

## CitiMonthly - Polska

### W skrócie

- W nowym raporcie dokonujemy ponownej znacznej obniżki prognoz wzrostu gospodarczego w Polsce.
- Nasz bazowy scenariusz zakłada w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy restrukturyzację zadłużenia przynajmniej jednego, a prawdopodobnie nawet trzech krajów strefy euro. Przyczyni się to do wyraźnego pogorszenia aktywności w strefie euro, która w 2012 wpadnie w recesję, a gospodarka niemiecka osiągną zaledwie 1% wzrost gospodarczy.
- Wzrost w Polsce w 3Q oraz 4Q ma szansę utrzymać się na przyzwoitym poziomie. Niemniej ze względu na głębokie spowolnienie w Niemczech oraz efekty zarażenia kryzysem strefy euro, spodziewamy się wyhamowania PKB w kraju do poziomu 1,9% r/r w 2012 (wobec 2,9% przed rewizją oraz wobec 3,8% w lipcu).
- Oczekujemy znacznie słabszego wzrostu konsumpcji, wolniejszej odbudowy zapasów oraz niewielkiego spadku inwestycji. Dzięki słabemu złotemu oraz wyhamowaniu popytu krajowego eksport netto będzie miał prawdopodobnie wyraźny dodatni wkład we wzrost PKB.
- W przeciwieństwie do 2009 roku Polsce może być obecnie trudniej zapracować na miano samotnej "zielonej wyspy". Tym razem bowiem rząd nie ma przestrzeni do rozluźnienia polityki fiskalnej, a wręcz będzie zmuszony do ograniczenia deficytu. Słabsza dynamika popytu krajowego najprawdopodobniej przełoży się na wolniejszy od zakładanego wzrost dochodów budżetowych. Szacujemy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego osiągnie 4,0-4,5% PKB w 2012.
- W horyzoncie najbliższych miesięcy nie spodziewamy się obniżek stop procentowych, gdyż RPP najwidoczniej obawia się, że cięcia mogłyby pogłębić deprecjację złotego. Jednak w 2012, gdy oznaki wyhamowania gospodarczego okażą się widoczne, a kurs złotego ustabilizuje się, RPP najprawdopodobniej zdecyduje się na niewielkie cięcia stop (łącznie o 50-75pb w pierwszej połowie przyszłego roku).

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

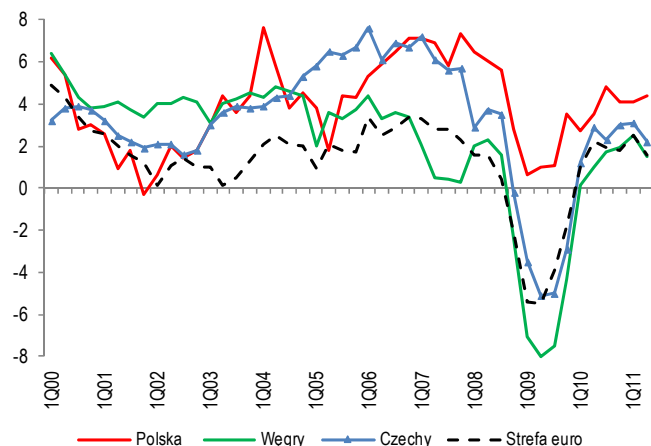
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

---

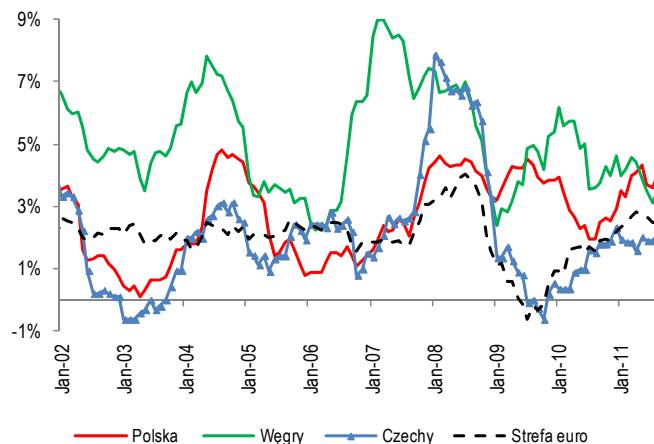
## Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



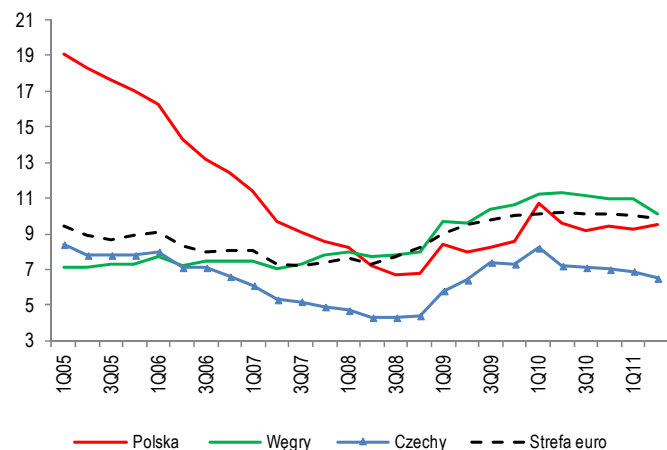
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



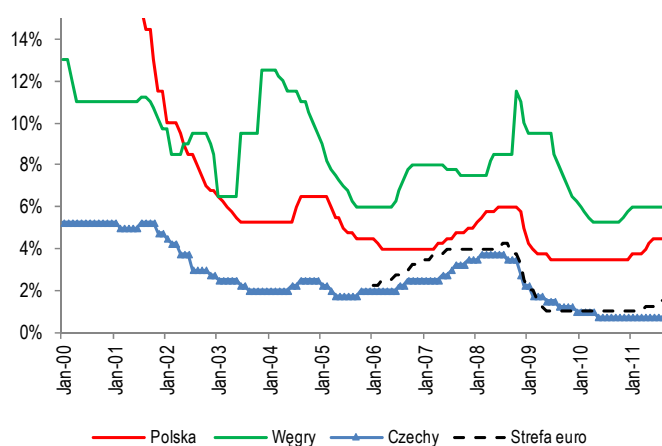
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

|                               | Inflacja   | Stopy procentowe | Saldo budżetu* | Dług publiczny* |
|-------------------------------|------------|------------------|----------------|-----------------|
| Czechy                        | 1,9        | 3,8              | -4,4           | 41,3            |
| Węgry                         | 4,0        | 7,3              | 1,6            | 75,2            |
| Polska                        | 3,3        | 5,9              | -5,8           | 55,4            |
| Rumunia                       | 7,6        | 7,1              | -4,7           | 33,7            |
| <b>Kryterium konwergencji</b> | <b>2,8</b> | <b>7,2</b>       | <b>-3,0</b>    | <b>60,0</b>     |

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. \*prognoza Komisji Europejskiej na rok 2011, przygotowane wiosną 2011.

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.

## Gospodarka w skrócie

### Wyraźne wyhamowanie w kraju

- W nowym raporcie dokonujemy ponownej znacznej obniżki prognoz wzrostu gospodarczego w Polsce.
- Nasz bazowy scenariusz zakłada w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy restrukturyzację zadłużenia przynajmniej jednego, a prawdopodobnie nawet trzech krajów strefy euro. Przyczyni się to do wyraźnego pogorszenia aktywności w strefie euro, która w 2012 wpadnie w recesję, a gospodarka niemiecka osiągną zaledwie 1% wzrost gospodarczy.
- Wzrost w Polsce w 3Q oraz 4Q ma szansę utrzymać się na przyzwoitym poziomie. Niemniej ze względu na głębokie spowolnienie w Niemczech oraz efekty zarażenia kryzysem strefy euro, spodziewamy się wyhamowania PKB w kraju do poziomu 1,9% r/r w 2012 (wobec 2,9% przed rewizją oraz wobec 3,8% w lipcu).

### Strefa euro „na minusie”

Ostatnie tygodnie przyniosły bardzo dynamiczne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarek europejskich. Chociaż na razie największe zaniepokojenie budzi kondycja krajów strefy euro, Polska pozostaje pod silnym wpływem tych wydarzeń. Dlatego punktem wyjścia dla niniejszego raportu jest ostatnia rewizja prognoz analityków Citi zajmujących się strefą euro oraz jej konsekwencje dla polskiej gospodarki. Otóż jak pokazuje tabela 2 wciągu minionych dwóch miesięcy prognozy wzrostu gospodarczego dla krajów siedemnastki zostały obniżone łącznie o 0,3 punktu procentowego dla bieżącego roku oraz o 1,4 punktu dla roku 2012. Co więcej w przypadku Niemiec, które dotychczas okazywały się odporne na zawirowania rynkowe i co do których analitycy Citi byli wyjątkowo optymistyczni, rewizje wyniosły odpowiednio 0,5 oraz 1,5 punktu procentowego.

Tabela 2. Prognozy wzrostu gospodarczego dla wybranych krajów

|                   | 2011 | 2012 | Rewizja prognozy na 2012 rok |
|-------------------|------|------|------------------------------|
| Strefa euro       | 1,6  | -0,2 | -1,4                         |
| Hiszpania         | 0,6  | -0,7 | -0,8                         |
| Francja           | 1,6  | 0,2  | -1,2                         |
| Niemcy            | 3,0  | 1,0  | -1,5                         |
| Stany Zjednoczone | 1,7  | 1,9  | -0,8                         |
| Chiny             | 9,0  | 8,7  | -0,3                         |

Źródło: Prognozy Citi, GEOS, 28 września 2011. Uwaga: Rewizja prognoz dotyczy zmiany w okresie lipiec-wrzesień 2011.

Obecnie nasz podstawowy scenariusz zakłada, że w strefie euro w ciągu dwunastu miesięcy może dojść do restrukturyzacji zadłużenia trzech gospodarek – przede wszystkim Grecji, a następnie również Irlandii oraz Portugalii. Mieszanka bardzo wysokiego poziomu długu, rozczarowująco słabych perspektyw wzrostu oraz braku poparcia społecznego dla głębokich reform oznacza, że restrukturyzacja długu Grecji jest tylko kwestią (niezbyt długiego) czasu. Naszym zdaniem MFW

oraz Komisja Europejska zapewne wyrażą zgodę na wypłatę kolejnej transzy pomocy, która pozwoli dotrzeć Grecji do grudnia, tak aby uzyskać czas na stworzenie mechanizmów chroniących inne kraje strefy euro przed efektem zarażenia. Niemniej po tym okresie spodziewamy się, że Grecja ostatecznie zdecyduje się na restrukturyzację długu, co może nastąpić pod koniec br. lub na początku 2012. Według szacunków Citi, jeżeli restrukturyzacja miałaby polegać na obniżeniu długu do poziomu zgodnego z limitem Paktu Stabilności i Wzrostu (60% PKB), odpisy musiałyby zostać około 67% całości zadłużenia Grecji. W obliczeniach tych przyjmujemy, że dług wobec MFW zostanie uznany w całości, a odpisy będą dotyczyły wszystkich pozostałych wierzycieli, włączając EBC oraz kraje strefy euro<sup>1</sup>.

**W obliczu nakreślonych powyżej wydarzeń, łagodniejszego traktowania domagać się mogą rządy oraz społeczeństwa Portugalii oraz Irlandii,** które dotychczas wykazywały się daleko idącą współpracą z tzw. Trojką (Komisja Europejska, MFW, EBC), a nie mogły liczyć na tak pobłażliwe traktowanie jak Grecja. Trudno nam bowiem sobie wyobrazić sytuację w której kraje te mogłyby godzić się na dalsze i boleśniejsze zaciskanie pasa, dostrzegając jednocześnie, że Grecji „darowane” jest około 60% długu. Dlatego spodziewamy się, że po ogłoszeniu „niewypłacalności” Grecji społeczeństwo portugalskie i/lub irlandzkie wymusi na elitach politycznych rezygnację z pogłębiania reform i zdecyduje się na restrukturyzację.

## Konsekwencje restrukturyzacji

**Naszym zdaniem sam fakt, że Grecja lub inny kraj peryferyjny nie będzie regulował swoich zobowiązań zgodnie z planem nie musi bynajmniej oznaczać rozpadu strefy euro.** Wyjście Grecji z unii walutowej byłoby bardzo bolesne przede wszystkim dla Grecji, gdyż najprawdopodobniej doprowadziłoby do załamania systemu finansowego, głębszej oraz dłuższej niż obecnie recesji, a także mogłoby i tak oznaczać konieczność wprowadzania reform fiskalnych zbliżonych do tych wymaganych przez Trojkę. Wyjście Grecji ze strefy euro nie jest również w interesie pozostałych krajów UE, gdyż zapoczątkowałoby spekulacje na temat wyjścia Portugalii, Irlandii, a możliwe, że również Hiszpanii oraz Włoch. Oznaczałoby to ogromne straty dla europejskich banków oraz EBC, który jest posiadaczem papierów skarbowych krajów peryferyjnych. Dlatego oczekujemy, że zarówno Grecja, jak i kraje Unii Europejskiej będą dążyć do utrzymania unii walutowej w obecnym składzie, starając się uniknąć jej rozpadu.

**Restrukturyzacja długu Grecji, nawet jeżeli nie będzie jej towarzyszyć wyjście ze strefy euro, najprawdopodobniej doprowadzi do znacznego osłabienia aktywności w strefie euro.** Po pierwsze związana z tym niepewność może doprowadzić do ponownego wstrzymania aktywności inwestycyjnej w Europie Zachodniej. Ponadto, straty banków posiadających obligacje greckie mogą doprowadzić do wyraźnego zmniejszenia aktywności kredytowej oraz większej awersji do ryzyka. Do tego dochodzi spadek popytu krajowego w krajach peryferyjnych, który zaważy na eksporcie z krajów „centrum” strefy euro, w tym Niemiec oraz

---

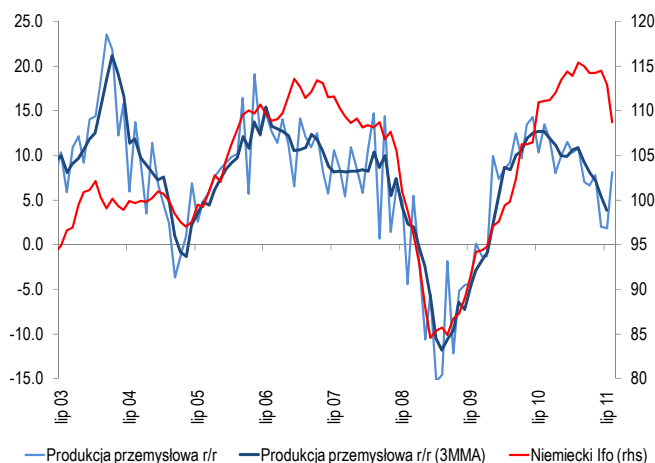
<sup>1</sup> Więcej na temat oczekiwań Citi odnośnie sytuacji w strefie euro: *Euro Weekly: Debt Restructuring Better Early Than Late*, 23 września 2011.

Francji. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w 2012 roku strefa euro wejdzie w recesję, a jej PKB spadnie o 0,2% r/r.

## Polska u progu głębszego spowolnienia

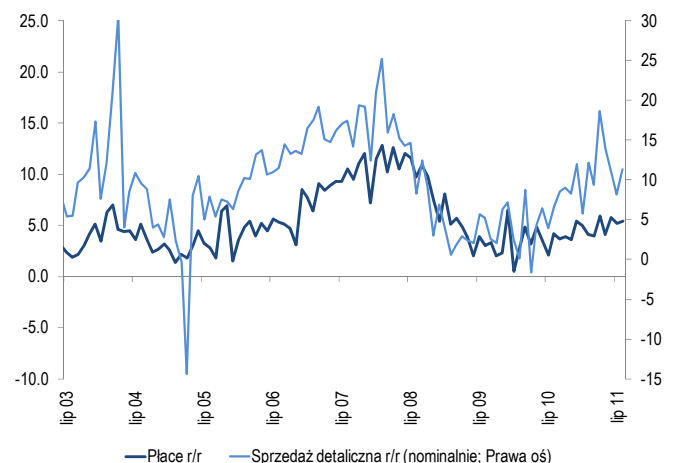
W naszej ocenie większość krajowych analiz wydaje się przywiązywać zbyt małą wagę do tego, jak bardzo wydarzenia w strefie euro zmieniają rzeczywistość, w której znalazła się Polska oraz inne kraje środkowoeuropejskie. Dane, które były publikowane w ostatnich tygodniach sugerują, że polska gospodarka jest rzeczywiście w niezłej kondycji. Co prawda lipiec przyniósł rozczarowujące wyniki produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej, jednak zostały one zrekompensowane przez lepsze dane z sierpnia. Naszym zdaniem należy jednak odróżnić obecną dobrą sytuację (oraz to, że może ona utrzymać się przez najbliższe 2-3 miesiące) od zdecydowanie gorszych perspektyw wzrostu w 2012 roku. Część komentatorów obecnej sytuacji w kraju najwidoczniej przyzwyczaiła się do idei jakoby Polska była „zieloną wyspą” Europy i była odporna na szoki zewnętrzne. Przekonanie to wynika z wyjątkowo dobrej kondycji polskiej gospodarki w 2009 roku, kiedy okazała się ona jedyną gospodarką w UE, która uniknęła recesji. Nie zgadzamy się z tym poglądem i poniżej przedstawiamy sposób, w jaki postrzegamy ryzyko przeniesienia niekorzystnych szoków ze strefy euro do Polski. Ponadto, przedstawiamy argumenty świadczące o tym, że tym razem (w przeciwieństwie do 2009 roku) Polska najprawdopodobniej relatywnie silniej odczuje efekty wydarzeń w strefie euro.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa w Polsce (r/r) oraz Ifo



Źródło: GUS, Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 6. Sprzedaż detaliczna oraz nominalne płace (r/r)

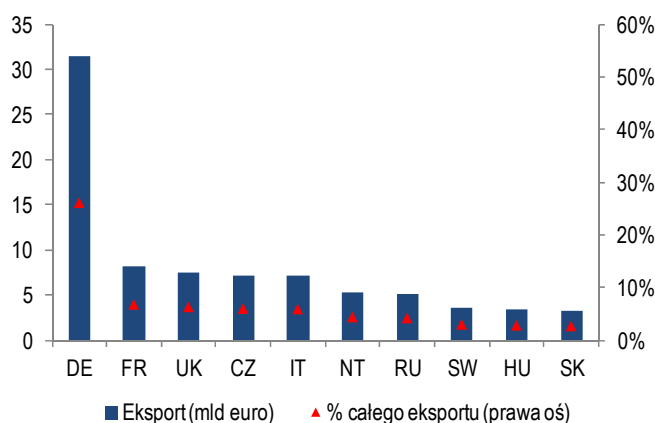


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Po pierwsze, co wydaje się już już niemal oczywiste, szoki zewnętrzne mogą wywierać wpływ na polską gospodarkę poprzez powiązania eksportowe. Do strefy euro trafia bowiem ponad połowa krajowego eksportu, a największym partnerem handlowym Polski są Niemcy (Wykres 7). Z tego względu recesja w strefie euro i głębokie spowolnienie w Niemczech doprowadzą zapewne do wyraźnego wyhamowania – o ile nie spadku – eksportu. Co prawda Polska jest bardziej zamkniętą gospodarką niż inne kraje regionu i przez to może być mniej wrażliwa na zmiany eksportu, jednak nie oznacza to zupełnej niewrażliwości. Według naszych szacunków spowolnienie w Niemczech o 1 pp może oznaczać

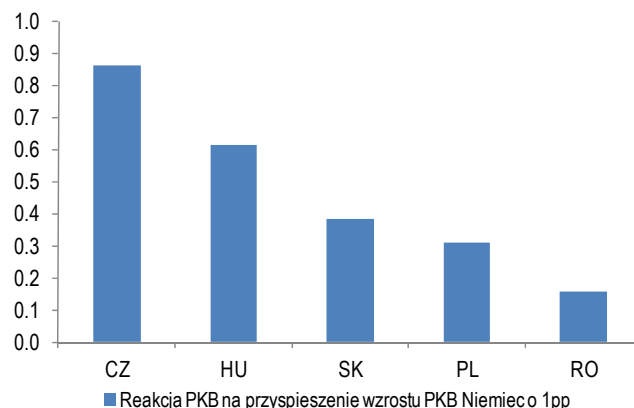
redukcję dynamiki wzrostu PKB o około 0,2-0,3 pp<sup>2</sup>. Zapewne czynnikiem łagodzącym wpływ spowolnienia zagranicą na Polskę może być obecne osłabienie złotego, zwiększające konkurencyjność polskich eksporterów. Według naszej ankiety przeprowadzonej wśród eksporterów środkowoeuropejskich, polskie firmy mają największą przewagę w postaci osłabienia złotego w relacji do kursu zapewniającego opłacalność sprzedaży zagranicznej<sup>3</sup>. Mając tego świadomość nie można jednak zapominać, że z punktu widzenia aktywności polskich firm zdecydowanie ważniejsze od kursu jest kształtowanie się popytu na polskie produkty, a w tym przypadku już zdecydowanie trudniej o pozytywne niespodzianki.

Wykres 7. Największe rynki eksportowe dla polskich firm



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Obniżka ścieżki PKB Niemiec o 1 punkt sugeruje redukcję prognoz PKB dla Polski o 0,3p.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

**Chociaż żaden z krajów strefy euro nie ogłosił jeszcze swojej upadłości nastroje przedsiębiorców oraz inwestorów uległy bardzo wyraźnemu pogorszeniu.** Biorąc pod uwagę, że oczekiwania są jednym z najważniejszych wyznaczników działalności inwestycyjnej można przypuszczać, że tak duża niepewność ograniczy dynamikę nakładów na środki trwałe w kolejnych kwartałach. Taka reakcja wydaje się jak najbardziej racjonalna jeżeli weźmie się pod uwagę, że wolniejsze perspektywy w strefie euro poddają w wątpliwość zasadność dalszego znacznego rozbudowywania mocy produkcyjnych. Biorąc pod uwagę, że obecnie stopień wykorzystania mocy produkcyjnych kształtuje się w pobliżu długoterminowej średniej, opóźnianie nowych projektów i poczekanie na spadek wykorzystania mocy wydaje się optymalną strategią. O ile podczas spowolnienia 2008-2009 inwestycje spadły od szczytu do dna o 5,1%, tym razem zakładamy, że spadek wyniesie około 3,5%<sup>4</sup>. Przyczyniać się do tego powinno zarówno spowolnienie w nakładach sektora prywatnego, jak i stopniowe wygaszanie inwestycji publicznych w związku z zacieśnieniem fiskalnym.

**Najbliższe kwartały mogą przynieść wyraźniejsze spowolnienie w wydatkach konsumentów.** Niepewność dotycząca wzrostu w kraju oraz wolniejsza dynamika PKB w Niemczech najprawdopodobniej doprowadzą

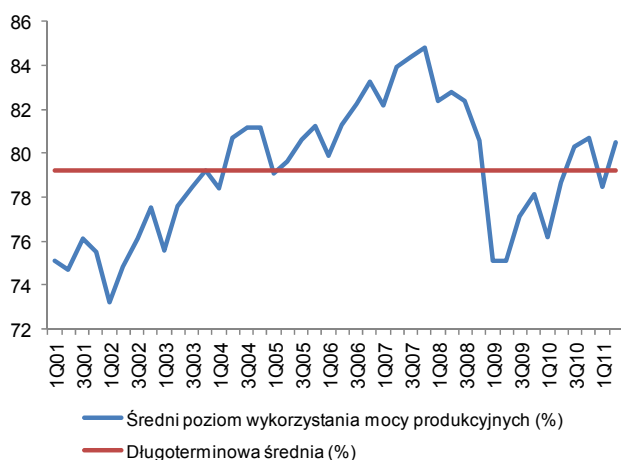
<sup>2</sup> Więcej na ten temat w raporcie: "Who Will Get Hit If Germany Slows Down?", 22 marca 2011.

<sup>3</sup> „Weak Currencies to Delay Rate Cuts”, 16 września 2011.

<sup>4</sup> Zakładane przez nas zmiany inwestycji wydają się relatywnie optymistyczne, szczególnie w porównaniu z 16,7% spadkiem inwestycji podczas załamania inwestycyjnego rozpoczętego w 2000 roku.

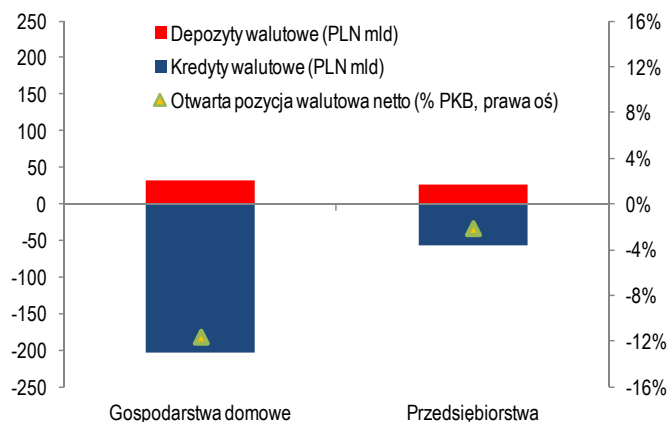
do stabilizacji lub niewielkiej redukcji zatrudnienia przez polskie przedsiębiorstwa. Według naszych szacunków zatrudnienie wzrośnie w całym przyszłym roku o około 0,7%, a więc wyraźnie wolniej niż ponad 3% w 2011. Mniejsza konkurencja o pracowników, rosnąca aktywność zawodowa oraz gorsze wyniki finansowe firm zapewne przyczynią się do osłabienia realnego wzrostu płac do tylko nieco powyżej 0,5% r/r. W takich warunkach utrzymanie niezmięionej dynamiki konsumpcji wymagałoby ze strony gospodarstw domowych większego sięgnięcia po kredyt lub ograniczenia oszczędności. Oba rozwiązania wydają się nam mało prawdopodobne, a przynajmniej nie w skali wystarczającej, aby zapewnić przyzwoity wzrost konsumpcji.

Wykres 9. Wykorzystanie mocy produkcyjnych



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Otwarta pozycja walutowa w bilansach gospodarstw domowych oraz firm



Źródło: NBP, GUS, Szacunki Citi Handlowy

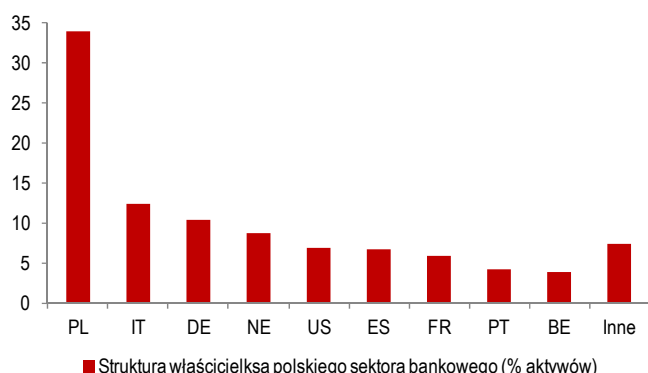
**Dodatkowy czynnikiem ciążącym na konsumpcji będzie osłabienie złotego oraz spadki cen aktywów, w tym akcji.** Ze względu na zadłużenie gospodarstw domowych w obcej walucie (w tym przede wszystkim w CHF) zmiany kursu walutowego wpływają na wysokość miesięcznych rat kredytowych, a przez to również na budżet gospodarstw domowych. Ponieważ niedopasowanie walutowe w budżetach gospodarstw domowych (Wykres 10) zapewne nie zniknie w najbliższej przyszłości, czynnik ten będzie miał znaczenie również w kolejnych latach. Szacujemy, że odnotowane w ciągu ostatniego półrocza osłabienie złotego o około 20% wobec CHF ograniczy konsumpcję o około 0,2 pp (szacunek ten obejmuje przede wszystkim wpływ słabszego złotego na poziom rat spłacanych przez gospodarstwa domowe i może niedoszacowywać negatywnego efektu „bogactwa” związanego ze wzrostem wartości zobowiązań walutowych). Dodatkowo, przyjmując krańcową skłonność do konsumpcji z aktywów finansowych na poziomie 0,04<sup>5</sup>, negatywny efekt „bogactwa” związany ze spadkami na giełdach może sięgnąć 0,1 pp (według rachunków finansowych NBP w I kwartale gospodarstwa domowe posiadały akcje notowane o wartości około 55,5 mld zł oraz udziały w funduszach inwestycyjnych warte 80,2 mld zł). Szacujemy, że łącznie z tytułu pogorszenia sytuacji na rynku pracy, negatywnego efektu bogactwa

<sup>5</sup> Szacunki skłonności do konsumpcji z aktywów finansowych w Polsce i innych krajach zostały przedstawione między innymi w: Zachłód-Jelec M. (2010) „*Interrelations between consumption and wealth in Poland*”, Ministerstwo Finansów; Sousa R. (2009) „*Wealth effect on consumption. Evidence from the Euro Area*” ECB Working Paper No. 1050.

oraz słabszego złotego konsumpcja indywidualna wzrosła o około 1,5-2,0 punktu procentowego wolniej niż oczekiwaliśmy dwa miesiące wcześniej.

**Ponadto, zdecydowana większość polskiego sektora bankowego jest własnością instytucji europejskich (Wykres 11).** Oznacza to, że chociaż polskie banki nie posiadają istotnej bezpośredniej ekspozycji na aktywa krajów peryferyjnych, wydarzenia w Grecji mogą przełożyć się na ich aktywność w kraju w sposób pośredni (jeżeli ucierpią banki-matki w strefie euro). W szczególności mogłyby one doprowadzić do mniejszego apetytu na ryzyko wśród krajowych instytucji, przekładając się na zacieśnienie polityki kredytowej dla firm oraz gospodarstw domowych. Z drugiej strony sytuacja kapitałowa banków jest zdecydowanie lepsza niż w 2008 roku a bank centralny jest lepiej przygotowany do zapewnienia wsparcia płynnościowego i dzięki temu zagrożenie kryzysem bankowym jest niewielkie. Oznacza to, że główny kanał transmisji szoków przez sektor finansowy byłby związany z osłabieniem aktywności kredytowej, a nie kryzysem sektora bankowego.

Wykres 11. Struktura właścicielska sektora bankowego Polsce



Źródło: KNF, Citi Handlowy

Wykres 12. Zmiany deficytu sektora rządowego i samorządowego w Europie Środkowej (% PKB, 2007-2010)

|          | Saldo sektora rządowego i samorządowego |      |        | Saldo pierwotne |      |        |
|----------|-----------------------------------------|------|--------|-----------------|------|--------|
|          | 2007                                    | 2010 | Zmiana | 2007            | 2010 | Zmiana |
| Bulgaria | 1.1                                     | -3.2 | -4.3   | 2.3             | -2.6 | -4.9   |
| Czechy   | -0.7                                    | -4.7 | -4.0   | 0.5             | -3.3 | -3.8   |
| Polska   | -1.9                                    | -7.9 | -6.0   | 0.4             | -5.2 | -5.6   |
| Rumunia  | -2.6                                    | -6.4 | -3.8   | -1.9            | -4.9 | -3.0   |
| Węgry    | -5.0                                    | -4.2 | 0.8    | -0.9            | -0.1 | 0.8    |

Źródło: NBP, Citi Handlowy

## 2012 to wbrew pozorom nie 2009

Otwartą kwestią pozostaje jak silne będzie wyhamowanie wzrostu w kraju w odpowiedzi na szoki zewnętrzne. Zdajemy sobie sprawę, że w 2009 roku pomimo wielu pesymistycznych prognoz polska gospodarka radziła sobie bardzo dobrze, zapracowując na miano „zielonej wyspy” Europy. Naszym zdaniem jednak to co było możliwe w 2009 roku będzie zdecydowanie trudniejsze do powtórzenia w najbliższych kwartałach. Dostrzegamy dwa czynniki, które dwa lata temu pozwoliły Polsce osiągnąć wzrost w sytuacji, gdy kraje strefy euro były pogrążone w recesji. Po pierwsze wówczas doszło do gwałtownego osłabienia złotego, a kurs EUR/PLN wzrósł w ciągu kilku miesięcy z 3,20 do 4,90. Po drugie, wzrost gospodarczy wynikał w 2009 roku z rozluźnienia polityki fiskalnej, w rezultacie czego deficyt sektora rządowego i samorządowego wzrósł o 6 punktów do poziomu 7,9% w 2010 roku.

Naszym zdaniem tym razem polskie władze mają bardzo ograniczone pole manewru aby wspierać gospodarkę. Ze względu na wysoki poziom długu publicznego nie tylko nie mogą pozwolić sobie na znaczne osłabienie złotego i dalszy wzrost deficytu, lecz wręcz muszą zaciskać politykę fiskalną w sytuacji spowolnienia. Oznacza to, że polityka fiskalna

nie tylko nie będzie wsparciem, lecz wręcz może przyczyniać się do osłabienia wzrostu w kraju. Przyjmując realistyczne założenia dotyczące mnożników fiskalnych, planowane na 2012 rok zacieśnienie fiskalne może odjąć ze wzrostu PKB przynajmniej 0,6 punktu procentowego. Biorąc pod uwagę, że następuje ono w sytuacji globalnego spowolnienia, rzeczywisty efekt może być nawet silniejszy. Co więcej, ze względu na relatywnie wysoki poziom długu publicznego, który niebezpiecznie zbliża się do drugiego progu ostrożnościowego na poziomie 55% PKB, rząd nie może łatwo odstąpić od planu zacieśnienia polityki fiskalnej.

**Tabela 2. Nowe prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski**

|                                    | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------------|------|------|------|
| Wzrost PKB (% r/r)                 | 3,8  | 3,8  | 1,9  |
| Popyt krajowy                      | 4,0  | 3,5  | 0,5  |
| Konsumpcja indywidualna            | 3,2  | 3,2  | 2,0  |
| Nakłady inwestycyjne               | -2,0 | 5,7  | -0,8 |
| Kontrybucja eksportu netto (w pp.) | -0,2 | 0,3  | 1,4  |

Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy.

**Właśnie z tego względu oczekujemy, że Polska tym razem nie będzie w stanie wykazać się aż tak dużą odpornością na szoki zewnętrzne,** jak można byłoby wnioskować z prognoz rynkowych, a tym bardziej z przewidywań resortu finansów. Oczekujemy, że dynamika wzrostu PKB utrzyma się na wciąż relatywnie wysokim poziomie w 3Q 2011, a do głębszego spowolnienia dojdzie najprawdopodobniej dopiero na przełomie 2011 oraz 2012 roku. Według naszych prognoz wzrost PKB może wyhamować w przyszłym roku do około 1,9% r/r, przede wszystkim pod wpływem spowolnienia inwestycji (zarówno prywatnych, jak i publicznych) oraz osłabienia dynamiki konsumpcji. Po bardzo wyraźnym wzroście zapasów w pierwszej połowie 2011 roku, spodziewamy się również, że w przyszłym roku zmiany w tej kategorii będą miały negatywną kontrybucję do wzrostu. Czynnikiem, który będzie wsparciem dla PKB może okazać się poprawa bilansu handlowego związana z głębszym wyhamowaniem importu w reakcji na słabego złotego oraz znaczne osłabienie popytu krajowego.

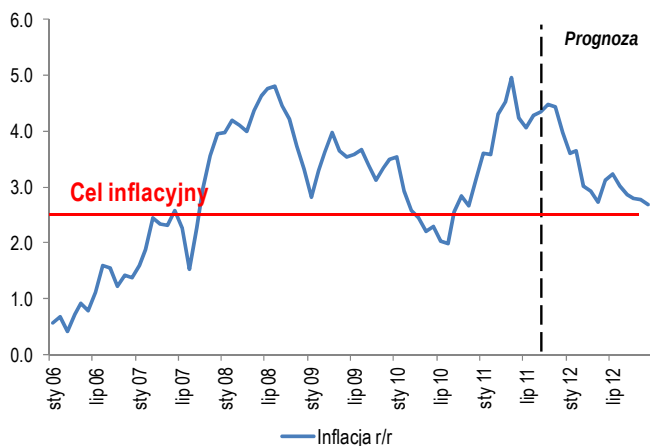
**Należy podkreślić, że nasza nowa prognoza wzrostu PKB na poziomie 1,9% jest porównywalna z wynikiem osiągniętym w 2009 roku.** Niemniej tym razem wyraźne spowolnienie w kraju następuje w obliczu mniej głębokiego niż w 2009 roku załamania w strefie euro. Podatność Polski na zawirowania zewnętrzne objawia się właśnie tym, że dwa lata temu na każdy jeden punkt procentowy spowolnienia w Niemczech (między 2007 i 2009) przypadało około 0,6 punktu spowolnienia w Polsce. Tym razem oczekujemy, że wzrost w Polsce wyhamuje o 0,7 na każdy punkt procentowy wyhamowania w Niemczech.

## **Perspektywy inflacji oraz stóp procentowych**

**W porównaniu z poprzednimi prognozami obecnie oczekujemy nieco wyższej inflacji w krótkim okresie oraz jej szybkiego spadku w kierunku celu 2,5% w 2012.** Wyższa dynamika cen w najbliższych kilku miesiącach to efekt przede wszystkim osłabienia złotego zarówno wobec euro, jak i (a może przede wszystkim) wobec dolara. Czynniki te powinny pozwolić utrzymać CPI powyżej lub blisko poziomu 4% do końca roku. W efekcie wysokiej bazy odniesienia oraz słabszej dynamiki cen surowców inflacja powinna jednak zmierzać w kierunku niższych poziomów, a spadek ten w 2012 powinien okazać się szybszy od wcześniejszych przewidywań.

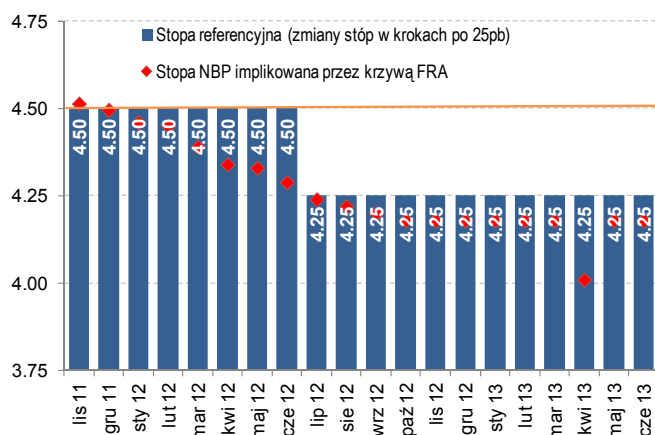
Znaczne pogorszenie się perspektyw wzrostu w kraju sprawiło, że rynek finansowy szybko przeszedł od oczekiwań na podwyżki do oczekiwań na obniżki stóp procentowych w kraju. Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach RPP nie zdecyduje się na redukcję stóp. Odnotowane w ciągu ostatnich dwóch miesięcy osłabienie PLN to nic innego jak wyraźne rozluźnienie polityki monetarnej, stanowiące wsparcie dla polskiej gospodarki. Jeżeli wierzyć publicznym wypowiedziom części członków RPP, najwidoczniej część z nich obawia się, że dodatkowe obniżki mogą przedłużyć okres utrzymywania się inflacji powyżej celu. Przypuszczamy, że wielu członków RPP zapewne zdecydowanie bardziej niepokoi się, że obniżki mogłyby nasilić trend deprecjacyjny złotego wraz z wszystkimi jego negatywnymi konsekwencjami dla stabilności finansowej. O takim a nie innym rozkładzie priorytetów świadczy choćby fakt, że we wrześniu bank centralny zdecydował się zainterweniować na rynku walutowym.

Wykres 13. Prognozy inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. Ścieżka stóp procentowych wyceniana przez rynek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

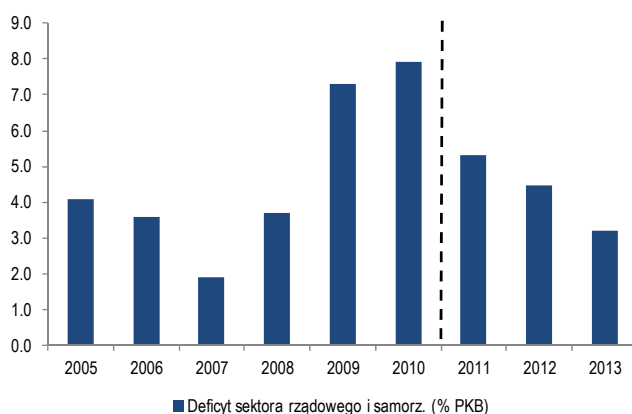
Niemniej naszym zdaniem szanse na obniżki stóp procentowych wzrosną w sytuacji gdy zmniejszy się zagrożenie osłabieniem waluty, a nasila się obawy o perspektywę wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem takie warunki mogą pojawić się w pierwszej połowie przyszłego roku, szczególnie, że wówczas stopy procentowe może obniżyć również Europejski Bank Centralny (EBC). Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w 2Q 2012 RPP zdecyduje się na obniżki stóp w skali porównywalnej do EBC, a więc o około 50pb (do poziomu 4%).

## Wyzwania polityki fiskalnej

**Dzięki wyższej inflacji oraz relatywnie silnemu wzrostowi gospodarczemu w 2011 roku deficyt budżetowy może okazać się wyraźnie niższy od wcześniejszych prognoz.** Zakładając, że w ostatnim kwartale roku nie dojdzie do gwałtownego załamania aktywności deficyt budżetu wyniesie zaledwie około 25 mld zł, podczas gdy deficyt sektora rządowego i samorządowego spadnie do około 5,3% PKB (wobec pierwotnych rządowych planów na poziomie 5,6%). Zdecydowanie większym wyzwaniem będzie utrzymanie deficytu w ryzach w 2012 roku. Wprowadzone dotychczas działania fiskalne (m.in. podwyżka VAT, ograniczenie transferów do OFE, zmiany w systemie wcześniejszych emerytur) powinny pomóc ograniczyć deficyt w fiskalny w nadchodzącym

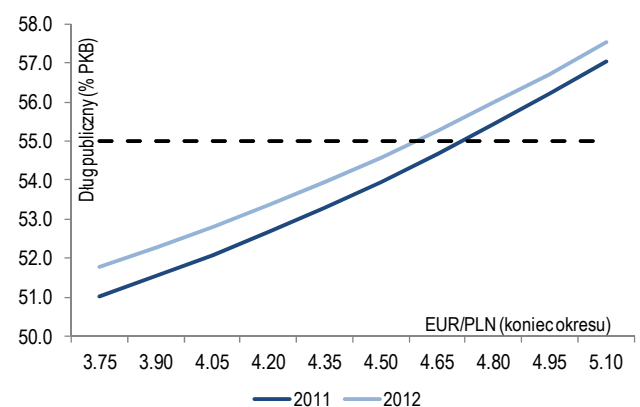
roku. Jednak naszym zdaniem osiągnięcie wyznaczonego przez ministra finansów celu na poziomie 3% PKB w 2012 roku jest nierealne. Słabszy wzrost gospodarczy najprawdopodobniej przyczyni się do wolniejszego od zakładanego wzrostu dochodów budżetowych w przyszłym roku. Dodatkowo, sama struktura PKB wydaje się szczególnie niekorzystna z punktu widzenia sytuacji fiskalnej, gdyż spowolnienie PKB będzie wynikało z wyraźnego osłabienia popytu krajowego, przy jednoczesnej poprawie salda handlu zagranicznego. Według naszych szacunków, deficyt sektora rządowego i samorządowego w 2012 roku wyniesie 4,0-4,5% PKB, wobec 3% oficjalnie planowanych przez resort finansów.

Wykres 15. Prognoza deficytu fiskalnego (sektor rządowy i samorządowy, % PKB)



Źródło: Eurostat, prognozy Citi Handlowy

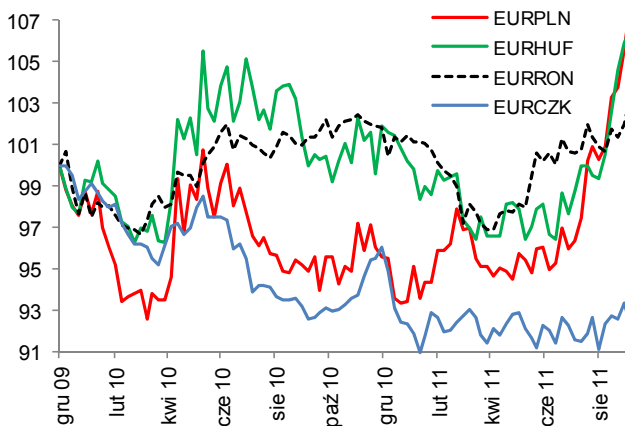
Wykres 16. Zależność długu publicznego od poziomu kursu walutowego



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

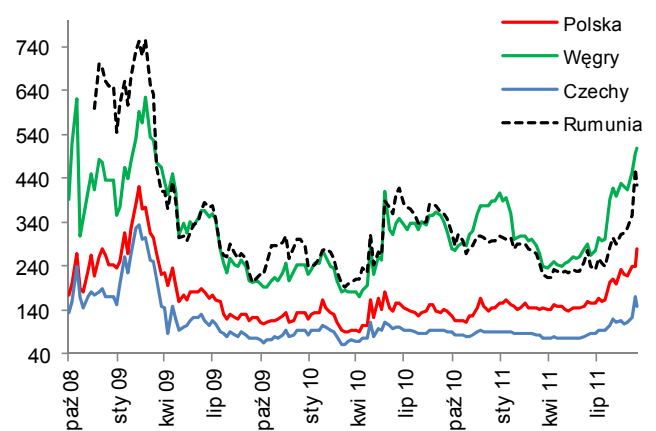
**Deficyt na poziomie bliskim 4,5% PKB nie powinien przeszkodzić w utrzymaniu długu publicznego poniżej 55% PKB w 2012 roku.** Dlatego w naszym podstawowym scenariuszu oczekujemy, że Ministerstwo Finansów nie będzie zmuszone do gwałtownego i pospiesznego zacieśnienia fiskalnego. Mimo to spodziewamy się, że resort będzie dążył do umiarkowanego zaciskania polityki fiskalnej, po to aby zwiększyć bufor bezpieczeństwa między bieżącym poziomem długu a poziomem 55%. W przeciwnym razie nawet umiarkowane osłabienie złotego z obecnych poziomów groziłoby przekroczeniem drugiego progu ostrożnościowego. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że na początku przyszłego roku polskie władze ostatecznie będą musiały przedstawić dodatkowe działania fiskalne odpowiadające około 1% PKB.

Wykres 17. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



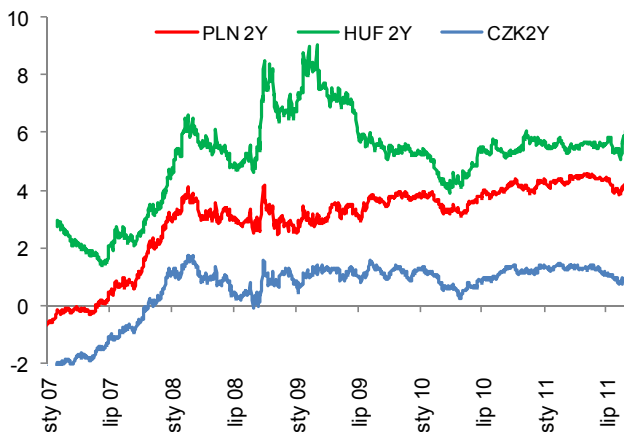
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Stawki CDS (5-letnie)



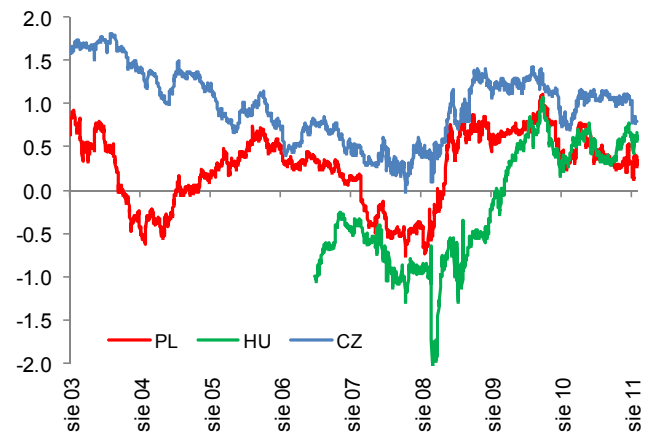
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



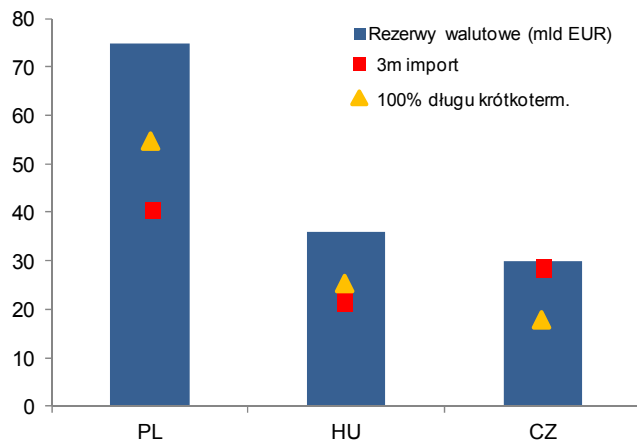
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



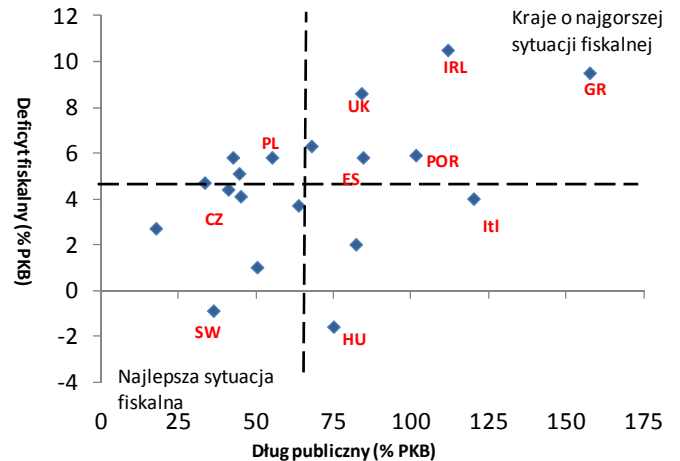
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 21. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 22. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)

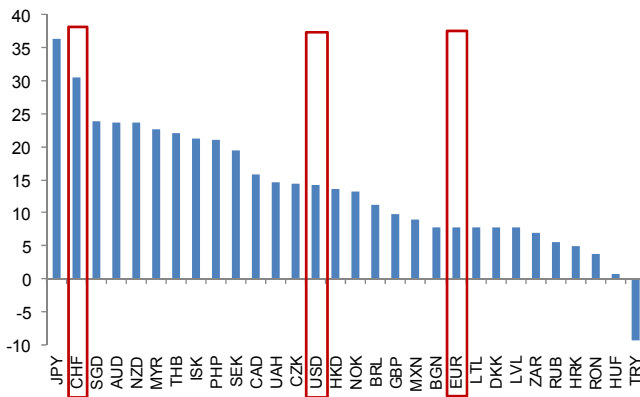


Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

## Złoty pozostanie pod presją

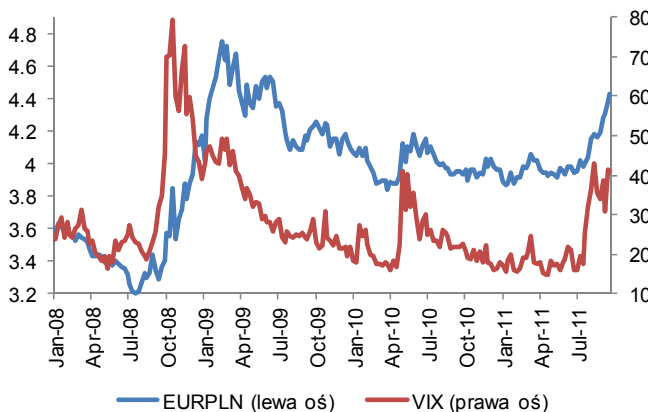
**Restrukturyzacja długu krajów peryferyjnych strefy euro będzie ograniczać apetyt na ryzyko w kolejnych kwartałach i będzie wywierać presję na euro i złotego.** W najbliższych miesiącach apetyty na ryzyko będzie wciąż wrażliwy na sytuację fiskalną w strefie euro i może się nasilać w momentach restrukturyzacji zadłużenia wybranych peryferyjnych krajów strefy euro, tj dla Grecji na przełomie roku (grudzień/styczeń) a dla Portugalii i Irlandii w ciągu przyszłego roku. Restrukturyzacja długu oraz konsekwencje dla banków wierzycieli tych krajów będą naszym zdaniem przyczyniały się do utrzymania awersji do ryzyka na podwyższonym poziomie, co będzie wywierało presję na złotego w kolejnych miesiącach. Osłabieniu PLN będzie towarzyszyć oczekiwane przez nas umocnienie dolara wobec euro w kolejnych miesiącach w stronę 1,25.

Wykres 23. W 2011 r. złoty osłabił się do większości walut G10 i EM (% zmiana od początku 2011 roku)



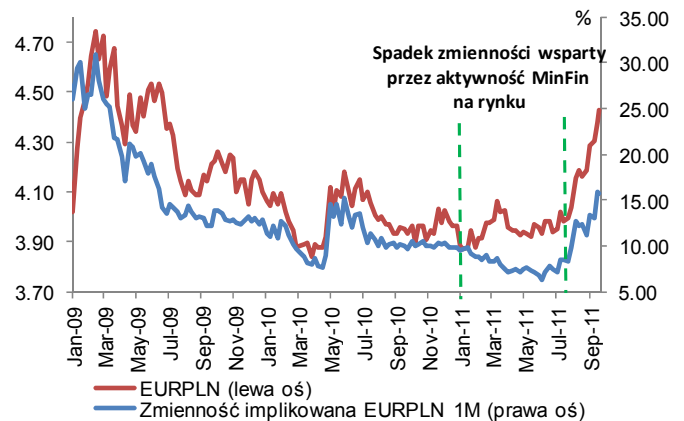
Źródło: Reuters

Wykres 25. EUR/PLN wrażliwy na wahania apetytu na ryzyko (EUR/PLN vs. indeks zmienności S&P 500 - VIX).



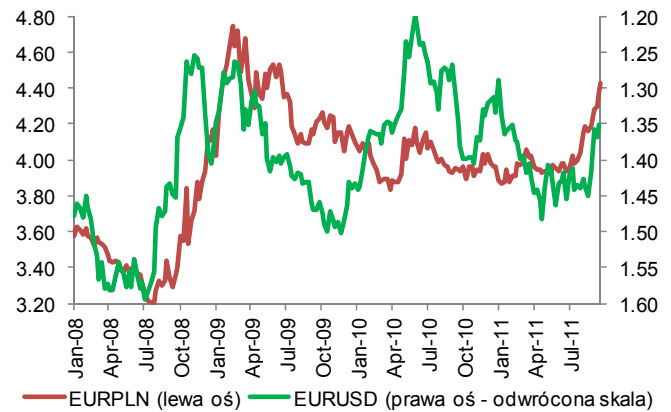
Źródło: Reuters

Wykres 24. Zmienność złotego pomogły ograniczyć przejściowo quasi-interwencje Ministerstwa Finansów



Źródło: Reuters

Wykres 26. EUR/PLN vs. EUR/USD

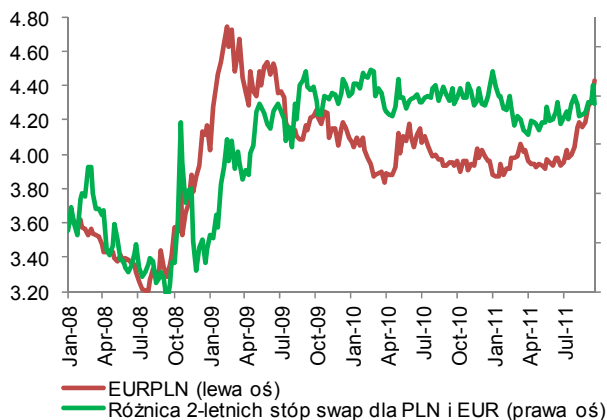


Źródło: Reuters

**Złoty będzie pod negatywnym wpływem słabych danych z gospodarki** Sądzymy, że spowolnienie gospodarcze w Polsce będzie głębsze niż wskazuje mediana prognoz rynkowych, co także negatywnie wpłynie na złotego.

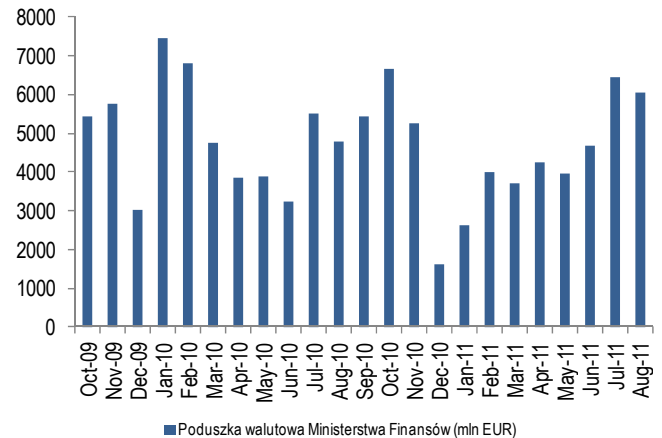
**Krajowej walucie nie pomogą także oczekiwane przez nas obniżki stóp procentowych w przyszłym roku.** Zakładamy, że w przyszłym roku redukcja stóp banku centralnego nastąpi w podobnej skali jak w przypadku EBC, czyli o 50 pb. Tym samym dysparytet stóp procentowych wobec euro nie powinien ulec zmianie. Jednak niższe nominalne stopy oraz niższy dysparytet stóp wobec innych głównych walut (dolar, frank szwajcarski, jen) powinien negatywnie przekładać się na krajową walutę.

Wykres 27. Korelacja kursu EUR/PLN i różnicy stóp procentowych w Polsce i strefie euro



Źródło: Reuters

Wykres 28. Min Fin może wymienić do 6 mld € w celu umocnienia złotego



Źródło: Reuters

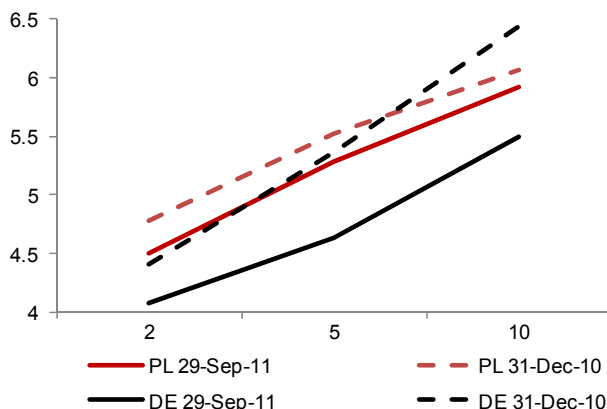
**Słabsze warunki dla prywatyzacji negatywnym czynnikiem dla złotego.** Pewnym wsparciem dla złotego mogłyby być transakcje prywatyzacji i zakup udziałów w polskich spółkach przez inwestorów zagranicznych. Jednak w ostatnich tygodniach warunki na rynkach finansowych istotnie się pogorszyły, co sprawia, że realizacja części procesów prywatyzacyjnych stanęła pod znakiem zapytania. Część prywatyzacji zaplanowana na ten rok została odłożona w czasie przez Ministerstwo Skarbu a ich realizacja będzie zależała w dużym stopniu od poprawy nastrojów na rynkach finansowych.

**Kurs EUR/PLN może być blisko 4,35 na koniec tego roku zgodnie z prognozą Ministerstwa Finansów.** Mimo negatywnych czynników dla złotego prognoza Ministerstwa Finansów dla EUR/PLN na poziomie 4,35 na koniec tego roku może się zrealizować. Naszym zdaniem resort finansów utrzyma do końca roku wysoką poduszkę walutową (ok. 6-7 mld €) i będzie skłonny wymienić znaczną ilość walut, aby zabezpieczyć kurs EUR/PLN na stosunkowo niskim poziomie. Jednocześnie wydaje się jednak, że resort finansów byłby usatysfakcjonowany poziomem 4,35 dla EUR/PLN, gdyż jest to poziom gwarantujący relację długu do PKB poniżej kluczowego poziomu 55%. W przypadku gdyby resort finansów nie był w stanie wystarczająco wpłynąć na zbyt gwałtownie słabnącą walutę wówczas naszym zdaniem na ponowną interwencję mógłby zdecydować się bank centralny.

## Spodziewamy się dalszego osłabienia obligacji

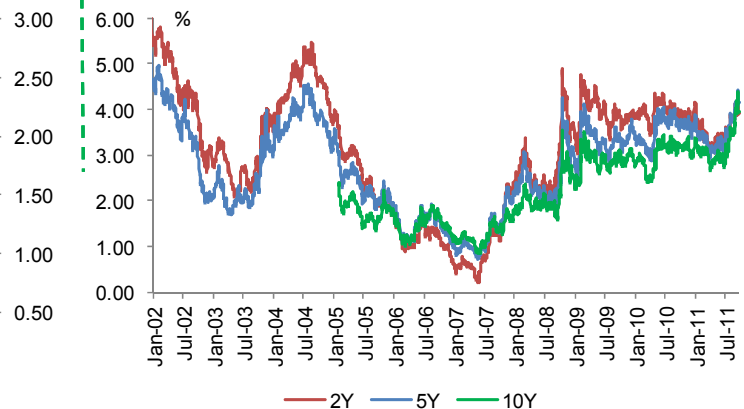
Sądzymy, że w najbliższych miesiącach powinno dojść do dalszego wystromienia krzywej rentowności za sprawą awersji do ryzyka i oczekiwań na obniżki stóp. Oczekujemy, że wsparciem dla krótkiego końca krzywej powinny być oczekiwania na obniżki stóp procentowych, czemu towarzyszyć powinna spadająca inflacja. Długi koniec może znaleźć się pod presją w związku z głębszym od oczekiwań spowolnieniem gospodarczym i możliwymi trudnościami w obniżaniu deficytu fiskalnego. Stratedzy Citi spodziewają się dalszego obniżenia krzywej rentowności niemieckich obligacji za sprawą obniżek stóp procentowych przez EBC i wypłaszczenia krzywej rentowności do końca I kwartału 2012 r., m.in. za sprawą słabych danych z gospodarki oraz ucieczki do bezpiecznych aktywów. Naszym zdaniem ruch na krzywej obligacji niemieckich może częściowo działać kierunku niższych stóp procentowych w kraju, jednak przypuszczamy, że odwrót do bezpiecznych aktywów powinien skutkować odwrotną reakcją krajowej krzywej rentowności, tj. wystromieniem krzywej i wzrostem spreadu 10-letnich krajowych obligacji wobec 10-letnich Bundów. W drugiej połowie przyszłego roku, po przeprowadzeniu restrukturyzacji długu krajów euro nastroje na rynkach światowych mogą zacząć się poprawiać i oczekiwanym wzrostem rentowności i wystromieniu krzywej w Niemczech może towarzyszyć wzrost rentowności i wypłaszczenie krzywej krajowych obligacji.

Wykres 29. Krzywa obligacji polskich i niemieckich



Źródło: Reuters

Wykres 30. Różnica w rentownościach obligacji polskich i niemieckich

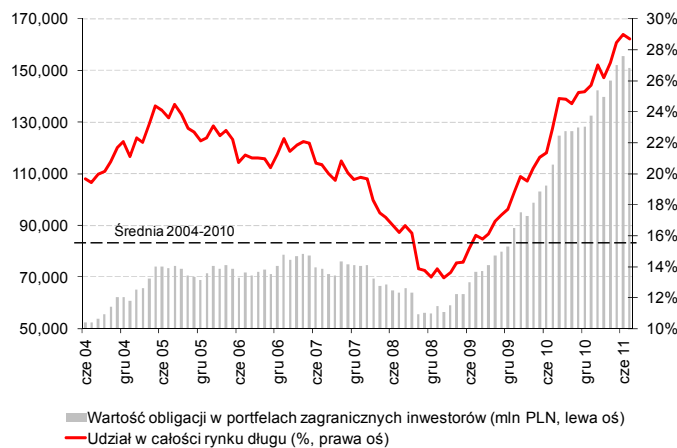


Źródło: Reuters

**Czynnikiem ryzyka dla rynku długu jest wysoki udział inwestorów zagranicznych w krajowym rynku.** Od końca 2008 r. wartość portfeli inwestorów zagranicznych wzrosła o ok. 90 mld zł do ok. 150 mld zł. Natomiast udział inwestorów zagranicznych w rynku krajowych obligacji wzrósł do ok. 29% z 13%. W przypadku słabszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego i wolniejszej redukcji deficytu fiskalnego niż prognozuje to obecnie minister finansów mogłyby pojawić się negatywne komentarze ze strony agencji ratingowych. Biorąc pod uwagę ostatnie raporty agencji o Polsce i sugestie, że mogłaby pojawić się presja na rating w przypadku braku konsolidacji fiskalnej, ostatnie miesiące tego roku a także przyszły rok mogą przebiegać pod znakiem zwiększonych obaw o rating Polski. Poza tym w reakcji na restrukturyzację długu kilku krajów peryferyjnych strefy euro wierzyciele (głównie banki ze strefy euro) mogą zdecydować

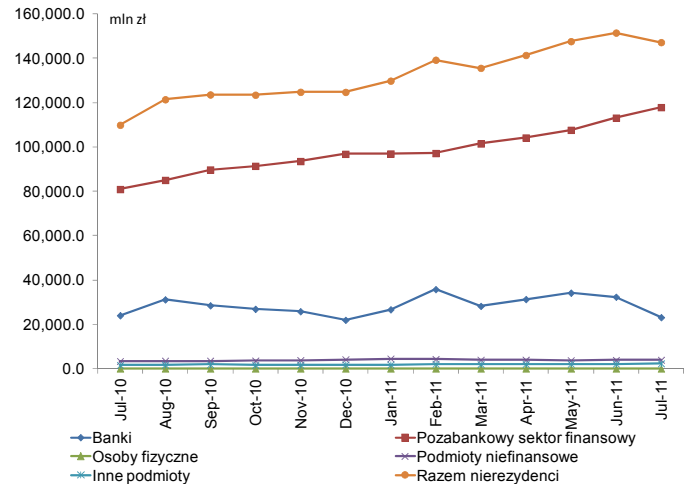
się na ograniczenie ryzyka i sprzedaż części aktywów. W związku z tym uciepieć mogłyby także krajowe obligacje.

**Wykres 31. Znaczący przyrost portfela obligacji krajowych inwestorów zagranicznych.**



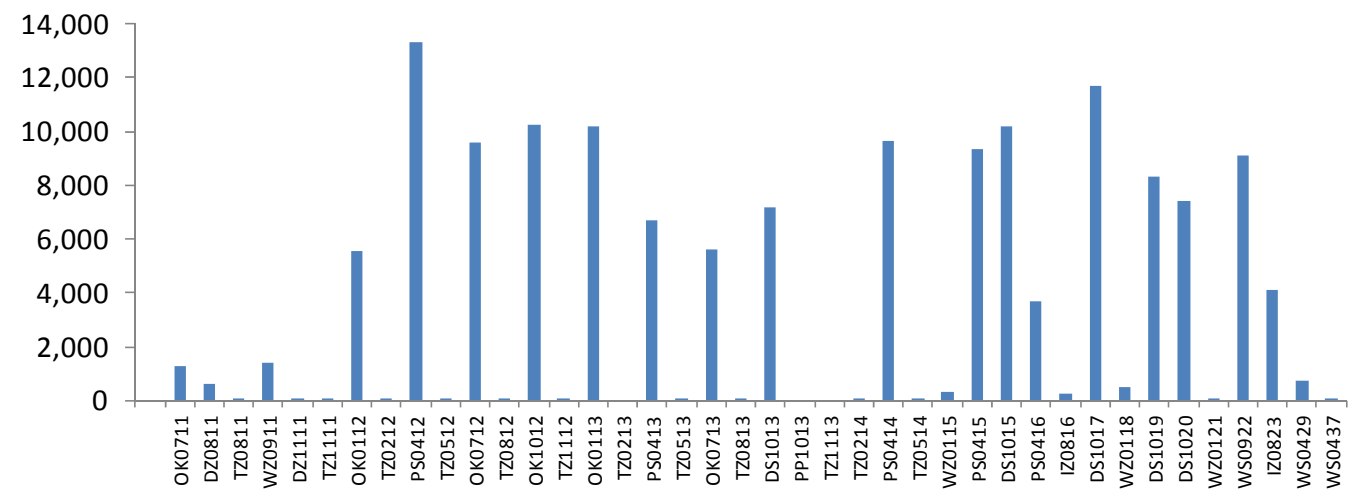
Źródło: Ministerstwo Finansów

**Wykres 32. Historia wartości portfeli inwestorów zagranicznych na krajowym rynku papierów skarbowych**



Źródło: Ministerstwo Finansów

**Wykres 33. Struktura obligacji skarbowych w portfelach inwestorów zagranicznych (wg stanu na koniec lipca 2011 r.)**



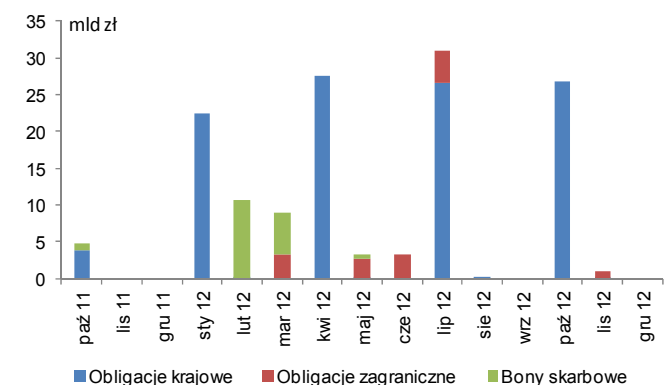
Źródło: Ministerstwo Finansów

**Wykres 34. Potrzeby pożyczkowe.**

|                                     | 2010  | 2011P | 2012P |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|
| Potrzeby pożyczkowe netto (mld zł)  | 65.4  | 35.7  | 47.3  |
| Potrzeby pożyczkowe brutto (mld zł) | 193.5 | 144.9 | 175.5 |

Źródło: Ministerstwo Finansów.

**Wykres 35. Profil zapadalności papierów skarbowych.**



Źródło: Ministerstwo Finansów

**Negatywnym czynnikiem dla rynku długu jest wzrost potrzeb pożyczkowych w 2012 r.** Przyszły rok będzie trudny z punktu widzenia sfinansowania potrzeb pożyczkowych. Po pierwsze w przyszłym roku wartość zapadalnych obligacji jest znacznie większa niż w 2011 r. Ponadto potrzeby pożyczkowe netto będą również wyższe, co przełoży się na wzrost potrzeb pożyczkowych brutto aż o ok. 30 mld zł w porównaniu do roku obecnego. Ponadto trudne warunki rynkowe mogą sprawić, że Ministerstwo Skarbu może mieć większe trudności z realizacją przyszłorocznych planów prywatyzacyjnych, z których przychody są szacowane na 10 mld zł.

**Wciąż stosunkowo dobre fundamenty w porównaniu do innych krajów UE, ryzyko interwencji Ministerstwa Finansów na rynkach obligacji i złotego oraz możliwe dalsze spadki stóp na rynkach bazowych są czynnikami ryzyka dla scenariusza wzrostu rentowności.** Wsparciem dla krajowych obligacji powinny być wciąż stosunkowo wysoki wzrost gospodarczy i niska relacja długu do PKB w porównaniu do innych krajów UE. Choć sytuacja wyjściowa przed spowolnieniem nie jest tak dobra jak w 2008 r. to wciąż jest stosunkowo lepsza w porównaniu do wielu innych krajów UE. Pozytywne aspekty polskiej gospodarki dostrzegali inwestorzy zagraniczni w ostatnich 3 latach. Jednocześnie na międzynarodowych rynkach finansowych utrzymuje się duża nadpłynność, co powinno wspierać krajowy rynek. Warto zwrócić uwagę też na fakt, że od 2008 r. co miesiąc inwestorzy zagraniczni „real money” powiększali portfel krajowych obligacji. Jedynie zagraniczne banki decydowały się na sprzedaż netto obligacji w kilku okresach. Poza tym ryzykiem dla naszego scenariusza wystromienia krzywej szczególnie pod koniec roku byłyby kolejne interwencyjne zakupy obligacji przez resort finansów/BGK oraz ewentualne umocnienie złotego pod koniec roku.

## Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

| POLSKA - Dane historyczne              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
|----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
|                                        | 2010   |        |        |        |        | 2011   |        |        |        |        |        |        |      |
|                                        | VIII   | IX     | X      | XI     | XII    | I      | II     | III    | IV     | V      | VI     | VII    | VIII |
| Strefa Realna                          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Produkcja przemysłowa (% r/r)          | 13.5   | 11.8   | 8.0    | 10.0   | 11.5   | 10.3   | 10.7   | 7.0    | 6.6    | 7.8    | 2.0    | 1.8    | 8.1  |
| Produkcja przemysłowa (% m/m)          | -1.8   | 13.2   | -1.6   | -1.4   | -4.1   | -6.4   | 3.5    | 15.3   | -9.4   | 2.7    | 1.1    | -6.0   | 4.3  |
| Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)       | 14.3   | 13.3   | 9.3    | 11.8   | 14.3   | 11.4   | 11.3   | 7.5    | 7.2    | 8.2    | 1.9    | 2.3    | 9.3  |
| Prod. budowlano-montażowa (% r/r)      | 8.4    | 13.4   | 9.4    | 14.2   | 12.3   | 11.0   | 18.7   | 24.2   | 15.6   | 23.9   | 17.0   | 16.4   | 10.8 |
| Sprzedaż detaliczna (% r/r)            | 6.6    | 8.6    | 9.0    | 8.3    | 12.0   | 5.8    | 12.2   | 9.4    | 18.6   | 13.8   | 10.9   | 8.2    | 11.3 |
| Stopa bezrobocia (%)                   | 11.4   | 11.5   | 11.5   | 11.7   | 12.3   | 13.0   | 13.2   | 13.1   | 12.6   | 12.2   | 11.8   | 11.7   | 11.6 |
| Zatrudnienie - przeds. (% r/r)         | 1.6    | 1.8    | 2.1    | 2.2    | 2.4    | 3.8    | 4.1    | 4.0    | 3.9    | 3.6    | 3.6    | 3.3    | 3.1  |
| Ceny                                   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Inflacja (% r/r)                       | 2.0    | 2.5    | 2.8    | 2.7    | 3.1    | 3.6    | 3.6    | 4.3    | 4.5    | 5.0    | 4.2    | 4.1    | 4.3  |
| Inflacja (% m/m)                       | -0.4   | 0.6    | 0.5    | 0.1    | 0.4    | 1.2    | 0.2    | 0.9    | 0.5    | 0.6    | -0.4   | -0.3   | 0.0  |
| Wskaźnik cen producentów (% r/r)       | 4.0    | 4.3    | 3.9    | 4.7    | 6.2    | 6.2    | 7.5    | 9.5    | 8.8    | 6.3    | 5.6    | 5.9    | 6.6  |
| Wskaźnik cen producentów (% m/m)       | -0.2   | 0.1    | 0.0    | 0.4    | 1.2    | 0.4    | 1.2    | 1.6    | 0.7    | -0.3   | 0.3    | 0.4    | 0.4  |
| Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r) | 4.2    | 3.7    | 3.9    | 3.6    | 5.4    | 5.0    | 4.1    | 4.0    | 5.9    | 4.1    | 5.8    | 5.2    | 5.4  |
| Przepływy zagraniczne                  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR)      | -1,785 | -1,486 | -1,264 | -2,538 | -1,865 | -1,526 | -760   | -1,089 | -988   | 32     | -1,596 | -1,611 | -    |
| Saldo obrotów bieżących (%PKB)         | -4.1   | -4.3   | -4.3   | -4.3   | -4.5   | -4.5   | -4.7   | -4.7   | -4.7   | -4.4   | -4.5   | -4.4   | -    |
| Saldo obr. towarowych (mln EUR)        | -1014  | -459   | -644   | -1363  | -1228  | -576   | -794   | -531   | -1004  | -965   | -1065  | -1200  | -    |
| Eksport f.o.b. (mln EUR)               | 9,758  | 11,311 | 11,477 | 10,804 | 9,700  | 10,627 | 10,969 | 11,834 | 11,334 | 12,047 | 11,888 | 10,721 | -    |
| Eksport (% r/r)                        | 25.0   | 18.5   | 18.8   | 16.3   | 18.2   | 25.0   | 17.7   | 11.4   | 12.3   | 19.8   | 11.3   | 5.5    | -    |
| Import f.o.b. (mln EUR)                | 10,772 | 11,770 | 12,121 | 12,167 | 10,928 | 11,203 | 11,763 | 12,365 | 12,338 | 13,012 | 12,953 | 11,921 | -    |
| Import (% r/r)                         | 27.1   | 20.5   | 18.7   | 24.8   | 23.7   | 27.9   | 21.9   | 9.1    | 16.6   | 20.8   | 15.0   | 8.7    | -    |
| Strefa monetarna*                      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r)             | 9.4    | 8.9    | 6.4    | 9.1    | 8.8    | -1.9   | 8.3    | 10.9   | 9.4    | 7.7    | 7.2    | 7.4    | 8.8  |
| Depozyty gospod. domowych (% r/r)      | 10.0   | 9.8    | 10.1   | 10.2   | 9.8    | 0.6    | 9.7    | 10.8   | 11.3   | 9.8    | 9.2    | 9.8    | 10.6 |
| Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)       | 15.2   | 12.6   | 13.3   | 10.9   | 9.9    | -7.3   | 8.9    | 7.3    | 9.2    | 8.2    | 5.5    | 6.1    | 7.2  |
| Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)     | 15.5   | 12.4   | 10.0   | 14.4   | 14.0   | -0.8   | 13.7   | 13.3   | 12.4   | 12.2   | 9.4    | 13.7   | 12.1 |
| Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)        | -2.5   | -3.2   | -2.4   | -1.1   | -0.9   | 0.7    | 0.4    | 3.6    | 5.8    | 5.4    | 6.4    | 9.1    | 9.6  |
| Rynki finansowe                        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Stopa referencyjna (koniec mies.)      | 3.50   | 3.50   | 3.50   | 3.50   | 3.50   | 3.75   | 3.75   | 3.75   | 4.00   | 4.25   | 4.50   | 4.50   | 4.50 |
| WIBOR 3M (średnio)                     | 3.81   | 3.82   | 3.83   | 3.85   | 3.92   | 4.01   | 4.10   | 4.18   | 4.27   | 4.38   | 4.57   | 4.70   | 4.71 |
| WIBOR 3M (koniec okresu)               | 3.81   | 3.84   | 3.85   | 3.88   | 3.95   | 4.09   | 4.15   | 4.19   | 4.30   | 4.45   | 4.69   | 4.70   | 4.72 |
| Bony 52 tyg. (koniec mies.)            | 4.01   | 4.00   | 4.11   | 4.06   | 4.04   | 4.29   | 4.51   | 4.46   | 4.54   | 4.58   | 4.64   | 4.62   | 4.56 |
| Obligacje 2-letnie (koniec mies.)      | 4.68   | 4.71   | 4.75   | 4.87   | 4.78   | 5.00   | 5.10   | 5.06   | 5.03   | 4.92   | 4.89   | 4.76   | 4.49 |
| Obligacje 5-letnie (koniec mies.)      | 5.20   | 5.22   | 5.34   | 5.52   | 5.52   | 5.71   | 5.78   | 5.73   | 5.77   | 5.49   | 5.42   | 5.32   | 5.16 |
| EUR/PLN (koniec okresu)                | 4.00   | 3.99   | 3.99   | 4.07   | 3.96   | 3.89   | 3.91   | 4.01   | 3.94   | 3.96   | 3.99   | 4.01   | 4.14 |
| USD/PLN (koniec okresu)                | 3.16   | 2.93   | 2.89   | 3.13   | 2.96   | 2.91   | 2.87   | 2.82   | 2.65   | 2.75   | 2.75   | 2.81   | 2.87 |
| EUR/USD (koniec okresu)                | 1.27   | 1.36   | 1.38   | 1.30   | 1.34   | 1.34   | 1.36   | 1.42   | 1.49   | 1.44   | 1.45   | 1.43   | 1.44 |
| Wskaźniki fiskalne                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Def. budżetowy kum. (mld PLN)          | 36.9   | 39.5   | 41.8   | 42.5   | 44.6   | 2.8    | 14.3   | 17.3   | 21.6   | 23.7   | 20.4   | 21.1   | 20.7 |
| Def. budżetowy kum. (% planu)          | 70.7   | 75.7   | 80.1   | 81.4   | 85.4   | 6.9    | 35.9   | 43.1   | 53.8   | 59.0   | 50.7   | 52.5   | 51.6 |

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                                | 2005  | 2006  | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011P  | 2012P  |
|------------------------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>                 |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                        | 304   | 342   | 426    | 533    | 433    | 469    | 492    | 465    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)     | 983   | 1,060 | 1,175  | 1,273  | 1,344  | 1,413  | 1,526  | 1,601  |
| PKB per capita (USD)                           | 7,970 | 8,970 | 11,168 | 13,982 | 11,332 | 12,274 | 12,899 | 12,179 |
| Populacja (mln)                                | 38.2  | 38.1  | 38.1   | 38.1   | 38.2   | 38.2   | 38.1   | 38.1   |
| Stopa bezrobocia (%)                           | 18.2  | 14.9  | 11.2   | 9.5    | 11.9   | 12.0   | 12.1   | 12.7   |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>                   |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                      | 3.6   | 6.2   | 6.7    | 5.1    | 1.7    | 3.8    | 3.8    | 1.9    |
| Inwestycje (% r/r)                             | 6.5   | 14.9  | 17.6   | 9.6    | -1.1   | -2.0   | 5.7    | -0.8   |
| Konsumpcja (% r/r)                             | 2.7   | 5.2   | 4.7    | 6.1    | 2.0    | 3.3    | 2.5    | 1.5    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)                | 2.1   | 5.0   | 5.0    | 5.7    | 2.1    | 3.2    | 3.2    | 2.0    |
| Eksport (% r/r)                                | 8.0   | 14.6  | 9.1    | 7.1    | -6.8   | 10.2   | 5.2    | 1.4    |
| Import (% r/r)                                 | 4.7   | 17.3  | 10.9   | 8.0    | -12.4  | 10.7   | 4.8    | -1.8   |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>                 |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                           | 0.5   | 1.4   | 4.0    | 3.3    | 3.5    | 3.2    | 4.0    | 2.7    |
| Inflacja CPI (% średnia)                       | 2.1   | 1.1   | 2.5    | 4.5    | 3.5    | 2.7    | 4.2    | 3.0    |
| Płace nominalne (% r/r)                        | 3.2   | 5.0   | 9.3    | 10.3   | 4.4    | 3.6    | 5.1    | 3.6    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)       | 4.50  | 4.00  | 5.00   | 5.00   | 3.50   | 3.50   | 4.50   | 4.00   |
| WIBOR1M, (% koniec okresu)                     | 4.40  | 3.96  | 5.37   | 5.41   | 3.56   | 3.46   | 4.62   | 4.12   |
| Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu) | 5.01  | 4.98  | 6.11   | 5.34   | 5.91   | 6.07   | 6.40   | 6.10   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                        | 3.26  | 2.90  | 2.45   | 3.00   | 2.87   | 2.95   | 3.37   | 3.33   |
| USD/PLN (Średnia)                              | 3.23  | 3.10  | 2.76   | 2.39   | 3.11   | 3.01   | 3.00   | 3.49   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                        | 3.86  | 3.83  | 3.58   | 4.17   | 4.11   | 3.96   | 4.35   | 4.19   |
| EUR/PLN (Średnia)                              | 4.03  | 3.89  | 3.78   | 3.52   | 4.33   | 3.99   | 4.14   | 4.41   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>              |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                               | -3.7  | -9.4  | -20.3  | -25.5  | -9.7   | -21.0  | -21.4  | -15.7  |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)                | -1.2  | -2.7  | -4.7   | -4.8   | -2.2   | -4.5   | -4.4   | -3.4   |
| Saldo handlu zagranicznego                     | -2.8  | -7.0  | -17.1  | -26.0  | -4.3   | -11.4  | -12.5  | -7.1   |
| Eksport                                        | 96.5  | 117.4 | 145.3  | 178.7  | 142.1  | 162.3  | 190.2  | 178.4  |
| Import                                         | 99.2  | 124.5 | 162.4  | 204.7  | 146.4  | 173.7  | 202.7  | 185.5  |
| Saldo usług                                    | 0.7   | 0.7   | 4.8    | 5.0    | 4.8    | 3.5    | 4.3    | 4.8    |
| Saldo dochodów                                 | -6.7  | -9.7  | -16.4  | -12.8  | -16.6  | -16.7  | -18.1  | -17.8  |
| Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto      | 7.0   | 10.7  | 18.0   | 10.3   | 8.8    | 3.4    | 11.0   | 12.0   |
| Rezerwy międzynarodowe                         | 42.2  | 48.2  | 54.6   | 57.2   | 69.7   | 81.4   | 97.0   | 102.0  |
| Amortyzacja                                    | 30.1  | 23.5  | 30.2   | 32.4   | 24.6   | 32.1   | 40.7   | 41.6   |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>               |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)      | -4.1  | -3.6  | -1.9   | -3.6   | -7.2   | -7.9   | -5.3   | -4.5   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicznych   | -1.3  | -1.0  | 0.4    | -1.4   | -4.6   | -5.2   | -2.4   | -1.5   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)            | 47.5  | 47.8  | 44.9   | 46.9   | 49.8   | 52.8   | 52.9   | 53.4   |
| Dług krajowy                                   | 34.5  | 35.6  | 34.3   | 34.8   | 36.8   | 39.4   | 37.2   | 38.7   |

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

---

**Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki**

|                                          | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P |
|------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Realny wzrost PKB (% r/r)                | 3.8  | 3.8   | 1.9   | 3.4   | 3.5   | 3.4   |
| Inflacja CPI (% średnia)                 | 2.7  | 4.2   | 3.0   | 2.6   | 2.5   | 2.5   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)          | -4.5 | -4.4  | -3.4  | -4.0  | -5.0  | -5.4  |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu) | 3.50 | 4.50  | 4.00  | 4.00  | 5.00  | 5.00  |
| USD/PLN (Koniec okresu)                  | 2.95 | 3.37  | 3.33  | 2.96  | 2.62  | 2.54  |
| USD/PLN (Średnia)                        | 3.01 | 3.00  | 3.49  | 3.10  | 2.72  | 2.59  |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                  | 3.96 | 4.35  | 4.19  | 3.85  | 3.59  | 3.45  |
| EUR/PLN (Średnia)                        | 3.99 | 4.14  | 4.41  | 4.00  | 3.72  | 3.52  |

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

---

---

## Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Analitik Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

**Citi Handlowy**

**Senatorska 16**

**00-923 Warszawa**

**Poland**

**Fax: +48 22-657-76-80**

Teksty dotyczące Polski oraz Węgier są przygotowywane przez Piotra Kalisza oraz Cezarego Chrapka (Warszawa)

Autorem tekstu dotyczącego Czech (w wersji angielskiej) jest Jaromir Sindel (Praga)

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

*Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.*

---