

## CitiMonthly - Polska

### W skrócie

Oczekujemy, że po relatywnie dobrym 2011 r., nowy rok przyniesie wyraźne wyhamowanie aktywności gospodarczej, przyczyniając się do stopniowego pojawienia się ujemnej luki popytowej.

Rząd planuje wprowadzenie istotnych reform fiskalnych/strukturalnych, co powinno pomóc ograniczyć deficyt budżetowy. Zacieśnienie fiskalne będzie jednak pogłębiać skalę spowolnienia, przynajmniej w krótkim horyzoncie.

Z tego względu tym razem dostrzegamy ryzyko, iż tempo wzrostu w kraju okaże się negatywną niespodzianką dla części ośrodków progностycznych. Niemniej uważamy również, że na tle innych krajów EU Polska będzie wciąż radzić sobie całkiem nieźle. Biorąc pod uwagę taki punkt odniesienia, polska gospodarka ma szansę zasłużyć na miano zielonej wyspy.

W obliczu słabszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego, spadku stóp w strefie euro, redukcji inflacji oraz zacieśnienia fiskalnego, Rada Polityki Pieniężnej prawdopodobnie obniży stopy procentowe o 75bp, a więc bardziej niż zakłada konsensus rynkowy.

W przyszłym roku złoty może pozostać pod presją za sprawą utrzymania negatywnych nastrojów na rynkach finansowych w związku z kryzysem zadłużenia strefy euro i spowolnieniem gospodarczym oraz możliwą wyprzedacją aktywów w regionie przez banki europejskie.

Sądzymy, że w drugiej połowie przyszłego roku nastąpi pewne odreagowanie optymizmu na rynkach zagranicznych co pozwoli na umocnienie złotego do 4,25 na koniec 2012 r.

Stosunkowo dobre wyniki gospodarcze relatywnie do innych krajów UE powinny utrzymać zainteresowanie inwestorów zagranicznych „real money” polskim długiem, choć banki obciążone problemami krajów peryferyjnych mogą sprzedawać aktywa w regionie.

Spodziewamy się spadku krótkoterminowych stóp rynkowych wraz z poluzowaniem polityki pieniężnej przez RPP począwszy od II kwartału 2012, o ile nie dojdzie do dalszego znacznego osłabienia złotego.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

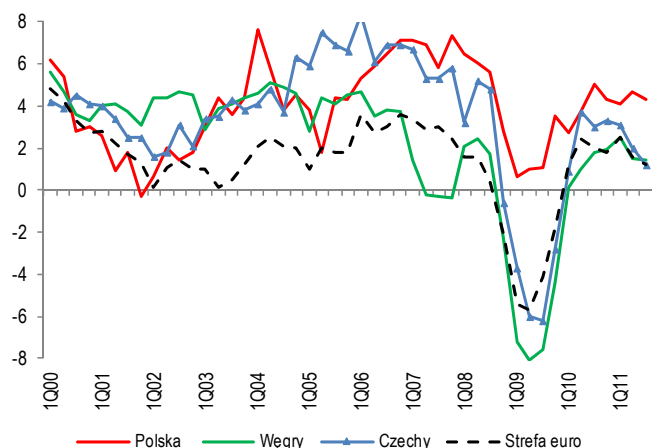
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

---

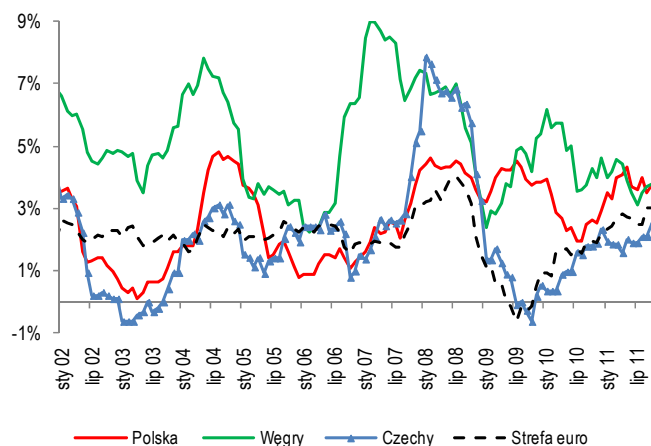
## Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



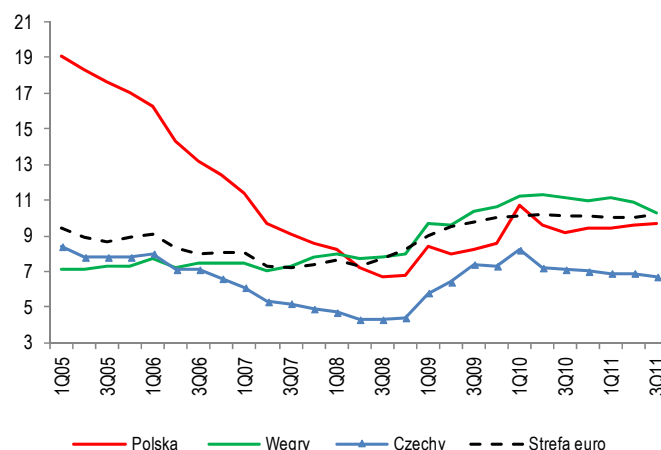
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



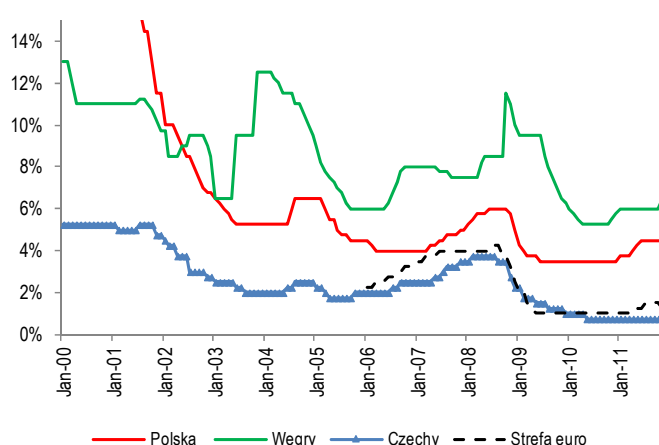
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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                        | 2.0               | 3.7               | -3.8               | 41.9               |
| Węgry                         | 3.9               | 7.5               | -2.8               | 76.5               |
| Polska                        | 3.6               | 6.0               | -4.0               | 57.1               |
| Rumunia                       | 6.6               | 7.2               | -3.7               | 35.8               |
| <b>Kryterium konwergencji</b> | <b><u>3.0</u></b> | <b><u>7.6</u></b> | <b><u>-3.0</u></b> | <b><u>60.0</u></b> |

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. \*prognoza Komisji Europejskiej na rok 2012, przygotowane jesienią 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 u progu 2012 roku

## Zielona Wyspa ver. 2.0?

Oczekujemy, że po relatywnie dobrym 2011 r., nowy rok przyniesie wyraźne wyhamowanie aktywności gospodarczej, przyczyniając się do stopniowego pojawienia się ujemnej luki popytowej.

Rząd planuje wprowadzenie istotnych reform fiskalnych/strukturalnych, co powinno pomóc ograniczyć deficyt budżetowy. Zacieśnienie fiskalne będzie jednak pogłębiać skalę spowolnienia, przynajmniej w krótkim horyzoncie.

Z tego względu tym razem dostrzegamy ryzyko, iż tempo wzrostu w kraju okaże się negatywną niespodzianką dla części ośrodków prognostycznych. Niemniej uważamy również, że na tle innych krajów EU Polska będzie wciąż radzić sobie całkiem nieźle. Biorąc pod uwagę taki punkt odniesienia, polska gospodarka ma szansę zasłużyć na miano zielonej wyspy.

*Ze względu na przełom roku niniejszy raport posiada nieco inną niż zazwyczaj strukturę. Po pierwsze przedstawiamy w nim krótkie podsumowanie wydarzeń w 2011 roku. Po drugie, prezentujemy trzy najważniejsze tematy przewodnie, które w naszej ocenie mogą okazać się kluczowe w 2012 roku. Czytelnicy, którzy nie są zainteresowani opisem wydarzeń 2011 roku mogą pominąć poniższą sekcję i przejść bezpośrednio do strony 5.*

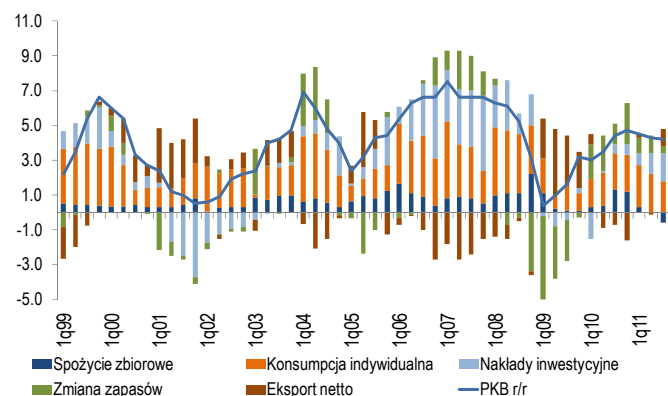
## Odporni na szoki zewnętrzne

**Zgodnie z oczekiwaniami formułowanymi rok temu, 2011 rzeczywiście przyniósł relatywnie silny wzrost popytu krajowego oraz PKB.** Według naszych obecnych szacunków wzrost PKB w 2011 roku może sięgnąć około 4,0-4,2%, co oznacza poprawę w stosunku do 3,8% w 2010. Tak dobry wynik może zaskakiwać, szczególnie w obliczu znacznego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro borykającej się z kryzysem. Było to możliwe dzięki rozpędzonemu popytowi krajowemu, zarówno pod postacią konsumpcji indywidualnej jak i nakładów inwestycyjnych. Co prawda sytuacja na rynku pracy zaczęła się powoli pogarszać i w trakcie roku wzrost zatrudnienia wyhamował z 4,1% r/r w lutym do 2,5% w październiku, jednak dzięki wysokiemu punktowi startowemu wzrost konsumpcji w całym roku powinien sięgnąć 3,2% r/r. Tak jak sygnalizowaliśmy w analogicznym raporcie pod koniec 2010 roku, miniony rok przyniósł wyraźne ożywienie dynamiki inwestycji, między innymi dzięki poprawie w nakładach sektora prywatnego. Oznaki spowolnienia w konsumpcji, eksporcie oraz produkcji przemysłowej ujawniły się dopiero pod koniec roku, jednak wciąż były wyraźnie mniejsze niż w przypadku krajów strefy euro.

**Ożywienie gospodarcze, wzrosty cen na światowych rynkach żywności i wreszcie osłabienie złotego przyczyniły się do wyraźnego wzrostu inflacji w 2011 roku.** W listopadzie wskaźnik CPI wyniósł 4,8% r/r, a tym samym wyraźnie przekraczał zarówno poziom celu inflacyjnego RPP (2,5%), jak i górną granicę przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu (1,5-3,5%). W obliczu zagrożeń inflacyjnych Rada Polityki Pieniężnej rozpoczęła proces zacieśnienia monetarnego,

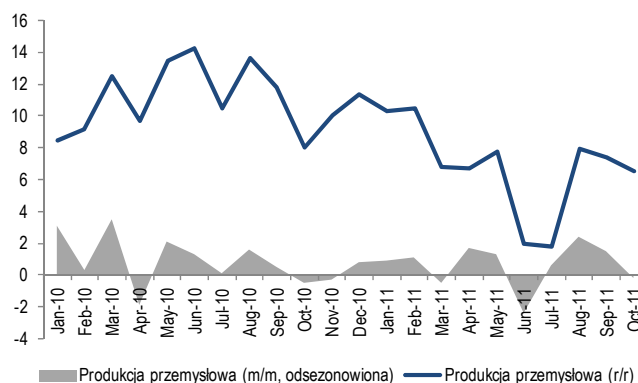
porzucając swoje wcześniejsze obawy przed tym, że podwyżki mogłyby doprowadzić do nadmiernego napływu kapitału zagranicznego do Polski. W rezultacie stopa referencyjna NBP została podniesiona czterokrotnie, łącznie o jeden punkt procentowy do poziomu 4,50%. Proces zacieśnienia monetarnego został jednak zatrzymany w drugiej połowie roku, do czego przyczyniło się między innymi pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie.

Wykres 5. Wzrost PKB (% r/r) oraz kontrybucja do wzrostu



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

**W pierwszej połowie roku uwaga inwestorów skierowana była na dane o bilansie płatniczym.** W obliczu silnego wzrostu popytu krajowego doszło również do powiększenia deficytu w rachunku bieżącym. Dodatkowo pojawiły się obawy o jakość i wiarygodność danych NBP, w związku ze znacznym ujemnym saldem błędów i opuszczeń (NEO). Ponieważ niewyjaśnione dane o bilansie płatniczym wyrażone w NEO sięgały 3,8% PKB w 2010 roku, część inwestorów obawiała się, że rzeczywisty deficyt w minionym roku wynosił nie 3,3% (jak oficjalnie wówczas wskazywano), lecz raczej około 7%. W reakcji na te obawy NBP (po kilku miesiącach zwłoki) ostatecznie dokonał rewizji danych, częściowo eliminując wcześniejsze błędy i powiększając deficyt w rachunku bieżącym do 4,5% w 2010 roku. Spowolnienie pod koniec roku powinno zmniejszyć presję na rachunek obrotów bieżących i dlatego spodziewamy się, że deficyt sięgnie w 2011 roku około 4,6-4,9% PKB.

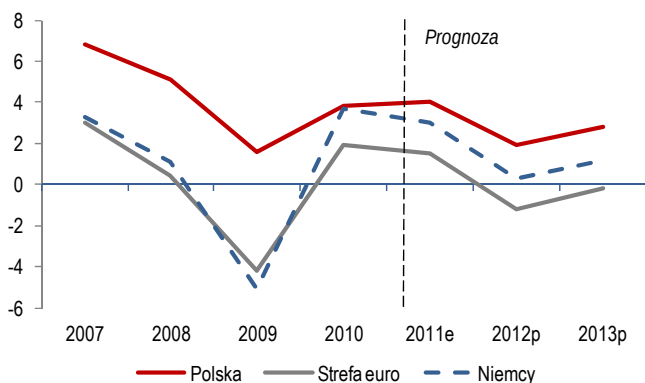
## Trzy tematy na 2012 rok

*W poniższej sekcji przedstawiamy trzy tematy, które w naszej ocenie mogą być najważniejszymi trendami 2012 roku. Stanowią one podsumowanie najważniejszych poglądów oraz prognoz publikowanych przez nas w ostatnich tygodniach.*

### Spowolnienie głębsze niż zakłada konsensus

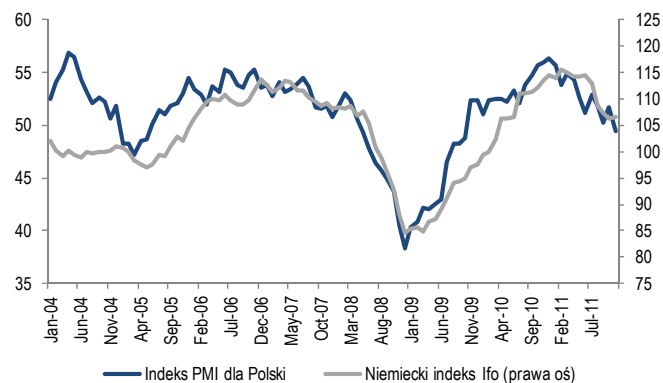
Jednym z głównych tematów skupiających uwagę inwestorów w najbliższych miesiącach będzie to, w jakim stopniu osłabienie aktywności w strefie euro przełoży się na wyniki polskiej gospodarki. Naszym zdaniem konsensus rynkowy wciąż niedocenia zagrożenia głębokim spowolnieniem w kraju. Jeszcze w sierpniu/wrzeźniu zrewidowaliśmy nasze oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego i od tego momentu nasze przewidywania należą do najbardziej konserwatywnych na rynku. Spodziewamy się, że przyszłoroczny wzrost wyniesie 1,9%, podczas gdy konsensus rynkowy według ankiety Reutera kształtuje się na poziomie około 2,9% (Wykres 7). Niewątpliwie dotychczasowe wyniki polskiej gospodarki okazywały się relatywnie dobre, szczególnie na tle rozczarowującego wzrostu w strefie euro. Niemniej ponieważ szok dla wzrostu gospodarczego pochodzi z zagranicy i nie jest zupełnie związany z czynnikami krajowymi, do jego pełnego przeniesienia się na rynek krajowy potrzeba znacznie więcej czasu. Dlatego ostatnie niezłe dane makroekonomiczne nie powinny bynajmniej być traktowane jako oznaka odporności polskiej gospodarki.

Wykres 7. Prognozy wzrostu PKB (% r/r)



Źródło: GUS, Eurostat, prognozy Citi

Wykres 8. Indeks PMI dla Polski oraz niemiecki indeks koniunktury Ifo.



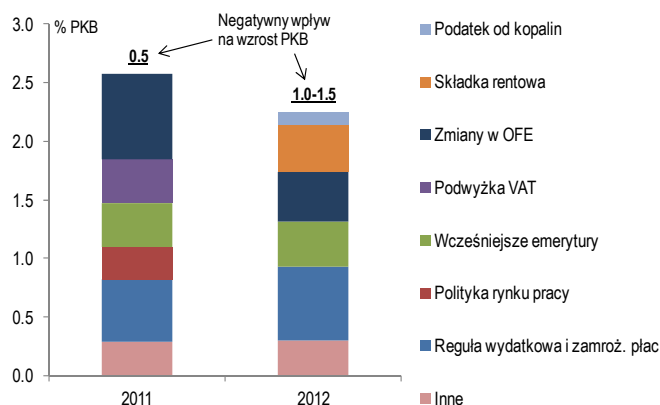
Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy

Naszym zdaniem konsensus, który zarysował się w ostatnich miesiącach zbyt małą wagę przywiązuje do ograniczeń, jakie obecnie stoją przed polityką gospodarczą. Jeden z częstych argumentów, z którym się spotykamy sprowadza się do tego, że tym razem szok pochodzący ze strony strefy euro jest zdecydowanie mniejszy (i mniej niespodziewany) niż szok powstały po upadku banku Lehman Brothers i z tego względu skala spowolnienia w kraju powinna być mniejsza niż w 2009. Ponieważ wówczas wzrost PKB wyniósł 1,6%, teraz wynik ten powinien być odpowiednio wyższy, sięgając około 3%. Nie przekonuje nas ten argument. Co prawda szok może być rzeczywiście mniejszy (choć to wciąż nie jest przesądzone), jednak reakcja polskiej gospodarki może być zdecydowanie mniej pozytywna. Jak argumentowaliśmy w wielu naszych poprzednich publikacjach w latach 2009-2010 polska gospodarka radziła sobie niezłe ze względu na dwa czynniki: 1) znaczne

osłabienie złotego oraz 2) znaczne rozluźnienie polityki fiskalnej. Tym razem sytuacja wygląda nieco inaczej.

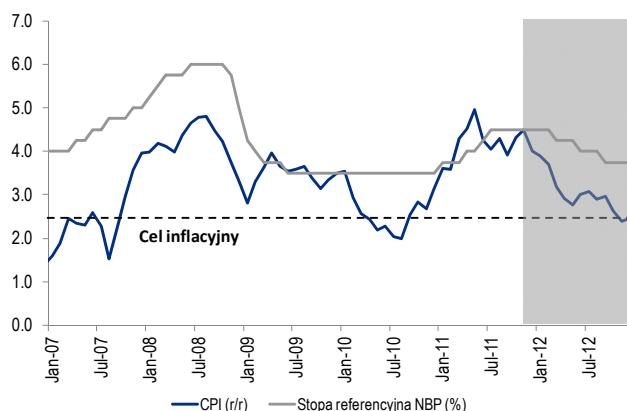
**Po pierwsze skala osłabienia złotego jest mniejsza niż w okresie 2008-2009.** Wówczas EUR/PLN wzrósł z około 3,20 do (przejęciowo) 4,90, podczas gdy obecnie mamy do czynienia ze wzrostem z poziomu 3,90 do około 4,55. Co prawda nie można wykluczyć dalszego osłabienia złotego, jednak tym razem polskie władze nie będą z takim spokojem spoglądać na deprecjację i zapewne postarają się powstrzymać ten ruch. Po drugie, w okresie poprzedniego spowolnienia Polska doświadczyła znacznego złagodzenia polityki fiskalnej, a w ciągu trzech lat do 2010 roku deficyt zwiększył się o 6% PKB. Tym razem polityka fiskalna nie będzie jednak rozluźniana, lecz raczej zacieśniana, i to w stopniu, który może poważnie zaciążyć na wzroście gospodarczym. Wykres 9 pokazuje skalę zacieśnienia fiskalnego przewidywanego przez nas na 2012 rok (więcej na ten temat w kolejnej sekcji), a liczby ponad słupkami pokazują nasze przybliżone szacunki skali w jakiej te działania mogłyby zaciążyć na wzroście gospodarczym w kraju. Jak widać nawet bez spowolnienia w strefie euro same działania z zakresu polityki fiskalnej mogłyby poważnie zaciążyć na dynamice PKB w kraju.

**Wykres 9. Planowane zacieśnienie fiskalne i wpływ na wzrost gospodarczy**



Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 10. Prognoza inflacji oraz stóp procentowych NBP.**



Źródło: GUS, NBP, prognozy Citi Handlowy

**Dokładając do powyższych tendencji coraz widoczniejsze sygnały spowolnienia na rynku pracy otrzymujemy niebezpieczną mieszankę,** która może doprowadzić do znacznego spowolnienia popytu krajowego. Skłonność do zatrudniania nowych pracowników przez polskie firmy wyraźnie spadła w ostatnich miesiącach, co widać choćby po powolnym spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Jednocześnie w najbliższych miesiącach nie spodziewamy się istotnej poprawy w tym zakresie, gdyż coraz bardziej niepewne perspektywy globalnego wzrostu będą powstrzymywać firmy od podejmowania ryzyka.

**Największym źródłem ryzyka dla naszej prognozy jest niepewność dotycząca kształtowania się inwestycji.** W naszym scenariuszu zakładamy bowiem, że nakłady brutto na środki trwałe w 2012 roku utrzymają się na zbliżonym poziomie do tego odnotowanego w roku bieżącym. Biorąc pod uwagę relatywnie wysoką dynamikę inwestycji prywatnych w ostatnich kwartałach istnieje szansa, że wynik ten okaże się nieco lepszy od przewidywań, lub przynajmniej, że spowolnienie inwestycyjne nadejdzie później niż obecnie oczekujemy, a więc dopiero w drugiej połowie roku. Gdyby rzeczywiście do tego doszło, wzrost PKB w 2012 roku mógłby przekroczyć 2%. Biorąc jednak pod uwagę, że oznaczałoby to tylko opóźnienie

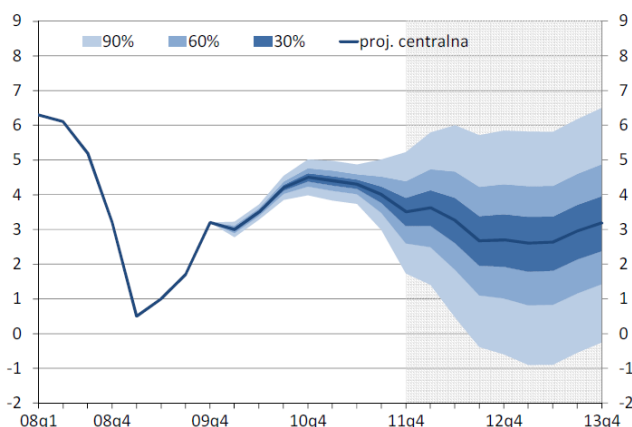
spowolnienia, nawet taka pozytywna niespodzianka niewiele zmieniłaby w wyzwaniach, przed którymi stoi polityka monetarna.

Podsumowując, warto podkreślić, że chociaż nasze prognozy PKB dla Polski są niższe od konsensusu rynkowego, jednocześnie uważamy, że Polska będzie sobie radzić całkiem nieźle na tle innych krajów UE. Dla przykładu zarówno Czechy, jak i Węgry będą zapewne balansować ze wzrostem na poziomie około 0%, podczas gdy wzrost w kraju ma szansę wynieść około 2%. Przy odrobinie wyrozumiałości można więc uznać, że Polska ma szansę po raz kolejny zasłużyć na miano zielonej wyspy.

## Stopy procentowe w dół

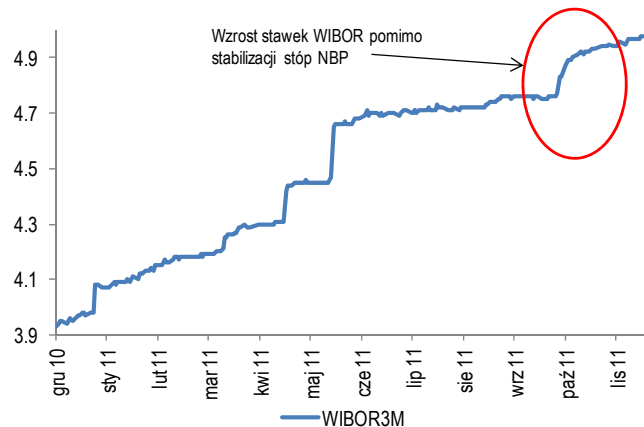
Naszym zdaniem potencjalnym zaskoczeniem dla inwestorów może być skala **obniżek stóp procentowych przez RPP**. Dotychczasowe komentarze władz monetarnych były utrzymywane w relatywnie jastrzębim tonie, sugerując nawet możliwość podwyżek stóp procentowych, jeżeli inflacja będzie wracać do celu wolniej niż zakładają prognozy. Naszym zdaniem ta retoryka ulegnie wyraźnemu złagodzeniu a wraz z tym zmianie ulegną rynkowe oczekiwania dotyczące poziomu stóp procentowych. Na taką możliwość wskazują następujące czynniki:

Wykres 11. Projektacja wzrostu gospodarczego NBP



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. Stopa WIBOR 3M



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

**Nadmiernie optymistyczna projekcja NBP.** Projekcja makroekonomiczna przygotowywana przez bank centralny jest istotnym źródłem informacji dla części członków Rady, stanowiąc punkt kształtujący ich oczekiwania dotyczące przyszłości. Ostatnia (listopadowa) projekcja była oparta o dane dostępne do końca września i zakładała ponad 1% wzrost w strefie euro. Od tego czasu perspektywy PKB w strefie euro wyraźnie pogorszyły się i naszym zdaniem przyszły rok może przynieść nawet recesję w euro (Citi: -1,2% r/r). Nic więc dziwnego, że przy takich założeniach projekcja banku centralnego zakłada ponad 3% wzrost w Polsce (Wykres 11). Kolejna projekcja NBP na początku marca najprawdopodobniej przyniesie wyraźną rewizję w dół dotychczasowych oczekiwań dotyczących PKB, otwierając przestrzeń do redukcji stóp.

**Wzrost stóp rynkowych oraz redukcja stóp przez EBC.** Ostatnie tygodnie przyniosły wzrost stawek WIBOR o 25pb, prowadząc do rzeczywistego zacieśnienia polityki pieniężnej (Wykres 12). Jednocześnie EBC obniżył stopy procentowe o 50 pb i najprawdopodobniej w ciągu kolejnego roku obniży je o kolejne 50 punktów bazowych. Ponadto, w perspektywie kilku miesięcy redukcji ulegną stopy w innych gospodarkach rozwiniętych oraz wschodzących, zdecydowanie ograniczając ryzyko, iż luźniejsza polityka stóp procentowych w kraju mogłaby doprowadzić do

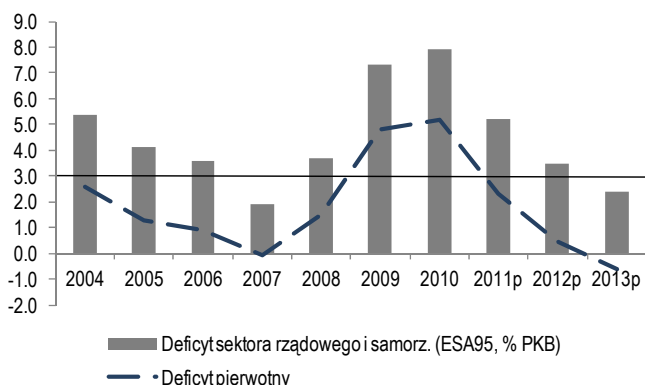
osłabienia złotego. Oznacza to wyraźne poszerzenie dysparytetu stóp procentowych, które powinno zmniejszyć opór członków RPP przed cięciem stóp w kraju.

**Spadająca inflacja.** Ze względu na słabość polskiej waluty inflacja w najbliższych miesiącach najprawdopodobniej utrzyma się powyżej naszych wcześniejszych prognoz. Niemniej będzie ona wciąż spadać i w trakcie roku ma szansę obniżyć się poniżej 3% (Wykres 10). W warunkach słabnącego wzrostu gospodarczego oraz redukcji stóp procentowych przez inne banki sam spadek inflacji da RPP więcej komfortu i pozwoli dyskutować o obniżkach stóp. Prawdopodobnie usłyszymy wówczas ze strony RPP (słuszny) argument o tym, że w takich warunkach władze monetarne mogą zaakceptować nieco dłuższy powrót inflacji do celu.

**Zacieśnienie fiskalne.** Plan konsolidacji fiskalnej przedstawiony przez premiera Tuska (por. poniżej) wskazuje na wyraźne zacieśnienie *policy mix* w sytuacji spowolnienia gospodarczego. Naturalną reakcją wydaje się w takiej sytuacji złagodzenie polityki monetarnej, aby zminimalizować negatywny wpływ na wzrost gospodarczy. Warto podkreślić, że taka mieszanka łagodniejszej polityki monetarnej oraz zacieśnienia fiskalnego stanowiłaby krok w dobrym kierunku pod względem optymalizacji *policy mix* w warunkach europejskiego kryzysu fiskalnego. Naszym zdaniem ten argument może przekonać część nawet najbardziej ostrożnych członków RPP do rozważenia redukcji stóp.

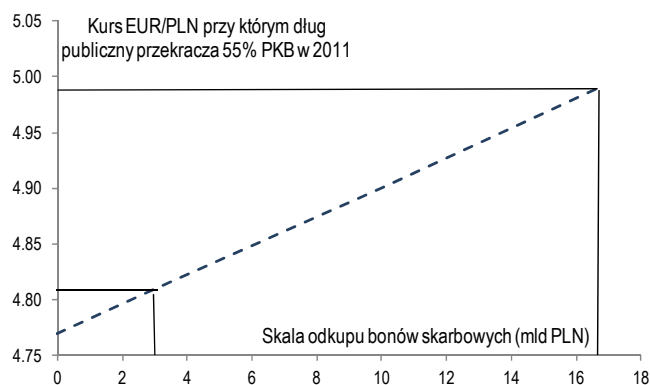
Biorąc pod uwagę powyższe argumenty spodziewamy się, że skala redukcji stóp procentowych przez RPP w 2012 roku może okazać się niespodzianką dla wielu inwestorów/obserwatorów. Oczekujemy spadku stopy referencyjnej o około 75pb do poziomu 3,75%. Naszym zdaniem do pierwszych obniżek może dojść około 2Q 2012, gdy Rada pozna wyniki najnowszej projekcji oraz będzie знаła dane makroekonomiczne za 1Q.

**Wykres 13. Prognoza deficytu sektora rządowego i samorządowego**



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

**Wykres 14. Wpływ odkupu bonów skarbowych na kurs PLN, przy którym dług publiczny przekracza 55% PKB**



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

## Zacieśnienie fiskalne

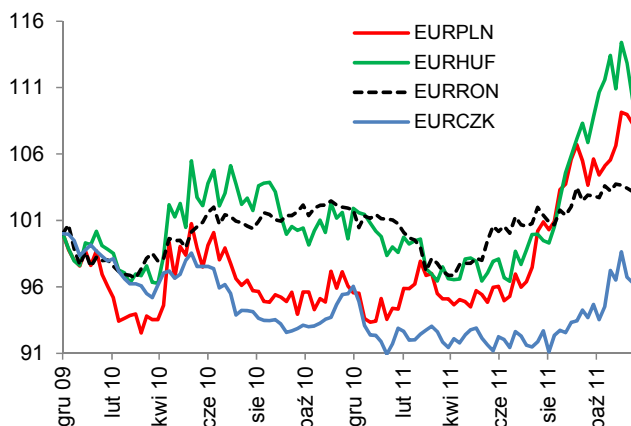
Trzecim istotnym tematem w najbliższych miesiącach będzie planowane zacieśnienie polityki fiskalnej. Przedstawiony przez premiera Tuska plan zakłada zarówno podjęcie działań mających na celu poprawę deficytu już w 2012 roku (np. poprzez podwyżkę składki rentowej o dwa punkty procentowe lub podatek od kopalin), jak i reformę systemu emerytalnego mającą przynieść widoczne efekty dopiero w dłuższym czasie (podwyżka wieku emerytalnego). Zmiany te mają



zgodnie z założeniami być wdrażane już w pierwszej połowie roku, co pozwoli inwestorom szybko ocenić realność zapowiedzi. Jak pokazują doświadczenia ostatnich kilkunastu lat wdrażanie nawet najbardziej słusznych propozycji zazwyczaj wiąże się z pewnymi trudnościami politycznymi, szczególnie jeżeli pakiet może okazać się bolesny dla części elektoratu. Niemniej naszym zdaniem tym razem szanse na wdrożenie (zdecydowanej większości) reform są wysokie i dlatego spodziewamy się, że zacieśnienie fiskalne powinno być czynnikiem stabilizującym sytuację na rynku obligacji.

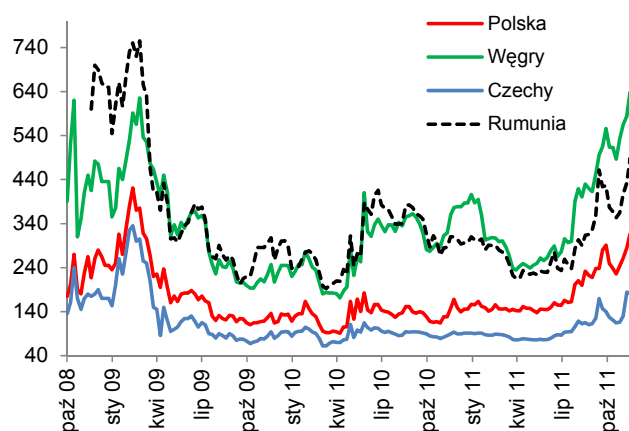
**Choć spodziewamy się słabszego wzrostu PKB niż zakłada resort finansów, naszym zdaniem budżet powinien wytrzymać nawet i taki negatywny scenariusz.** Jeżeli wzrost utrzyma się w pobliżu zakładanego przez nas 1,9% r/r w 2012 roku, deficyt budżetu państwa może okazać się nawet wyraźnie niższy od zakładanego 35 mld zł. Sprzyjać temu powinien prawdopodobny (choć nie uwzględniony w budżecie) zysk Narodowego Banku Polskiego, który może sięgnąć kilku miliardów PLN. Z kolei nowelizacja budżetu mogłaby się okazać potrzebna gdyby wzrost spadłby do około 0% (więcej na ten temat – por. „*Poland Macro View: Less worried about fiscal numbers*”, 02.12.2011). Co prawda, przy obecnych prognozach PKB nie dostrzegamy poważniejszych zagrożeń dla wykonania przyszłorocznego budżetu, naszym zdaniem deficyt całego sektora rządowego i samorządowego najprawdopodobniej okaże się wyższy od prognoz rządowych zakładających 3% PKB (naszym zdaniem ostateczny wynik będzie raczej bliższy 3,5% - wykres 13). Choć wynik ten byłby gorszy niż zakłada resort finansów, wciąż mógłby pozwolić na usunięcie procedury nadmiernego deficytu i bez wątpienia stanowiłby duży postęp w porównaniu z niemal 8% deficytem w 2010 roku. W naszym scenariuszu zakładamy również, że dług publiczny utrzyma się poniżej 55% PKB zarówno w 2011, jak i 2012 roku. Czynnikiem, który powinien pomóc w ograniczeniu tego ryzyka w bieżącym roku może być planowany odkup bonów pieniężnych przez Ministerstwo Finansów. W zależności, jak duża będzie kwota tego odkupu kurs EUR/PLN przy którym dług publiczny przekroczyłby poziom 55% w 2011 może wzrosnąć do 4,8-5,0 (Wykres 14).

Wykres 15. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



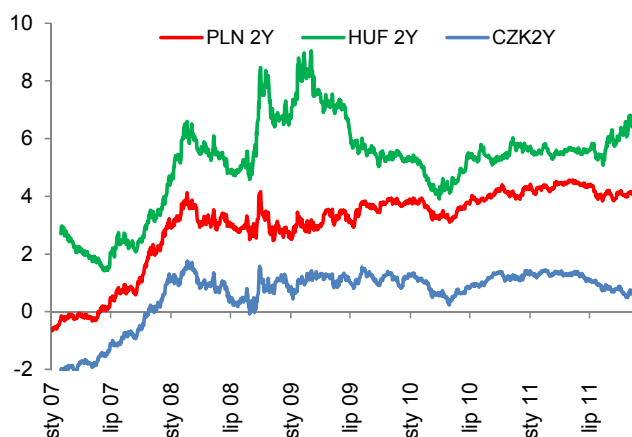
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Stawki CDS (5-letnie)



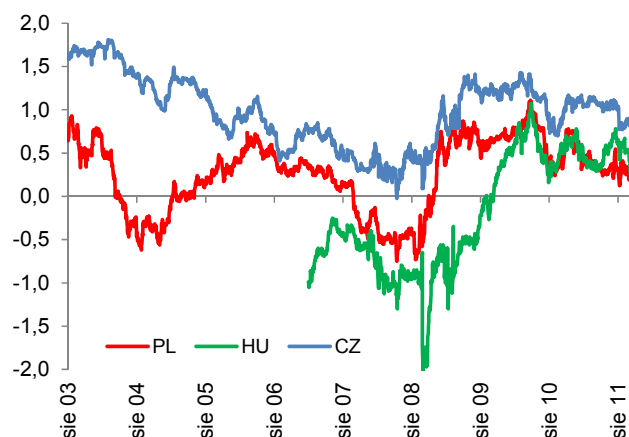
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



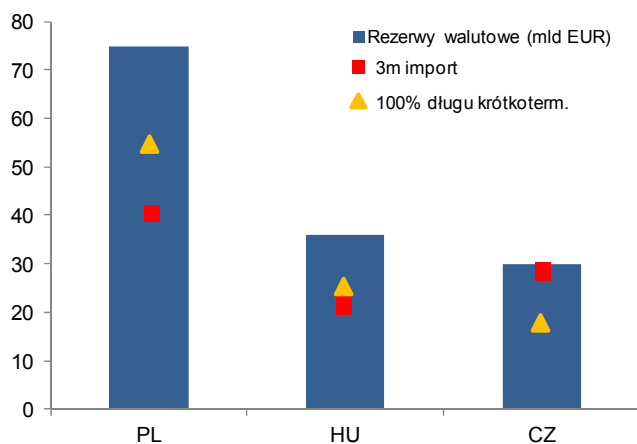
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



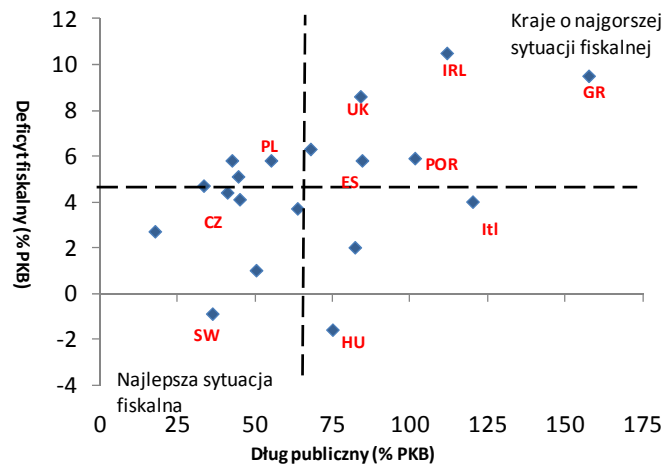
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 20. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)



Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

## Rynek walutowy

Koniec roku prawdopodobnie przyniesie umocnienie złotego za sprawą oczekiwanej przez nas intensyfikacji sprzedaży walut obcych na rynkach finansowych przez Ministerstwo Finansów za pomocą BGK.

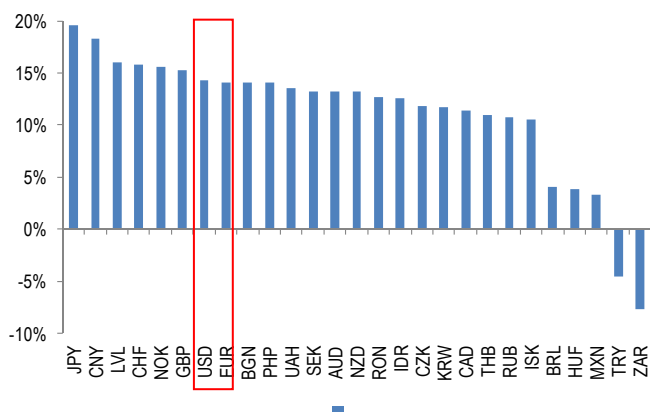
W przyszłym roku złoty może pozostać pod presją za sprawą utrzymania negatywnych nastrojów w regionie w związku z kryzysem zadłużenia strefy euro i spowolnieniem gospodarczym oraz możliwą wyprzedażą aktywów a regionie przez banki europejskie.

Naszym zdaniem w II połowie przyszłego roku nastąpi pewne odreagowanie optymizmu na rynkach zagranicznych co pozwoli na umocnienie złotego do 4,25 na koniec 2012 r.

## Podsumowanie 2011 r.

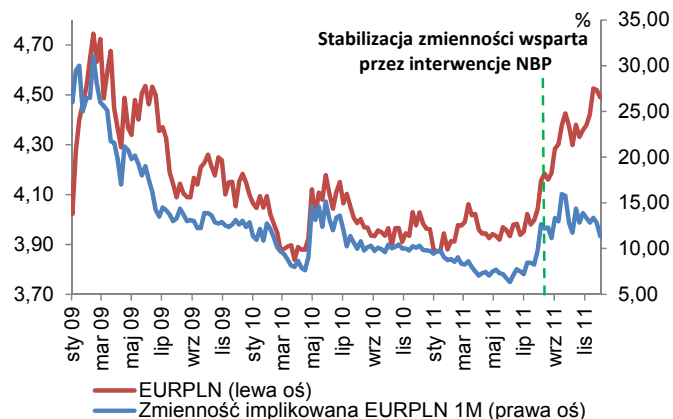
W minionym roku doszło do osłabienia złotego za sprawą intensyfikacji kryzysu zadłużenia w strefie euro, który przekładał się na wzrost awersji do ryzyka. Początek roku nie zapowiadał tak znacznej deprecjacji złotego, a rynek testował wytrzymałość banku centralnego na umocnienie złotego. Kurs EUR/PLN obniżył się na początku roku do ok. 3,82, poniżej poziomu interwencji NBP z kwietnia 2010. Dalsza część roku stała pod znakiem stopniowego osłabienia złotego, które nabrało tempa w II połowie roku. Wraz z pogorszeniem apetytu na ryzyko negatywnie na złotego wpływało także pogorszenie perspektyw dla procesów prywatyzacji, które w przypadku uczestnictwa inwestorów zagranicznych wspierały złotego. Od kwietnia Ministerstwo Finansów za pomocą BGK sprzedawało środki walutowe pozyskiwane z Unii Europejskiej, z tytułu emisji obligacji lub kredytów walutowych bezpośrednio na rynku, zamiast jak wcześniej wymieniać je w banku centralnym. Wzrost kursu EUR/PLN powyżej 4,50 we wrześniu doprowadził do pierwszej od kwietnia 2010 r. interwencji NBP, która miała na celu zahamowanie nadmiernego tempa osłabienia złotego. Bank centralny interweniował od tego czasu kilkakrotnie w celu ograniczenia negatywnego wpływu osłabienia złotego na inflację, negatywnego wpływu wysokiej zmienności kursu walutowego na aktywność gospodarczą oraz naszym zdaniem w celu uniknięcia przekroczenia przez relację długu-do-PKB poziomu 55%. Od początku roku złoty osłabił się o ok. 12% wobec euro, ok. 11% do dolara oraz 13% do franka szwajcarskiego.

**Wykres 21. W 2011 r. złoty osłabił się do większość walut G10 i EM (% zmiana od początku 2011 roku)**



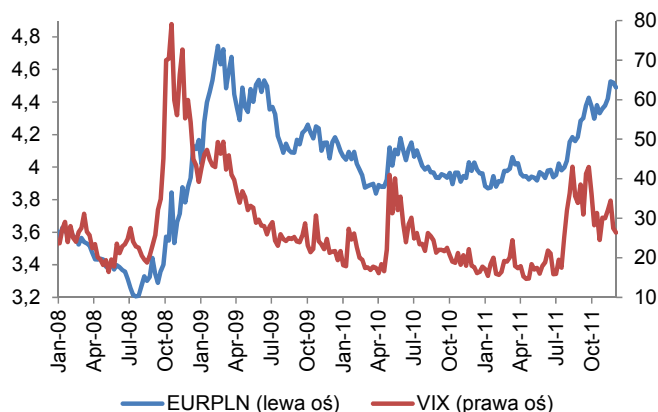
Źródło: NBP

**Wykres 22. Zmienność złotego pomogły ograniczyć interwencje Ministerstwa Finansów i banku centralnego**



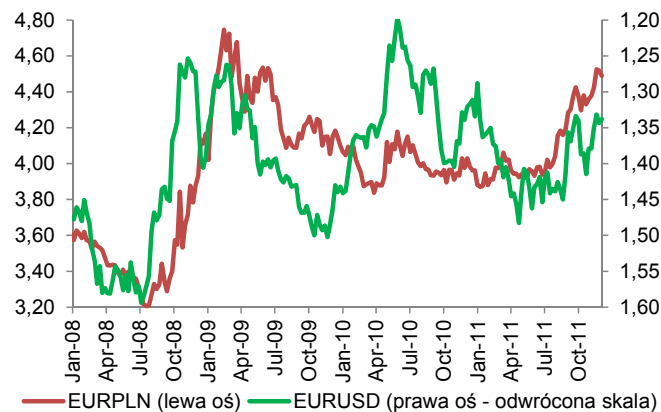
Źródło: Reuters

**Wykres 23. EUR/PLN wrażliwy na wahania apetytu na ryzyko (EUR/PLN vs. indeks zmienności S&P 500 - VIX).**



Źródło: Reuters

**Wykres 24. EUR/PLN vs. EUR/USD**



Źródło: Reuters

## W 2012 r. złoty pozostanie pod presją

W przyszłym roku złoty będzie wciąż pod presją utrzymującej się awersji do ryzyka wynikającej z kryzysu zadłużenia i spowolnienia gospodarczego w strefie euro. W związku z silnymi powiązaniami kapitałowymi oraz handlowymi z krajami strefy euro region CEEMEA, a zwłaszcza CEE najsilniej odczuje skutki problemów strefy euro. Polska gospodarka na tle krajów CEE plasuje się stosunkowo dobrze, jednak złoty jest walutą silnie wrażliwą na wahania apetytu na ryzyko. Choć wydawałoby się, że w regionie walutą, która powinna być słabsza i bardziej zmienna niż złoty jest forint, to wsparcie z MFW dla Węgier może pomóc ustabilizować kurs forinta podobnie jak na przełomie 2008/2009. W przeciwieństwie do poprzednich lat, kiedy to złoty był walutą, która najsilniej w regionie reagowała na pogorszenia apetytu na ryzyko tym razem sądzimy, że większa skala osłabienia może dotknąć węgierskiego forinta. Naszym zdaniem złoty pozostanie pod presją w pierwszych miesiącach przyszłego roku, a kurs EUR/PLN może wzrosnąć powyżej 4,60. Jednak druga połowa roku przyniesie naszym zdaniem pewną poprawę nastrojów na świecie, co umożliwi odreagowanie złotego do ok. 4,25 na koniec roku.

Czynnikiem negatywnie wpływającym na złotego będzie naszym zdaniem osłabienie euro wobec dolara w stronę 1,25-1,30. Choć kryzys zadłużenia w strefie euro powinien negatywnie oddziaływać na euro to czynnik ten może zostać częściowo zniwelowany przez ewentualny trzeci program ilościowego poluzowania polityki pieniężnej w USA oraz stosunkowo dobre wyniki amerykańskiej gospodarki.

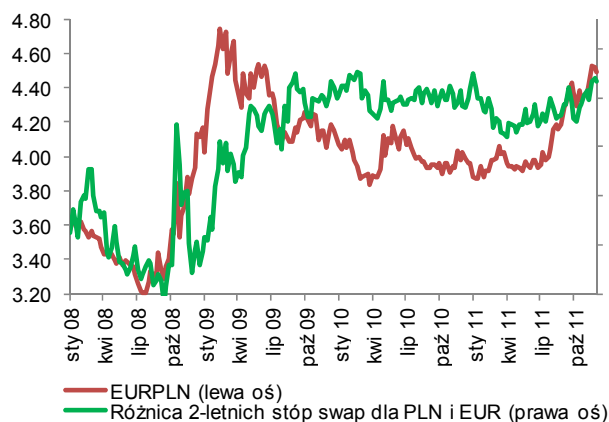
**Tabela 2. Prognozy stóp procentowych Citi (koniec okresu)**

|     | I kw 2012 | II kw 2012 | III kw 2012 | IV kw 2012 | 2013 (śr.) | 2014 (śr.) | 2015 (śr.) | 2016 (śr.) |
|-----|-----------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| EBC | 1,00      | 1,00       | 0,50        | 0,50       | 0,50       | 0,50       | 0,50       | 0,75       |
| NBP | 4,50      | 4,00       | 3,75        | 3,75       | 3,75       | 4,35       | 4,75       | 4,75       |

Źródło: prognozy Citi

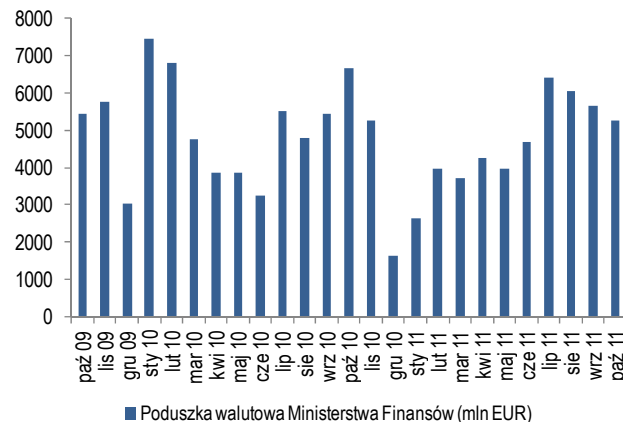
Zmiany dysparytetu stóp procentowych powinny mieć naszym zdaniem ograniczony wpływ na złotego. Dysparytet stóp procentowych powinien nieco się obniżyć w II kwartale za sprawą oczekiwanego przez nas poluzowania polityki monetarnej w Polsce (zakładamy obniżki stóp w Polsce o 75 pb do 3,75%). W połowie roku wraz z obniżaniem przez EBC stóp do 0,5%, tj. o 50 pb z obecnego poziomu dysparytet stóp powinien ponownie wzrosnąć do 3,25%.

**Wykres 25. Korelacja kursu EUR/PLN i różnicy stóp procentowych w Polsce i strefie euro**



Źródło: Reuters

**Wykres 26. Min Fin może wymienić ponad 5 mld € w celu umocnienia złotego**

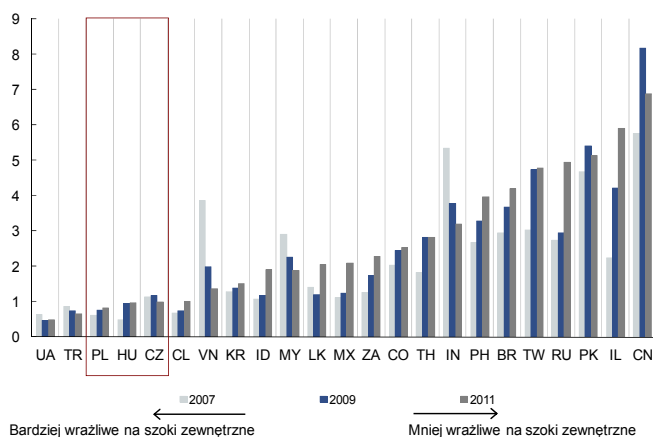


Źródło: Ministerstwo Finansów

**W przyszłym roku można oczekiwać utrzymania aktywnego podejścia banku centralnego w kwestii polityki dotyczącej kursu walutowego.** Sądzymy, że NBP będzie interweniował na rynku walutowym przede wszystkim do końca tego roku, aby ograniczyć negatywny wpływ złotego na inflację, oraz ograniczyć zmienność kursu złotego, która negatywnie przekłada się na stabilność parametrów makro, przy których przedsiębiorstwa podejmują decyzje. Jednocześnie wydaje się nam, że istotnym argumentem za interwencjami w tym roku jest chęć uniknięcia przekroczenia przez relację dług-do-PKB poziomu 55%. Takie ryzyko wyraźnie wzrosłoby w przypadku osłabienia złotego wobec euro powyżej 4,80. W zależności od strategii, jaką Ministerstwo Finansów przyjmie wobec planowanych wykupów papierów skarbowych pod koniec roku, ten kurs może się trochę podwyższyć. W przyszłym roku uwzględniając zapowiedziane przez rząd zacieśnienie fiskalne poziom kursu EUR/PLN, który stwarzałby ryzyko przekroczenia poziomu 55% PKB przez dług publiczny, byłby nieco niższy do tegorocznego. Naszym zdaniem bank centralny mógłby pokusić się o kolejne interwencje w przyszłym roku, szczególnie na początku roku, gdy spodziewamy się nasilenia kryzysu zadłużenia strefy euro, jeśli złoty silnie traciłby na wartości. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy jednak obniżki stóp procentowych od II kwartału, a w takim scenariuszu interwencje banku centralnego mogłyby okazać się mniej skuteczne. Poza tym gdyby presja na złotego nasiliła się wraz z intensyfikacją kryzysu zadłużenia to „amunicja” banku centralnego byłaby niewystarczająca do obrony kursu nawet w przypadku braku obniżek stóp procentowych. W zestawieniu z krótkoterminowymi potrzebami finansowymi oraz rozmiarem deficytu obrotów bieżących poziom rezerw walutowych dla Polski jest stosunkowo niewielki w porównaniu do innych krajów wschodzących.

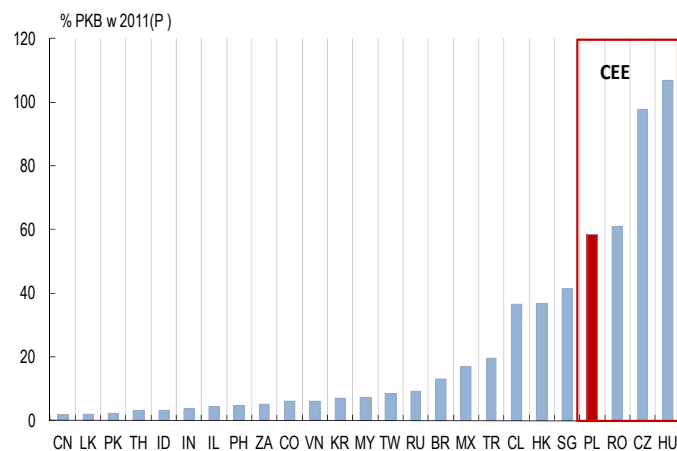
**Procesy prywatyzacji mogłyby mieć pozytywny wpływ na złotego, ale w przyszłym roku w sytuacji wciąż nienajlepszych nastrojów na rynkach finansowych zainteresowanie inwestorów zagranicznych krajowymi firmami może być mniejsze niż w mijającym roku.** Rząd planuje przychody z prywatyzacji na poziomie 10 mld zł, co przy założeniu zwyczajowego 30% udziału inwestorów zagranicznych oznaczałoby zakup przez potencjalnych inwestorów równowartości 0,7 mld €. Transakcja przejęcia przez KGHM kanadyjskiej spółki wydobywczej może negatywnie wpłynąć na złotego w I kwartale, kiedy transakcja ma być finalizowana, o ile przejmujący nie zabezpieczył w pełni finansowania transakcji w dolarach.

**Wykres 27. Wrażliwość krajów na szoki przepływu kapitału**  
mierzona wskaźnikiem pokrycia zobowiązań  
krótkoterminowych rezerwami walutowymi



Źródło: GEOS

**Wykres 28. Należności banków Unii Europejskiej (z  
wyłączeniem Wielkiej Brytanii) jako % PKB**



Źródło: BIS, GEOS

**Dostrzegamy asymetryczne ryzyko po stronie słabszego złotego.** Sądzymy, że negatywne konsekwencja dla światowej gospodarki oraz apetytu na ryzyko płynęłyby z głębszego niż się dotychczas oczekuje spowolnienia gospodarczego w Chinach oraz gorszego wyniku gospodarki Stanów Zjednoczonych. Głębsze spowolnienie światowego wzrostu gospodarczego przełożyłoby się naszym zdaniem na silniejsze umocnienie dolara wobec euro oraz większe osłabienie walut gospodarek wchodzących. Ponadto ryzykiem głębszego od oczekiwań osłabienia złotego byłby odpływ kapitału długoterminowego i portfelowego w wyniku nasilenia się kryzysu w strefie euro. W przypadku dużych problemów banków europejskich mogą one być zmuszone wyprzedać polskie obligacje posiadane w portfelach w celu pokrycia strat na innych aktywach w tym zwłaszcza obligacjach państw peryferyjnych strefy euro.

## Rynek obligacji

Stosunkowo dobre wyniki gospodarcze relatywnie do krajów UE powinny utrzymać zainteresowanie inwestorów zagranicznych „real money” polskim długiem, choć banki obciążone problemami krajów peryferyjnych mogą sprzedawać aktywa.

Spodziewamy się spadku krótkoterminowych stóp rynkowych wraz z poluzowaniem polityki pieniężnej przez RPP począwszy od II kwartału 2012 o ile nie dojdzie do dalszego znacznego osłabienia złotego.

Zacieśnienie fiskalne oraz spadek długoterminowych rentowności obligacji niemieckich powinny oddziaływać na umocnienie na długim końcu krajowej

## Podsumowanie 2011 r.

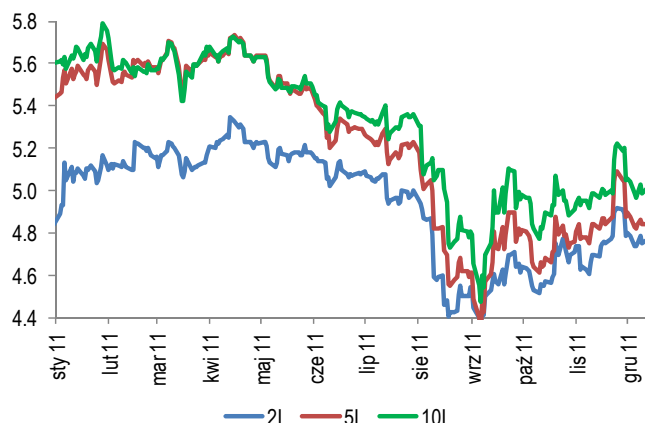
Tabela 3. Rynkowe stopy procentowe (koniec okresu)

|                                 | 12-gru-11 | lipiec | czerwiec | 2010 |
|---------------------------------|-----------|--------|----------|------|
| FRA3x6                          | 4.94      | 4.83   | 4.90     | 4.26 |
| FRA6x9                          | 4.75      | 4.92   | 5,00     | 4.55 |
| FRA9x12                         | 4.64      | 4.97   | 5.06     | 4.76 |
| IRS 2-letni                     | 4.80      | 5.02   | 5.09     | 4.87 |
| IRS 5-letni                     | 4.87      | 5.26   | 5.27     | 5.46 |
| IRS 10-letni                    | 5.03      | 5.39   | 5.35     | 5.61 |
| Spread IRS 10-2                 | 23        | 37     | 25       | 74   |
| Rentowność 2-letnich obligacji  | 4.93      | 4.67   | 4.85     | 4.78 |
| Rentowność 5-letnich obligacji  | 5.34      | 5.29   | 5.32     | 5.52 |
| Rentowność 10-letnich obligacji | 5.94      | 5.81   | 5.79     | 6.07 |
| Spread obligacji 10-2           | 101       | 114    | 94       | 129  |

Źródło: Reuters

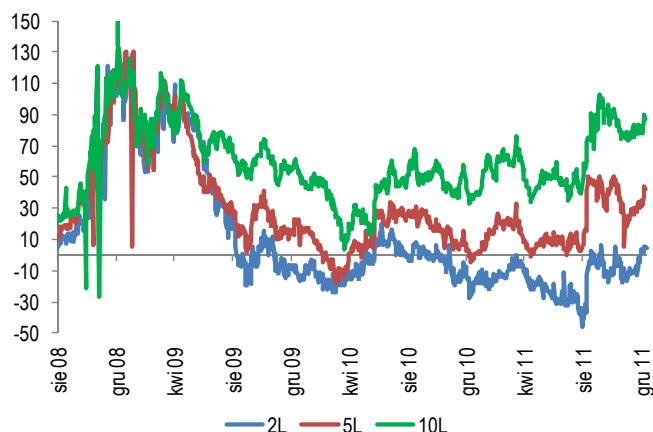
**W mijającym roku doszło do umocnienia obligacji skarbowych na długim końcu krzywej rentowności za sprawą pogorszenia perspektyw światowej i polskiej gospodarki.** Początek roku przebiegał pod znakiem podwyżek stóp procentowych, co wpływało na wzrost rentowności krótkoterminowych obligacji. Jednocześnie obawy o sytuację fiskalną w związku ze zmianami w systemie emerytalnym wprowadzonymi przez rząd (zmniejszenie części składki przekazywanej do prywatnych OFE) negatywnie wpływały na długi koniec krzywej obligacji. Rentowności obligacji osiągnęły maksymalne poziomy w okresie marzec-maj. Później doszło do znacznego wzrostu cen obligacji na całej krzywej za sprawą dużego popytu na krajowe papiery skarbowe ze strony inwestorów zagranicznych, zatrzymania cyklu podwyżek stóp procentowych oraz wzrostu oczekiwań na obniżki stóp w związku z obawami o spowolnienie gospodarcze na świecie. Znaczna skala osłabienia złotego oraz utrzymująca się na podwyższonym poziomie inflacja doprowadziły do redukcji oczekiwań na obniżki stóp, co doprowadziło do odreagowania krótkoterminowych rentowności i wypłaszczenia krzywej rentowności. Od początku roku rentowności 2-letnich obligacji wzrosły z 4.78% do 4.91%, 5-letnich obligacji spadły do 5.35% z 5.52% oraz 10-letnich obligacji do 5.95% z 6.07%.

Wykres 29. Stopy IRS



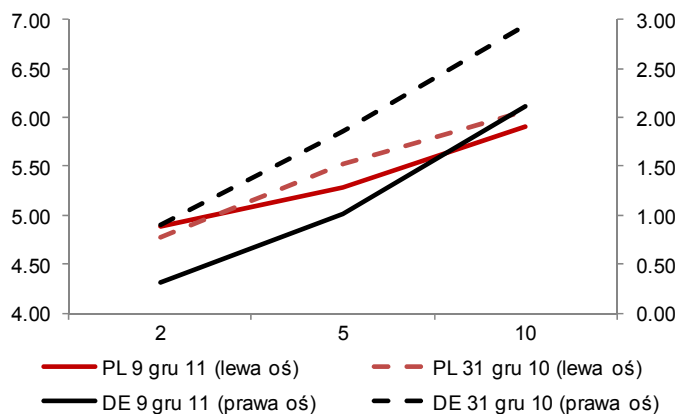
Źródło: Reuters

Wykres 30. Stawki asset swap spread



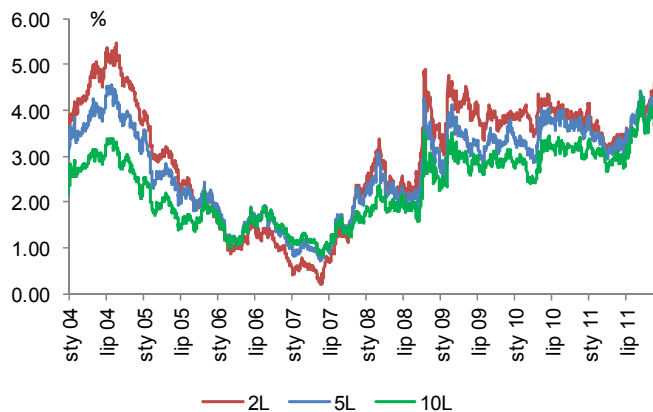
Źródło: Reuters

Wykres 31. Krzywa obligacji polskich i niemieckich



Źródło: Reuters

Wykres 32. Różnica w rentownościach obligacji polskich i niemieckich



Źródło: Reuters

## Oczekujemy wystromienia krzywej w 2012 r.

Tabela 4. Prognozy stóp procentowych Citi (na koniec kwartału; średniorocznie)

|             | I kw 2012 | II kw 2012 | III kw 2012 | IV kw 2012 | 2013 (śr. ) | 2014 (śr. ) | 2015 (śr. ) | 2016 (śr. ) |
|-------------|-----------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Fed         | 0,25      | 0,25       | 0,25        | 0,25       | 0,25        | 0,40        | 1,15        | 2,10        |
| EBC         | 1,00      | 1,00       | 0,50        | 0,50       | 0,50        | 0,50        | 0,50        | 0,75        |
| SNB         | 0,00      | 0,00       | 0,00        | 0,00       | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Bank Anglii | 0,50      | 0,50       | 0,50        | 0,50       | 0,50        | 0,50        | 1,04        | 2,04        |
| Chiny       | 3,75      | 3,75       | 3,75        | 3,75       | 3,88        | 4,25        | 4,63        | 4,75        |
| NBP         | 4,50      | 4,00       | 3,75        | 3,75       | 3,75        | 4,35        | 4,75        | 4,75        |

Źródło: prognozy Citi

**W 2012 r. spodziewamy się wystromienia krzywej IRS i krzywej obligacji.** Oczekiwane przez nas obniżki stóp procentowych o 75 pb powinny oddziaływać w kierunku obniżenia krótkoterminowych stóp rynkowych. Spowolnienie tempa wzrostu PKB w Polsce i oczekiwany przez nas odległy termin pierwszych podwyżek stóp (najwcześniej 2014) powinny sprzyjać obniżeniu także długoterminowych stóp swap, choć w nieco mniejszej skali niż na krótkim końcu krzywej. Wsparciem dla tego scenariusza będzie perspektywa utrzymania stóp procentowych przez Fed na niskim poziomie do 2014 r., przez EBC do 2016 r.



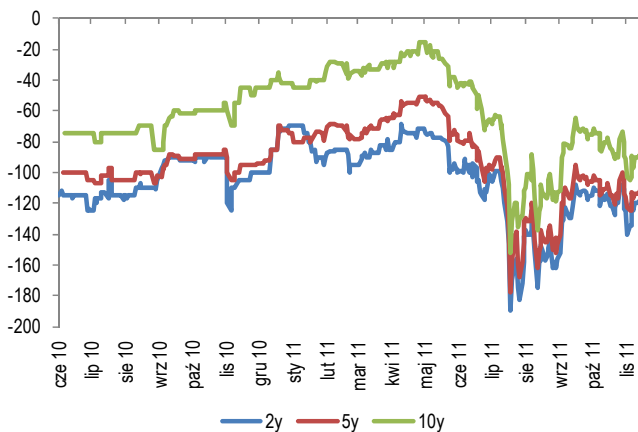
Tabela 5. Prognozy stóp procentowych Citi (na koniec kwartału)

|                        |    |     | I kw 2012 | II kw 2012 | III kw 2012 | IV kw 2012 | I kw 2013 | II kw 2013 |
|------------------------|----|-----|-----------|------------|-------------|------------|-----------|------------|
| Stopa EBC              | %  | EUR | 1,00      | 1,00       | 0,50        | 0,50       | 0,50      | 0,50       |
| 3M EURIBOR             | %  | EUR | 1,25      | 1,00       | 0,50        | 0,50       | 0,50      | 0,50       |
| 2-letnia rentowność    | %  | DE  | 0,5       | 0,5        | 0,35        | 0,35       | 0,35      | 0,35       |
| 5-letnia rentowność    | %  | DE  | 1,00      | 0,85       | 0,65        | 0,75       | 0,75      | 0,75       |
| 10-letnia rentowność   | %  | DE  | 1,75      | 1,5        | 1,25        | 1,50       | 1,50      | 1,50       |
| Spread 10-2            | pb | DE  | 125       | 100        | 90          | 115        | 115       | 115        |
| Spread ASW (10L)       | pb | DE  | -50       | -65        | -65         | -50        | -45       | -35        |
| WIBOR 3M               | %  | PL  | 4,68      | 4,32       | 4,06        | 4,11       | 4,10      | 4,10       |
| 2-letnia rentowność    | %  | PL  | 5,00      | 4,80       | 4,50        | 4,50       | 4,50      | 4,60       |
| 5-letnia rentowność    | %  | PL  | 5,50      | 5,40       | 5,30        | 5,25       | 5,30      | 5,30       |
| 10-letnia rentowność   | %  | PL  | 6,20      | 6,10       | 5,95        | 5,80       | 5,75      | 5,65       |
| Spread 10-2            | pb |     | 120       | 130        | 145         | 130        | 125       | 105        |
| Spread ASW (10L)       | pb | PL  | 100       | 105        | 90          | 80         | 70        | 60         |
| Spread vs. Bundy (10L) | pb |     | 445       | 460        | 470         | 430        | 425       | 415        |

Źródło: prognozy Citi.

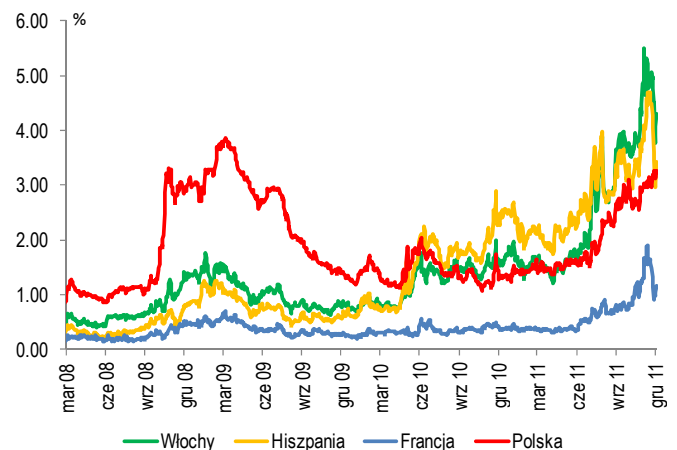
Choć oczekujemy, że w pierwszych trzech kwartałach dojdzie do umocnienia długoterminowych obligacji niemieckich oraz wypłaszczenia krzywej niemieckiej jak również krzywej swap w euro, to będzie to okres utrzymujących się obaw o sytuację fiskalną państw strefy euro i podwyższonych spreadów obligacji krajów strefy euro wobec Bundów. Taka sytuacja może wywierać presję także na krajowy rynek obligacji. Spodziewamy się, że spready polskich długoterminowych obligacji wobec niemieckich mogą rosnąć w I połowie roku, ale pod koniec roku ta tendencja powinna się odwrócić. Podobne tendencje mogą być obserwowane na rynku basis swapów, które powinny się obniżyć w drugiej części przyszłego roku.

Wykres 33. Stopy basis swap



Źródło: Bloomberg

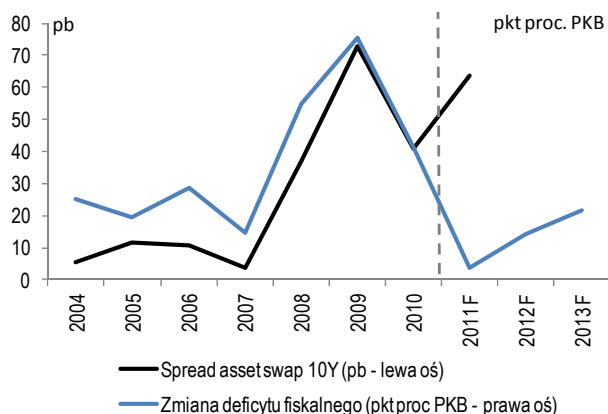
Wykres 34. Spread rentowności 10-letnich euroobligacji vs Bundy



Źródło: Reuters

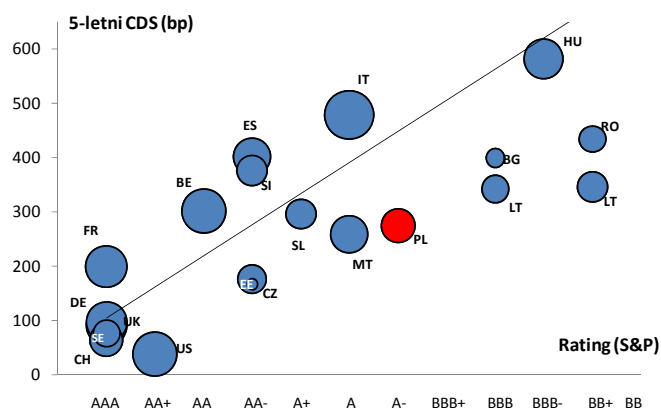
Wsparciem dla długiego końca krzywej powinno być zacieśnienie polityki fiskalnej. Biorąc pod uwagę reformy przedstawione przez rząd i oczekiwany przez nas spadek deficytu fiskalnego do ok. 3,5% PKB w 2012 r. powinny oddziaływać w kierunku niższych rentowności na długim końcu krzywej oraz obniżania spreadów asset swap. Pozytywny wpływ zacieśnienia fiskalnego byłby jeszcze większy, gdyby przyczyniło się ono do podwyższenia perspektyw ratingu u agencji ratingowych.

**Wykres 35. Zacieśnienie polityki fiskalnej powinno oddziaływać w kierunku spadku spreadów asset swap**



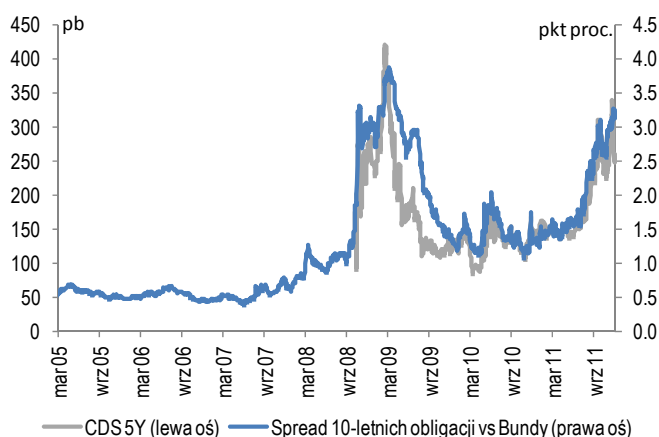
Źródło: Reuters, prognozy Citi Handlowy

**Wykres 36. ... oraz podwyższenia ratingu Polski**



Źródło: Bloomberg, Reuters, Eurostat

**Wykres 37. 5-letni CDS dla Polski vs. różnica do 10-letnich polskich euroobligacji wobec Bundów**



Źródło: Reuters

**Wykres 38. Potrzeby pożyczkowe**

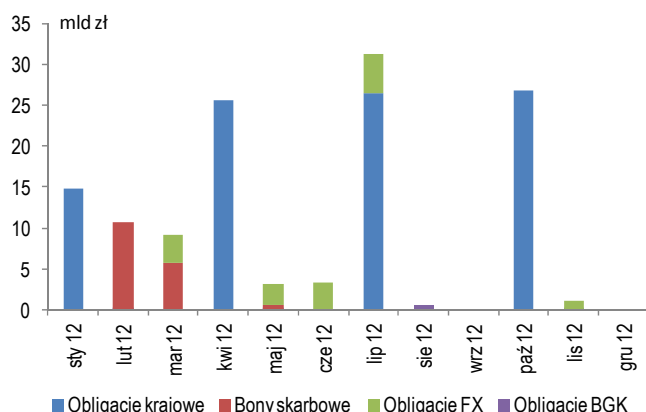
|                                     | 2010  | 2011P | 2012P* |
|-------------------------------------|-------|-------|--------|
| Potrzeby pożyczkowe netto (mld zł)  | 65.4  | 35.7  | 47.3   |
| Potrzeby pożyczkowe brutto (mld zł) | 193.5 | 144.9 | 171.7  |

\* obecnie trwa prefinansowanie potrzeb pożyczkowy na 2012 r.

Źródło: Ministerstwo Finansów

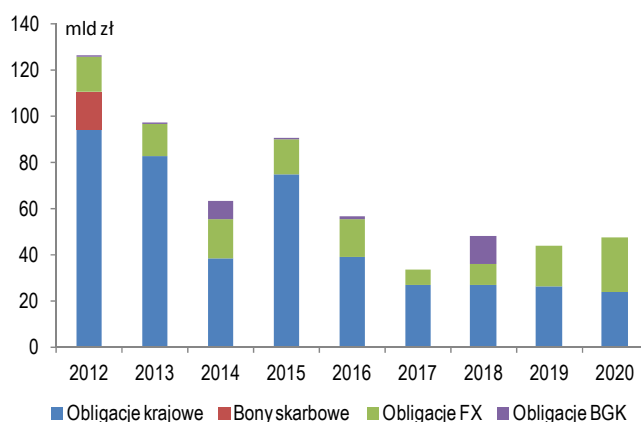
**Potrzeby pożyczkowe w przyszłym roku będą co prawda wyższe niż w obecnym roku, ale będą niższe niż w 2010.** Naszym zdaniem biorąc pod uwagę relatywnie dobre wyniki gospodarki w porównaniu do innych krajów UE a także planowane reformy gospodarcze Ministerstwo Finansów nie powinno mieć istotnych trudności z plasowaniem długu na rynkach finansowych. Choć dostrzegamy ryzyko wyprzedzaży polskich obligacji przez zagraniczne banki borykające się z problemami to uważamy jednocześnie, że podobnie jak w poprzednich latach utrzyma się zainteresowanie krajowym długiem ze strony inwestorów zagranicznych „real money”. Gdyby doszło do znacznej wyprzedzaży krajowych obligacji przez inwestorów długoterminowych wówczas doszłoby do znacznego osłabienia na rynku obligacji, gdyż w ostatni dwóch latach całkowity przyrost długu był finansowany przede wszystkim ze środków inwestorów zagranicznych.

**Wykres 39. Zapadalności papierów skarbowych i BGK w 2012 r.**



Źródło: Bloomberg, Ministerstwo Finansów

**Wykres 40. Zapadalności papierów skarbowych i BGK w najbliższych latach**



Źródło: Bloomberg, Ministerstwo Finansów

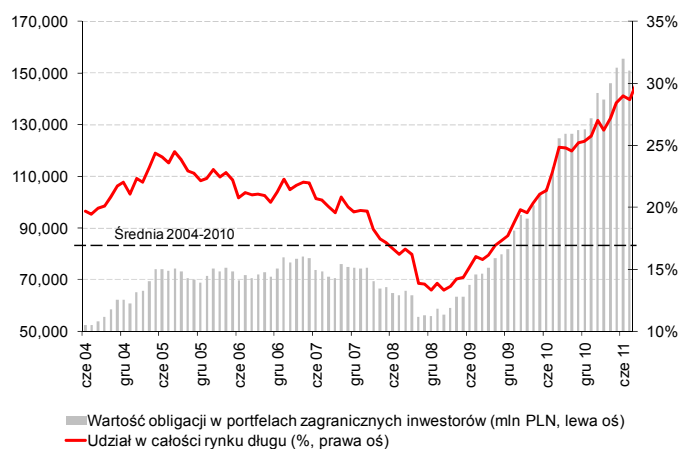
**Wykres 41. Zmiany stanów obligacji w stosunku do roku poprzedniego w portfelach inwestorów (w mld zł)**

|                              | 2011* | 2010  | 2009 | 2008  | 2007 | 2006 | 2005 |
|------------------------------|-------|-------|------|-------|------|------|------|
| Banki                        | -25.5 | -18.5 | 9.5  | 47.8  | 8.9  | 7.4  | -6.0 |
| Inwestorzy zagraniczni       | 30.0  | 46.4  | 25.9 | -18.6 | 0.1  | 5.4  | 6.6  |
| Zakłady ubezpieczeniowe      | -1.8  | 4.3   | -9.4 | 1.1   | 6.2  | 5.1  | 4.2  |
| Fundusze emerytalne          | 8.3   | 7.1   | 10.0 | 16.2  | 13.6 | 17.1 | 15.6 |
| Fundusze inwestycyjne        | -1.2  | 3.2   | 3.3  | -13.7 | 3.2  | 7.6  | 10.5 |
| Osoby prywatne               | -1.1  | -2.5  | -0.9 | 2.8   | -2.2 | -4.0 | -3.5 |
| Przedsiębiorstw niefinansowe | -1.9  | -0.5  | -0.1 | 1.8   | -1.5 | -1.7 | -0.8 |
| Inni                         | 5.2   | 5.0   | 4.9  | 1.9   | 1.4  | 1.8  | 2.2  |
| Suma                         | 12.1  | 44.6  | 43.2 | 39.3  | 29.7 | 38.7 | 28.8 |

Źródło: Ministerstwo Finansów

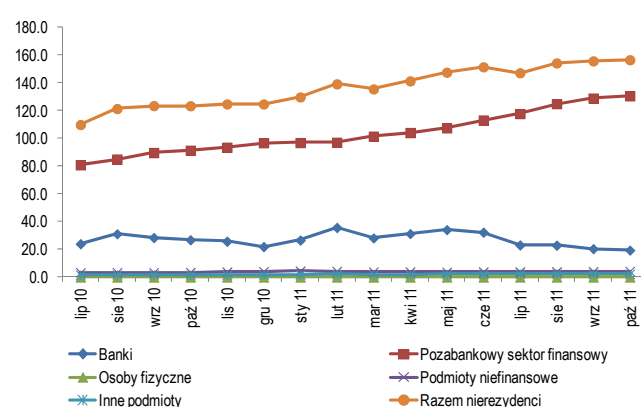
\* wg stanu na koniec października

**Wykres 42. Znaczny przyrost portfela obligacji krajowych inwestorów zagranicznych.**



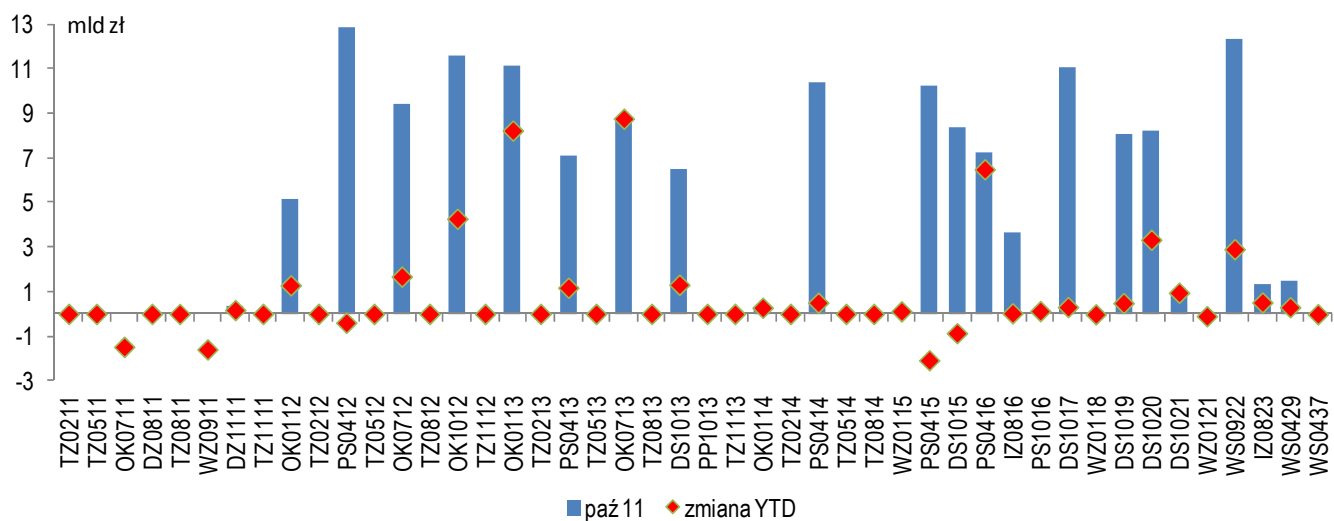
Źródło: Ministerstwo Finansów

**Wykres 43. Historia wartości portfeli inwestorów zagranicznych na krajowym rynku papierów skarbowych**



Źródło: Ministerstwo Finansów

**Wykres 44. Struktura portfeli krajowych obligacji inwestorów zagranicznych (wg stanu na koniec października 2011 r.)**



Źródło: Ministerstwo Finansów.

## Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 6. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

| POLSKA - Dane historyczne              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
|----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
|                                        | 2010   |        |        |        | 2011   |        |        |        |        |        |        |        |      |
|                                        | X      | XI     | XII    | I      | II     | III    | IV     | V      | VI     | VII    | VIII   | IX     | X    |
| <b>Strefa Realna</b>                   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Produkcja przemysłowa (% r/r)          | 8.0    | 10.0   | 11.4   | 10.3   | 10.5   | 6.8    | 6.7    | 7.8    | 2.0    | 1.8    | 7.9    | 7.4    | 6.5  |
| Produkcja przemysłowa (% m/m)          | -1.6   | -1.4   | -4.2   | -6.3   | 3.3    | 15.2   | -9.3   | 2.7    | 1.0    | -6.0   | 4.1    | 12.6   | -2.4 |
| Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)       | 9.3    | 11.8   | 14.1   | 11.5   | 11.1   | 7.4    | 7.3    | 8.2    | 1.9    | 2.3    | 9.0    | 8.3    | 7.1  |
| Prod. budowlano-montażowa (% r/r)      | 9.4    | 14.2   | 12.3   | 11.0   | 18.7   | 24.2   | 15.6   | 23.9   | 17.0   | 16.5   | 10.8   | 18.1   | 8.9  |
| Sprzedaż detaliczna (% r/r)            | 9.0    | 8.3    | 12.0   | 5.8    | 12.2   | 9.4    | 18.6   | 13.8   | 10.9   | 8.2    | 11.3   | 11.4   | 11.2 |
| Stopa bezrobocia (%)                   | 11.5   | 11.7   | 12.4   | 13.1   | 13.4   | 13.3   | 12.8   | 12.4   | 11.9   | 11.8   | 11.8   | 11.8   | 11.8 |
| Zatrudnienie - przeds. (% r/r)         | 2.1    | 2.2    | 2.4    | 3.8    | 4.1    | 4.0    | 3.9    | 3.6    | 3.6    | 3.3    | 3.1    | 2.8    | 2.5  |
| <b>Ceny</b>                            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Inflacja (% r/r)                       | 2.8    | 2.7    | 3.1    | 3.6    | 3.6    | 4.3    | 4.5    | 5.0    | 4.2    | 4.1    | 4.3    | 3.9    | 4.3  |
| Inflacja (% m/m)                       | 0.5    | 0.1    | 0.4    | 1.2    | 0.2    | 0.9    | 0.5    | 0.6    | -0.4   | -0.3   | 0.0    | 0.1    | 0.7  |
| Wskaźnik cen producentów (% r/r)       | 3.9    | 4.7    | 6.2    | 6.2    | 7.5    | 9.5    | 8.8    | 6.3    | 5.6    | 5.9    | 6.8    | 8.4    | 8.5  |
| Wskaźnik cen producentów (% m/m)       | 0.0    | 0.4    | 1.2    | 0.4    | 1.2    | 1.6    | 0.7    | -0.3   | 0.3    | 0.4    | 0.6    | 1.7    | 0.1  |
| Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r) | 3.9    | 3.6    | 5.4    | 5.0    | 4.1    | 4.0    | 5.9    | 4.1    | 5.8    | 5.2    | 5.4    | 5.2    | 5.1  |
| <b>Przepływy zagraniczne</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR)      | -1,678 | -2,697 | -1,922 | -1,313 | -714   | -1,107 | -1,285 | -141   | -1,994 | -2,044 | -2,017 | -1,901 | -    |
| Saldo obrotów bieżących (%PKB)         | -4.4   | -4.5   | -4.6   | -4.7   | -4.9   | -4.8   | -4.8   | -4.7   | -4.9   | -4.9   | -4.8   | -4.9   | -    |
| Saldo obr. towarowych (mln EUR)        | -754   | -1280  | -1313  | -504   | -702   | -687   | -1126  | -975   | -1046  | -1178  | -1083  | -454   | -    |
| Eksport f.o.b. (mln EUR)               | 11,528 | 11,173 | 10,087 | 10,561 | 11,034 | 12,185 | 11,412 | 12,061 | 11,794 | 10,875 | 11,303 | 12,170 | -    |
| Eksport (% r/r)                        | 19.3   | 20.2   | 23.0   | 21.0   | 17.6   | 12.5   | 10.5   | 17.6   | 8.3    | 5.4    | 14.0   | 4.6    | -    |
| Import f.o.b. (mln EUR)                | 12,282 | 12,453 | 11,400 | 11,065 | 11,736 | 12,872 | 12,538 | 13,036 | 12,840 | 12,053 | 12,386 | 12,624 | -    |
| Import (% r/r)                         | 20.3   | 27.7   | 29.1   | 23.9   | 19.4   | 10.6   | 16.5   | 19.4   | 12.5   | 8.4    | 12.0   | 3.7    | -    |
| <b>Strefa monetarna*</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r)             | 6.4    | 9.1    | 8.8    | -1.9   | 8.3    | 10.9   | 9.4    | 7.7    | 7.2    | 7.4    | 8.8    | 10.2   | 10.5 |
| Depozyty gospod. domowych (% r/r)      | 10.1   | 10.2   | 9.8    | 0.6    | 9.7    | 10.8   | 11.3   | 9.8    | 9.2    | 9.8    | 10.6   | 12.3   | 12.9 |
| Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)       | 13.3   | 10.9   | 9.9    | -7.3   | 8.9    | 7.3    | 9.2    | 8.2    | 5.5    | 6.1    | 7.2    | 9.1    | 8.6  |
| Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)     | 10.0   | 14.4   | 14.0   | -0.8   | 13.7   | 13.3   | 12.4   | 12.2   | 9.4    | 13.7   | 12.1   | 14.5   | 14.5 |
| Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)        | -2.4   | -1.1   | -0.9   | 0.7    | 0.4    | 3.6    | 5.8    | 5.4    | 6.4    | 9.1    | 9.6    | 12.6   | 12.5 |
| <b>Rynki finansowe</b>                 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Stopa referencyjna (koniec mies.)      | 3.50   | 3.50   | 3.50   | 3.75   | 3.75   | 3.75   | 4.00   | 4.25   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50 |
| WIBOR 3M (średnio)                     | 3.83   | 3.85   | 3.92   | 4.01   | 4.10   | 4.18   | 4.27   | 4.38   | 4.57   | 4.70   | 4.71   | 4.73   | 4.78 |
| WIBOR 3M (koniec okresu)               | 3.85   | 3.88   | 3.95   | 4.09   | 4.15   | 4.19   | 4.30   | 4.45   | 4.69   | 4.70   | 4.72   | 4.75   | 4.81 |
| Bony 52 tyg. (koniec mies.)            | 4.11   | 4.06   | 4.04   | 4.29   | 4.51   | 4.46   | 4.54   | 4.58   | 4.64   | 4.62   | 4.56   | 4.48   | 4.45 |
| Obligacje 2-letnie (koniec mies.)      | 4.75   | 4.87   | 4.78   | 5.00   | 5.10   | 5.06   | 5.03   | 4.92   | 4.89   | 4.76   | 4.49   | 4.47   | 4.58 |
| Obligacje 5-letnie (koniec mies.)      | 5.34   | 5.52   | 5.52   | 5.71   | 5.78   | 5.73   | 5.77   | 5.49   | 5.42   | 5.32   | 5.16   | 5.10   | 5.10 |
| EUR/PLN (koniec okresu)                | 3.99   | 4.07   | 3.96   | 3.89   | 3.91   | 4.01   | 3.94   | 3.96   | 3.99   | 4.01   | 4.14   | 4.41   | 4.34 |
| USD/PLN (koniec okresu)                | 2.89   | 3.13   | 2.96   | 2.91   | 2.87   | 2.82   | 2.65   | 2.75   | 2.75   | 2.81   | 2.87   | 3.26   | 3.10 |
| EUR/USD (koniec okresu)                | 1.38   | 1.30   | 1.34   | 1.34   | 1.36   | 1.42   | 1.49   | 1.44   | 1.45   | 1.43   | 1.44   | 1.35   | 1.40 |
| <b>Wskaźniki fiskalne</b>              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |      |
| Def. budżetowy kum. (mld PLN)          | 41.8   | 42.5   | 44.6   | 2.8    | 14.3   | 17.3   | 21.6   | 23.7   | 20.4   | 21.1   | 20.7   | 21.9   | 22.5 |
| Def. budżetowy kum. (% planu)          | 80.1   | 81.4   | 85.4   | 6.9    | 35.9   | 43.1   | 53.8   | 59.0   | 50.7   | 52.5   | 51.6   | 54.5   | 56.1 |

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 7. 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    | 534    | 433    | 469    | 501    | 467    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)     | 983   | 1,060 | 1,175  | 1,275  | 1,344  | 1,413  | 1,530  | 1,605  |
| PKB per capita (USD)                           | 7,970 | 8,970 | 11,171 | 13,995 | 11,353 | 12,274 | 13,141 | 12,236 |
| 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   | 12.2   | 12.1   | 12.7   |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>                   |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                      | 3.6   | 6.2   | 6.7    | 5.1    | 1.6    | 3.9    | 4.0    | 1.9    |
| Inwestycje (% r/r)                             | 6.5   | 14.9  | 17.6   | 9.6    | -1.2   | -0.2   | 6.5    | -0.3   |
| Konsumpcja (% r/r)                             | 2.7   | 5.2   | 4.7    | 6.1    | 2.0    | 3.5    | 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   | 12.1   | 5.2    | 0.9    |
| Import (% r/r)                                 | 4.7   | 17.3  | 10.9   | 8.0    | -12.4  | 13.9   | 4.8    | -1.9   |
| <b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>                 |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                           | 0.5   | 1.4   | 3.9    | 3.4    | 3.7    | 3.2    | 4.3    | 2.5    |
| Inflacja CPI (% średnia)                       | 2.1   | 1.1   | 2.4    | 4.3    | 3.8    | 2.7    | 4.2    | 3.2    |
| Płace nominalne (% r/r)                        | 3.2   | 5.0   | 9.1    | 10.5   | 4.2    | 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   | 3.75   |
| WIBOR1M, (% koniec okresu)                     | 4.40  | 3.96  | 5.37   | 5.41   | 3.56   | 3.46   | 4.62   | 3.87   |
| Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu) | 5.01  | 5.20  | 5.93   | 5.46   | 6.24   | 6.07   | 6.10   | 6.10   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                        | 3.26  | 2.90  | 2.45   | 3.00   | 2.87   | 2.95   | 3.37   | 3.37   |
| USD/PLN (Średnia)                              | 3.23  | 3.10  | 2.76   | 2.39   | 3.11   | 3.01   | 2.97   | 3.45   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                        | 3.86  | 3.83  | 3.58   | 4.17   | 4.11   | 3.96   | 4.48   | 4.25   |
| EUR/PLN (Średnia)                              | 4.03  | 3.89  | 3.78   | 3.52   | 4.33   | 3.99   | 4.12   | 4.41   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>              |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                               | -3.7  | -13.1 | -30.5  | -35.0  | -17.2  | -21.0  | -23.2  | -16.5  |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)                | -1.2  | -3.8  | -7.2   | -6.5   | -4.0   | -4.5   | -4.6   | -3.5   |
| Saldo handlu zagranicznego                     | -2.8  | -7.3  | -19.1  | -30.7  | -7.6   | -11.4  | -12.1  | -6.2   |
| Eksport                                        | 96.5  | 117.5 | 145.3  | 178.4  | 142.1  | 162.3  | 185.6  | 163.6  |
| Import                                         | 99.2  | 124.8 | 164.4  | 209.1  | 149.7  | 173.7  | 197.8  | 169.8  |
| Saldo usług                                    | 0.7   | 0.7   | 0.7    | 5.0    | 4.8    | 3.5    | 5.6    | 5.6    |
| Saldo dochodów                                 | -6.7  | -9.7  | -16.4  | -12.9  | -16.6  | -16.7  | -21.6  | -20.3  |
| Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto      | 7.0   | 10.7  | 18.0   | 10.4   | 8.5    | 3.4    | 11.0   | 12.0   |
| Rezerwy międzynarodowe                         | 42.2  | 45.1  | 54.6   | 57.2   | 69.7   | 81.4   | 92.0   | 94.0   |
| Amortyzacja                                    | 30.1  | 23.5  | 30.2   | 32.4   | 32.8   | 32.1   | 40.7   | 41.6   |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>               |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)      | -4.1  | -3.6  | -1.9   | -3.7   | -7.2   | -7.9   | -5.2   | -3.5   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicznych   | -1.3  | -1.0  | 0.4    | -1.5   | -4.6   | -5.2   | -2.3   | -0.5   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)            | 47.5  | 47.8  | 44.9   | 46.9   | 49.9   | 52.8   | 53.6   | 53.0   |
| Dług krajowy                                   | 34.5  | 35.6  | 34.3   | 34.8   | 36.8   | 39.4   | 38.5   | 38.1   |

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

---

**Tabela 8. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki**

|                                            | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P |
|--------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Realny wzrost PKB (% , r/r)                | 3.9  | 4.0   | 1.9   | 2.8   | 3.1   | 3.4   |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | 2.7  | 4.2   | 3.2   | 2.6   | 2.5   | 2.5   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)            | -4.5 | -4.6  | -3.5  | -4.1  | -5.3  | -5.5  |
| Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu) | 3.50 | 4.50  | 3.75  | 3.75  | 4.75  | 4.75  |
| USD/PLN (koniec okresu)                    | 2.95 | 3.37  | 3.37  | 3.00  | 2.62  | 2.54  |
| USD/PLN (średnia)                          | 3.01 | 2.97  | 3.45  | 3.15  | 2.73  | 2.59  |
| EUR/PLN (koniec okresu)                    | 3.96 | 4.48  | 4.25  | 3.90  | 3.59  | 3.45  |
| EUR/PLN (średnia)                          | 3.99 | 4.12  | 4.41  | 4.06  | 3.75  | 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 jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.*

---