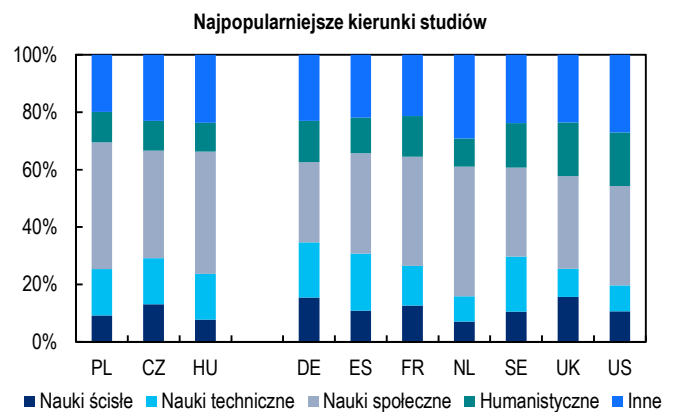
relatywnie niskiej wartości dodanej. W takiej sytuacji jakiegokolwiek inne czynniki, które tradycyjnie wpływają na atrakcyjność kraju jako miejsca inwestycji mają drugorzędną rolę. Obserwowane w ostatnich kwartałach ożywienie na rynku pracy prowadzi co prawda do podwyżek wynagrodzeń, ale na razie powyższe zmiany są kompensowane przez imponujący wzrost wydajności pracy (wykres 6). Z punktu widzenia firm oznacza to, że pomimo podwyżek płac jednostkowe koszty pracy pozostają pod kontrolą ponieważ ten sam pracownik jest w stanie wyprodukować odpowiednio więcej.

Wykres 7. Polska jest jednym z krajów UE o największej liczbie studentów



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 8. Niższy odsetek studentów na kierunkach ścisłych/technicznych



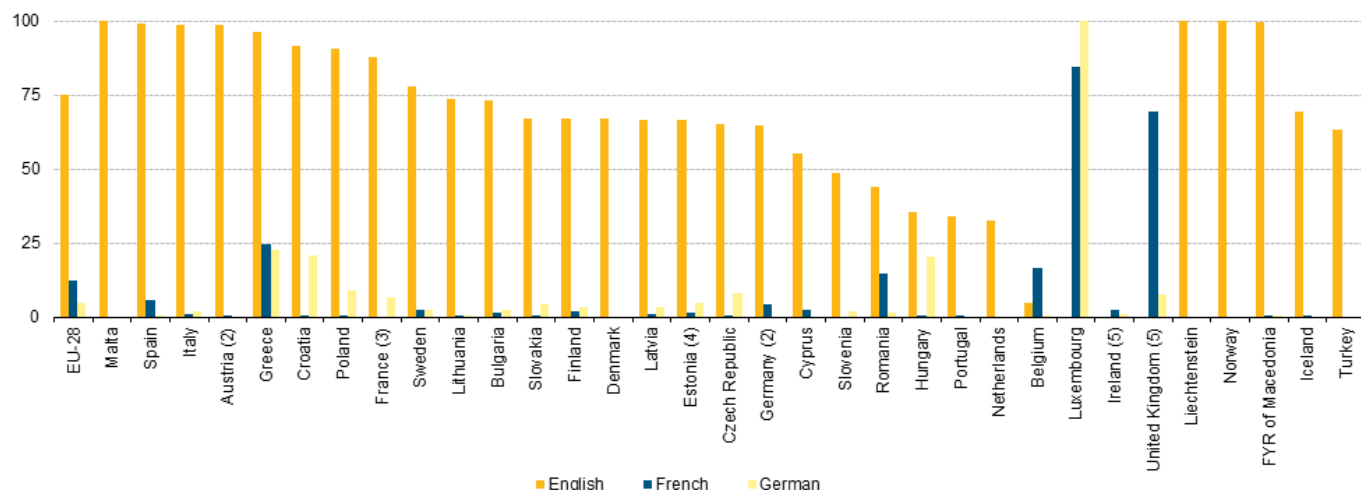
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Drugim powodem konkurencyjności polskiej gospodarki jest, oprócz taniej siły roboczej, jej jakość. Ze względu na swoją wielkość Polska jest jednym z krajów o największej liczbie studentów w Unii Europejskiej (wykres 7). Z punktu widzenia polskich firm oraz zagranicznych inwestorów planujących rozpoczęcie działalności w Europie Środkowej oznacza to mniejsze problemy ze znalezieniem odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Wyróżnia to bardzo pozytywnie krajowy rynek pracy na tle regionalnych konkurentów, w tym Czech, Słowacji oraz Węgier. Według części przedstawicieli firm działających w Polsce ograniczeniem dla długoterminowego wzrostu może być niedostawanie profilu nauczania do realiów rynku pracy. Przejawia się to relatywnie dużym udziałem studentów na kierunkach społecznych, a jednocześnie niskim udziałem osób studiujących na kierunkach ścisłych i technicznych (wykres 8). Jest to niekorzystne zjawisko, szczególnie biorąc pod uwagę, że w ostatnich latach znaczna część zagranicznych inwestycji powstała w przetwórstwie przemysłowym. Niemniej jednocześnie polski system edukacji wypuszcza ze szkół osoby o relatywnie dobrym przygotowaniu matematycznym. Według rankingu OECD Polska znajduje się w czołówce światowej pod tym względem (jedenaste miejsce), a w samej Europie wyprzedzają nas zaledwie cztery kraje.

O ile możliwość konkurowania kosztami pracy z gospodarkami rozwijającymi się spoza Europy jest relatywnie niewielka, na korzyść Polski przemawiają czynniki językowe oraz kulturowe. Statystyki Eurostatu pokazują, że języka angielskiego uczy się ponad 93% polskich uczniów, co jest wynikiem porównywalnym ze średnią unijną. Kraje azjatyckie, które są znacznie tańsze od Europy, w większości przypadków nie mogą się pochwalić podobnymi charakterystykami. Polska wydaje się

więc oferować inwestorom pośredni etap pomiędzy drogą Europą Zachodnią, a tanimi - ale odległymi pod względem kulturowym - rynkami wschodzącymi. Innymi słowy, Polska nie odbiega znacznie od Zachodniej Europy poziomem i sposobem wykształcenia pracowników, ale jednocześnie oferuje bardzo niskie koszty pracy oraz duży zasób pracowników.

Wykres 9. Nauka języków obcych w krajach Unii Europejskiej (% uczniów)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

W długim okresie wysoki wzrost gospodarczy będzie trudny do osiągnięcia przy modelu wzrostu opartym na niskich kosztach pracy.

Co prawda model ten był źródłem sukcesu w ciągu ostatnich dwudziestu lat, jednak w miarę doganiania krajów UE Polska będzie stawiała się coraz droższym miejscem dla zagranicznych inwestorów. Proces doganiania jest bardzo powolny i dlatego istniejąca luka dochodowa nie zniknie szybko. Według naszych szacunków nawet jeżeli Polsce uda się utrzymać tempo wzrostu gospodarczego o dwa punkty procentowe wyższe niż w strefie euro, istniejąca luka w dochodzie na głowę zostałaby wyeliminowana dopiero po ponad 20-25 latach, a prawdopodobnie nawet później. Niemniej już w trakcie procesu doganiania różnica w poziomie kosztów pracy stanie się na tyle mała, że przestanie być już istotnym czynnikiem kształtującym konkurencyjność krajowego przemysłu. Dlatego z czasem Polska powinna stopniowo przechodzić w kierunku innego modelu wzrostu o wyższej wartości dodanej. Naszym zdaniem obecne silniki wzrostu wystarczą na utrzymanie przyzwoitej dynamiki PKB przez najbliższe lata, jednak w horyzoncie przekraczającym dekadę, kontynuowanie tej strategii wydaje się ryzykowne. O ile w najbliższym czasie potencjał gospodarczy powinien rosnąć w tempie zbliżonym do 3,5%, z czasem może on obniżyć się poniżej 3%. Z punktu widzenia inwestorów na rynkach finansowych to zbyt odległa perspektywa, aby się nią przejmować, jednak z punktu widzenia strategii gospodarczej kraju, czasu pozostało niewiele.

Gospodarka w skrócie

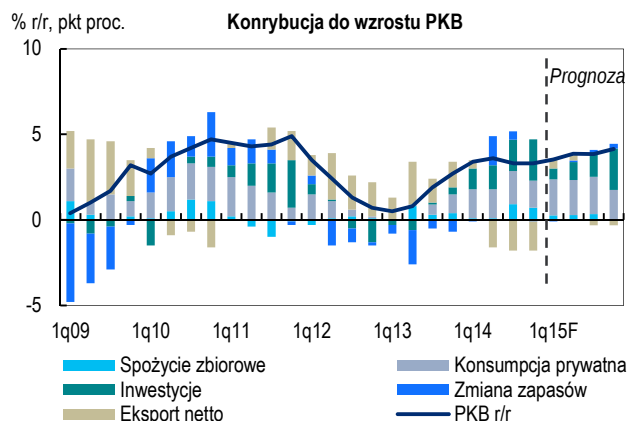
Mocny, zrównoważony wzrost

- Dotychczas opublikowane dane potwierdzają nasze przypuszczenia, że wzrost w bieżącym roku może okazać się silniejszy od oczekiwań.
- Spadek deficytu fiskalnego oznacza, że w przyszłym roku wydatki publiczne będą mogły rosnąć nieco szybciej, co pomoże w utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu PKB.
- Rynki finansowe zaczęły wyceniać szanse pierwszych podwyżek stóp procentowych w 2016 roku.

Silny popyt krajowy

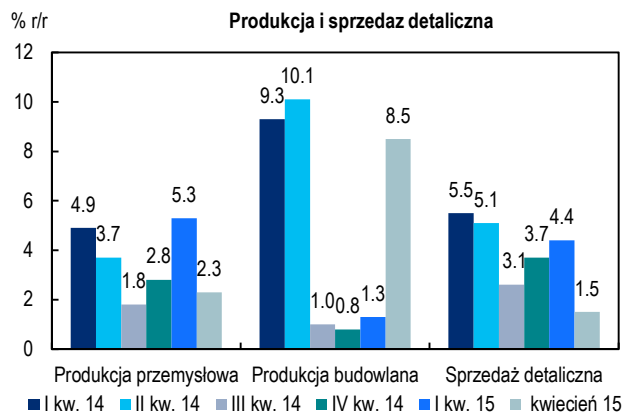
Wzrost gospodarczy ponownie przyspieszył, przekraczając wcześniejsze prognozy. W I kwartale PKB wzrósł o 3,5% w porównaniu z poprzednim rokiem. Na razie nie opublikowano szczegółowego rozbięcia danych, jednak naszym zdaniem wzrost był napędzany przez konsumpcję prywatną oraz dynamiczny, choć słabszy niż w 2014 roku wzrost inwestycji. Dodatkowo dzięki spadkom cen ropy naftowej handel zagraniczny nie zaniżał już dynamiki PKB. Naszym zdaniem podobne trendy utrzymają się również w kolejnych kwartałach. Według naszych szacunków wzrost PKB prawdopodobnie będzie dalej przyspieszał i w całym roku osiągnie 3,9%. Powyższy wynik byłby wyższy od oczekiwań rynkowych.

Wykres 10. Gospodarka rośnie w szybkim tempie dzięki mieszance popytu krajowego oraz eksportu



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 11. Pierwszy miesiąc kwartału przyniósł spowolnienie w sprzedaży oraz produkcji przemysłowej

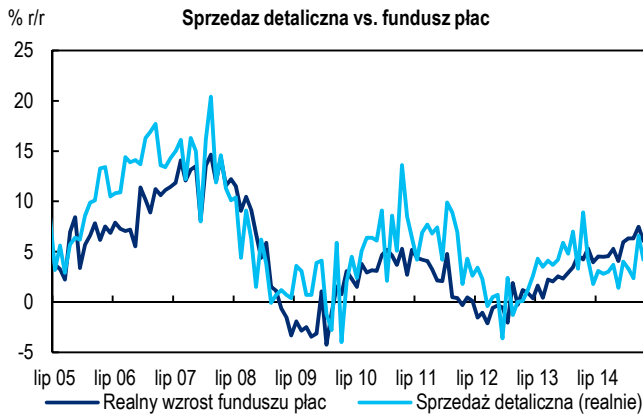


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Choć kwietniowe dane o produkcji oraz sprzedaży detalicznej rozczarowały, w znacznym stopniu mogło to wynikać z czynników jednorazowych. Znaczenie miały zapewne niewystarczająco uwzględnione w prognozie efekty kalendarzowe, przesunięcie świąt wielkanocnych oraz przesunięcie produkcji w górnictwie w związku ze strajkami w pierwszych miesiącach roku. Biorąc pod uwagę dobrą sytuację na rynku pracy oczekujemy dobrych wyników konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach. Ponadto, naszym zdaniem produkcja przemysłowa będzie wspierana przez wzrost w Niemczech. Z kolei inwestycje powinny

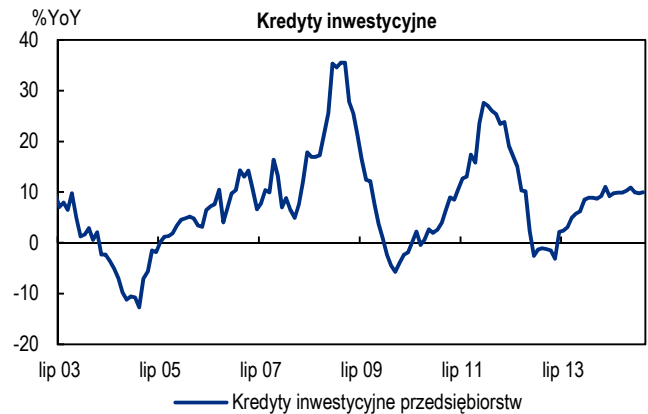
być napędzane przez stosunkowo wysoki wzrost kredytów inwestycyjnych i wysoki poziom wykorzystania mocy wytwórczych, przyspieszenie inwestycji publicznych oraz kulminację napływu środków unijnych.

Wykres 12. Rynek pracy będzie wspierał konsumpcję ...



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 13. ... a kredyty inwestycyjne i środki z UE będą napędzać inwestycje



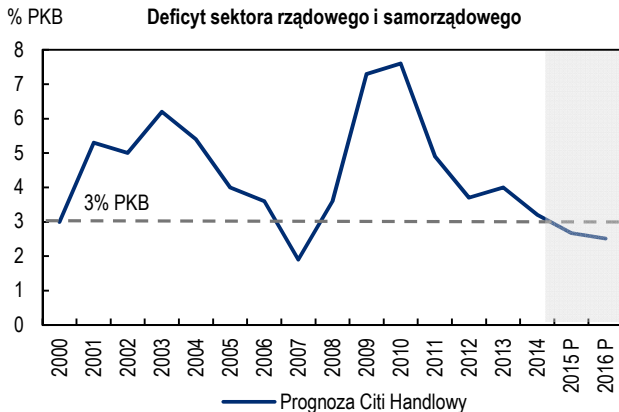
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Deficyt już nie jest problemem?

Zniesienie procedury nadmiernego deficytu będzie miało pozytywny wpływ na wzrost PKB w 2016 r. W maju Komisja Europejska zarekomendowała zniesienie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski, dostrzegając tym samym dostosowanie fiskalne, które miało miejsce w ostatnich latach. Deficyt sektora rządowego i samorządowego obniżył się w 2014 r. do 3,2% PKB, a po korekcie o koszt reformy emerytalnej (ok. 0,4 pkt proc.) był niższy niż 3%. Jest to ważna informacja, dająca Ministerstwu Finansów dodatkowe pole manewru.

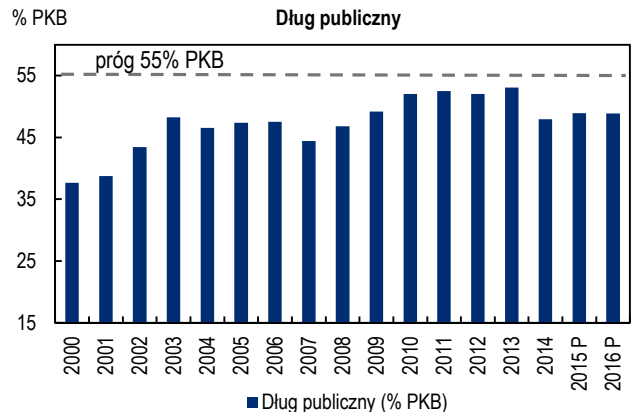
Reguła wydatkowa sprawia, że wzrost wydatków publicznych jest pośrednio uzależniony od deficytu fiskalnego. Według naszych szacunków spadek deficytu daje władzom przestrzeń fiskalną rzędu 0,5% PKB i sądzimy, że mogłaby ona zostać wykorzystana do odmrożenia płac w sektorze publicznym w 2016 r. Wolniejsze dostosowanie fiskalne jest pozytywną informacją dla wzrostu i dlatego rosną szanse na to, że gospodarka w przyszłym roku będzie się rozwijała szybciej niż obecnie zakładamy (możliwy wzrost powyżej 4%). Wciąż dostrzegamy szanse, że struktura wzrostu PKB, obniżony dług publiczny i niższy deficyt obrotów bieżących mogłyby zostać potraktowane pozytywnie przez agencje ratingowe w najbliższych miesiącach i wykorzystane do uzasadnienia podwyższenia perspektywy ratingu lub nawet samego ratingu Polski.

Wykres 14. Deficyt sektora rządowego i samorządowego wciąż w trendzie spadkowym



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 15. Dług publiczny relatywnie stabilny

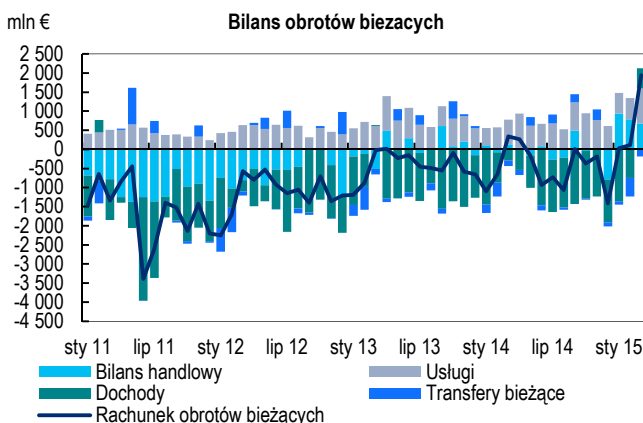


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Nadwyżka w rachunku bieżącym

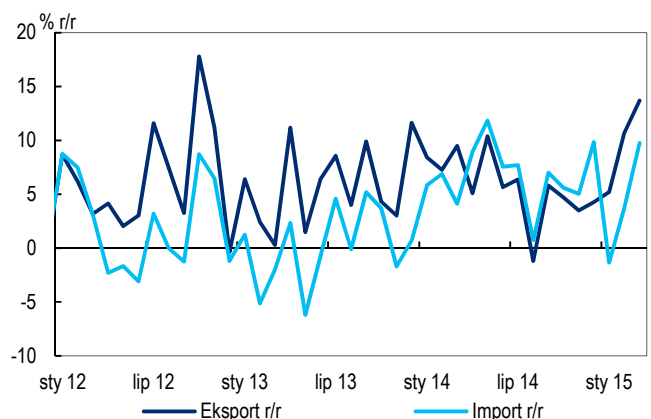
Nadwyżka w obrotach bieżących wzrosła w marcu do rekordowo wysokiego poziomu 1,9 mld EUR z 0,2 mld EUR w lutym. Złożył się na to historycznie najwyższy miesięczny napływ środków dla rolników (1,7 mld EUR) oraz wysoka nadwyżka na rachunku usług. Tymczasem nadwyżka w obrotach handlowych wyniosła 0,7 mld EUR przy przyspieszeniu wzrostu eksportu oraz importu. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach eksport będzie rósł wspierany przez ożywienie w strefie euro, podczas gdy wzrost importu będzie ograniczany przez niższe ceny ropy naftowej. W marcu skumulowany za 12 miesięcy deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB spadł do 0,6% PKB z 1% w lutym, co jest w pełni finansowane napływem środków UE na rachunek kapitałowy, a za cały rok naszym zdaniem deficyt wyniesie 0,7% PKB.

Wykres 16. Nadwyżka w obrotach bieżących wzrosła za sprawą rekordowo wysokiego napływu środków UE



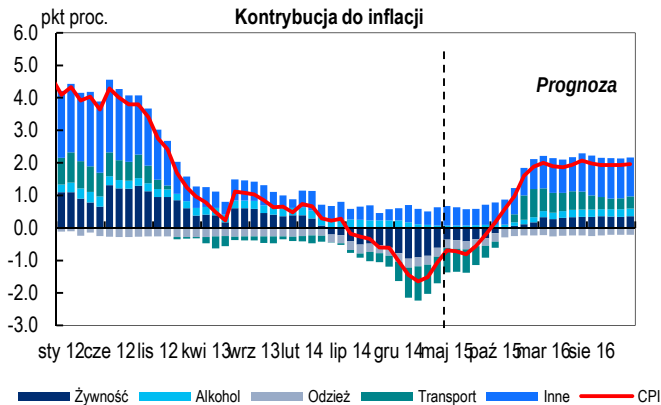
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 17. Eksport rośnie wciąż szybciej niż import



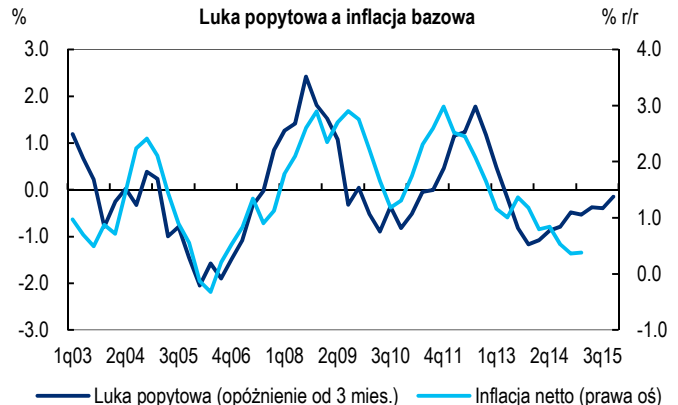
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 18. Wskaźnik CPI ponownie w górę



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 19. Luka popytowa stopniowo się domyka, co będzie powoli podwyższać inflację bazową



Źródło: szacunki Citi Handlowy, GUS, NBP

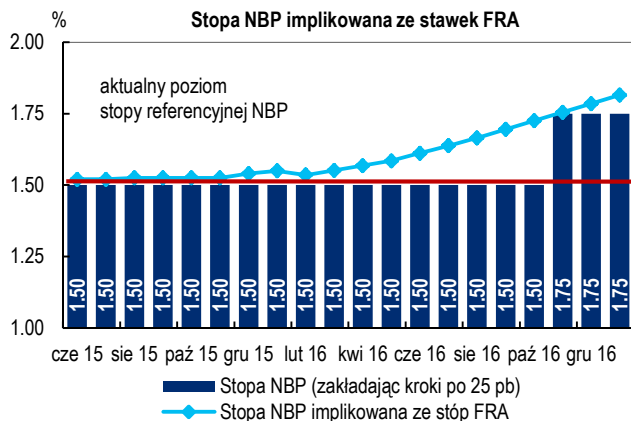
Odwrócenie spadkowego trendu inflacji

Deflacja potrwa przynajmniej do września. Po osiągnięciu w lutym dołka, w kwietniu wskaźnik inflacji wzrósł do -1,1% r/r. Było to efektem głównie odbicia cen paliw i żywności, ale także wzrostu pozostałych komponentów koszyka inflacyjnego, tj. inflacji netto. Nasze szacunki sygnalizują przyspieszenie wzrostu cen żywności i paliw za sprawą efektów niskiej bazy. Spodziewamy się również dalszego wzrostu inflacji netto dzięki wysokiej dynamice PKB. Przy takim scenariuszu inflacja ma szansę powrócić powyżej zera około września lub października bieżącego roku, a poziom celu banku centralnego (2,5%) mogłaby osiągnąć dopiero w 2017 roku.

Stopy w górę dopiero w II poł. 2016 r.

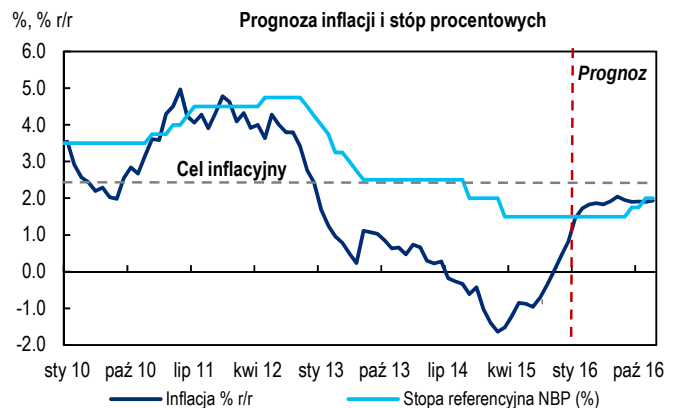
Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zazwyczaj stara się nie dopuszczać do sytuacji, gdy inflacja utrzymuje się powyżej nominalnej stopy banku centralnego. Naszym zdaniem do takiej sytuacji może dojść już na początku 2016 roku, gdy inflacja wyraźnie wzrośnie. Wówczas również tempo wzrostu gospodarczego powinno przekraczać poziom, który jest uznawany za bezpieczny dla inflacji. W tym otoczeniu sądzimy, że RPP rozpocznie proces normalizacyjnych podwyżek stóp procentowych. Jednak, oczekujemy, że stopy procentowe zostaną podwyższone o 50 pb dopiero w II połowie 2016 r. po tym jak nowi członkowie Rady zapoznają się z rozwojem sytuacji gospodarczej i po tym jak zostanie rozstrzygnięta kwestia wyboru prezesa banku centralnego (czerwiec 2016 r.).

Wykres 20. Rynek FRA zaczął wyceniać podwyżkę stóp w 2016 r.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 21. Nasza prognoza zakłada dwie podwyżki po 25 pb w II poł. 2016 r.



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Dobre fundamenty stabilizują złotego

Wysoki wzrost gospodarczy i rekordowo niski deficyt w obrotach bieżących powinny pomóc złotemu w okresach podwyższonej zmienności. Potencjalne zagrożenia związane są z perspektywą podwyżek stóp procentowych w Stanach, sytuacją w Grecji oraz wyprzedzają obligacji na rynkach bazowych. W horyzoncie dwunastu miesięcy kurs EUR/PLN może jednak wzrosnąć do ok. 4,15.

Oczekujemy spadku rentowności w najbliższych miesiącach w związku ze spodziewanym odreagowaniem niemieckich obligacji. Niemniej pod koniec roku naszym zdaniem rentowności ponownie zaczną rosnąć w związku z utrzymaniem wzrostowego trendu inflacji oraz zbliżaniem się momentu pierwszej podwyżki stóp procentowych w USA. Mimo rewizji prognoz wzrostu PKB dla USA w dół do 2,6% r/r ekonomiści Citi na Stany Zjednoczone wciąż uważają, że do pierwszej podwyżki stóp dojdzie pod koniec tego roku.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014												2015	
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5.4	4.4	1.7	2.3	-1.9	4.2	1.6	0.3	8.4	1.6	5.0	8.7	2.3	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-2.3	-1.7	-0.1	2.0	-8.5	16.5	3.5	-7.5	-2.3	-3.2	1.4	13.4	-8.1	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	7.3	5.7	2.1	3.3	-1.5	4.9	2.7	1.0	9.1	3.1	6.8	9.5	2.5	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	12.2	10.0	8.0	1.1	-3.6	5.6	-1.0	-1.6	5.0	1.3	-0.3	2.9	8.5	
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	8.4	3.8	1.2	2.1	1.7	1.6	2.3	-0.2	1.8	0.1	-1.3	3.0	-1.5	
Stopa bezrobocia (%)	13.0	12.5	12.0	11.8	11.7	11.5	11.3	11.4	11.5	12.0	12.0	11.7	12.0	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1	-100.0	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	0.3	0.2	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	
Inflacja (% m/m)	0.0	-0.1	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0.7	-1.0	-1.8	-2.1	-1.5	-1.6	-1.3	-1.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.5	-2.6	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.3	0.0	-0.4	-0.5	-1.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.3	
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.8	4.8	3.5	3.5	3.5	3.4	3.8	2.7	3.7	3.6	3.2	4.9	3.7	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	269	-161	-927	-729	-1 063	12	-371	-181	-1 414	37	225	1 938	-	
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.2	-1.0	-1.1	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	39	-160	86	-270	-215	492	-43	10	-791	937	788	674	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13328	12925	12901	13406	11626	14288	14943	13707	11708	13415	13732	15322	-	
Eksport (% r/r)	5.1	10.4	5.7	6.4	-1.2	5.8	4.7	3.5	4.3	5.2	10.8	13.7	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	13289	13085	12815	13676	11841	13796	14986	13697	12499	12478	12944	14648	-	
Import (% r/r)	8.9	11.8	7.5	7.7	0.7	7.0	5.6	5.0	9.8	-1.3	3.8	9.8	-	
Strefa monetarna*														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5.4	5.2	5.2	6.0	7.4	7.9	7.7	8.4	8.2	8.6	8.7	8.9	7.2	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	5.7	6.1	5.8	6.5	6.4	6.9	7.6	8.0	8.8	8.5	8.7	8.4	7.8	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.8	4.5	5.4	6.3	9.3	10.6	8.9	10.4	9.4	10.1	9.7	11.3	9.2	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.8	4.7	4.6	5.2	5.6	5.3	5.7	5.4	5.5	7.7	7.1	7.2	6.3	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.0	5.3	5.0	5.2	5.3	6.6	7.1	7.5	7.4	5.6	5.6	5.5	3.4	
Rynki finansowe														
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	
WIBOR 3M (średnio)	2.72	2.72	2.69	2.68	2.65	2.45	2.07	2.01	2.06	2.03	1.91	1.73	1.65	
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.72	2.72	2.68	2.67	2.59	2.28	1.96	2.06	2.06	2.00	1.81	1.65	1.65	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.58	2.40	2.32	2.30	2.25	1.99	1.68	1.75	1.80	1.61	1.64	1.55	1.66	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.90	2.71	2.51	2.49	2.19	2.00	1.75	1.73	1.77	1.56	1.61	1.60	1.77	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.56	3.30	3.02	2.94	2.56	2.38	2.01	1.98	2.15	1.68	1.89	1.94	2.23	
EUR/PLN (koniec okresu)	4.20	4.14	4.16	4.16	4.21	4.18	4.20	4.18	4.29	4.19	4.15	4.07	4.04	
USD/PLN (koniec okresu)	3.03	3.04	3.04	3.11	3.20	3.31	3.35	3.36	3.54	3.71	3.70	3.79	3.61	
EUR/USD (koniec okresu)	1.39	1.36	1.37	1.34	1.32	1.26	1.25	1.25	1.21	1.13	1.12	1.07	1.12	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	21.4	22.4	25.4	26.4	24.6	22.4	27.3	24.8	29.0	0.6	11.3	16.7	16.7	
Def. budżetowy kum. (% planu)	44.8%	46.9%	53.4%	55.5%	51.9%	47.1%	57.4%	52.1%	61.0%	1.3%	24.6%	36.2%	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	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	473	473
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	12 322	12 311
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	10,0	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, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	1,0	2,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,6	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	4,02	3,91
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,78	4,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,14	4,04
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,11	4,09
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-24,1	-27,0	-17,6	-7,0	-7,9	-3,3	-6,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,0	-5,1	-3,6	-1,3	-1,4	-0,7	-1,4
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	2,6	3,7	3,6	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,6	1,9	2,5	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-1,4	-0,7	-1,4	-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	4,02	3,91	3,61	3,33
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,78	4,01	3,72	3,43
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,14	4,04	3,98	3,95
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,11	4,09	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.