

CitiMonthly

W skrócie

- Publikowane w ostatnich tygodniach informacje wskazują na dalsze ożywienie polskiej gospodarki. Oczekujemy, że pod koniec bieżącego roku wzrost może oscylować w pobliżu 2%, a w przyszłym roku nieznacznie przekroczy 3%. Nasze prognozy pozostają bardziej optymistyczne niż „konsensus rynkowy”, przede wszystkim za sprawą oczekiwanego przez nas pozytywnego wpływu rozluźnienia fiskalnego na PKB.
- Pomimo przyspieszenia wzrostu, na razie nie pojawiły się żadne sygnały świadczące o popytowej presji inflacyjnej. Naszym zdaniem (średnioroczna) inflacja pozostanie poniżej celu również w przyszłym roku, choć zapewne przekroczy 2%.
- Już wkrótce RPP może zasygnalizować, że stopy procentowe w kraju pozostaną bez zmian do końca pierwszego lub nawet drugiego kwartału 2014. Pierwszych podwyżek spodziewamy się dopiero około lipca.
- Planowane przez rząd zmiany w systemie emerytalnym najprawdopodobniej doprowadzą do *jednorazowego* obniżenia długu publicznego oraz do niewielkiego *trwałego* spadku deficytu sektora rządowego i samorządowego (pomijając efekt jednorazowych transferów). W praktyce oznacza to oddalenie ryzyka przekroczenia przez dług prognozy 55% PKB.
- W przypadku otoczenia zewnętrznego najważniejszą zmianą w ostatnich tygodniach było przesunięcie rynkowych oczekiwań dotyczących momentu zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed. Oczekujemy, że amerykański bank centralny poczeka z próbami ograniczenia tempa skupu aktywów przynajmniej do marca 2014 roku, częściowo ograniczając ryzyko szybkiego odpływu zagranicznego kapitału z rynków wschodzących.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

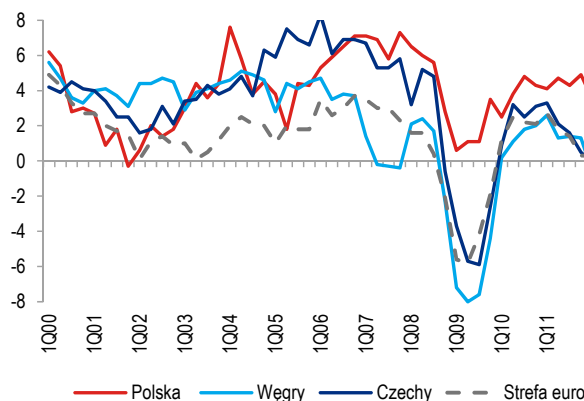
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

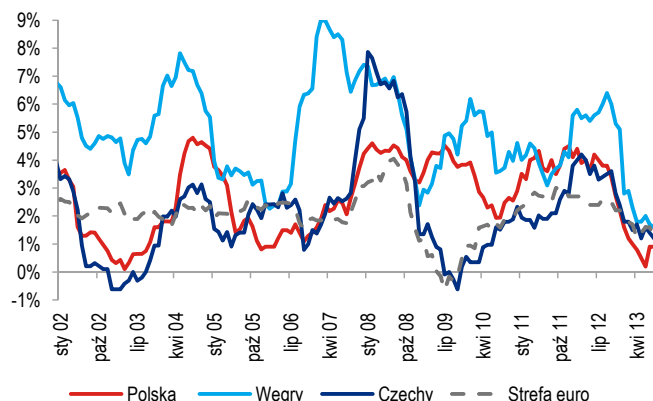
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



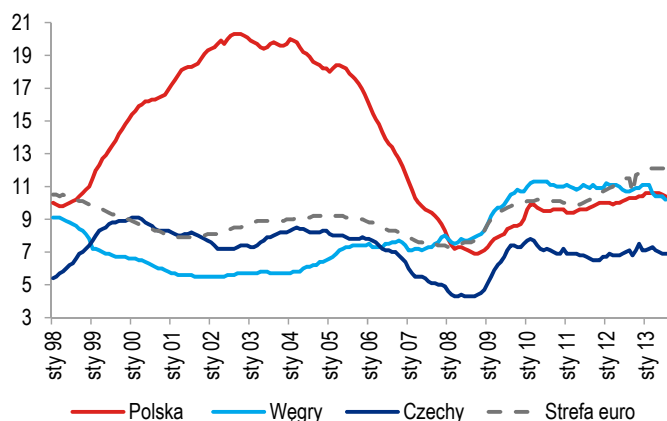
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



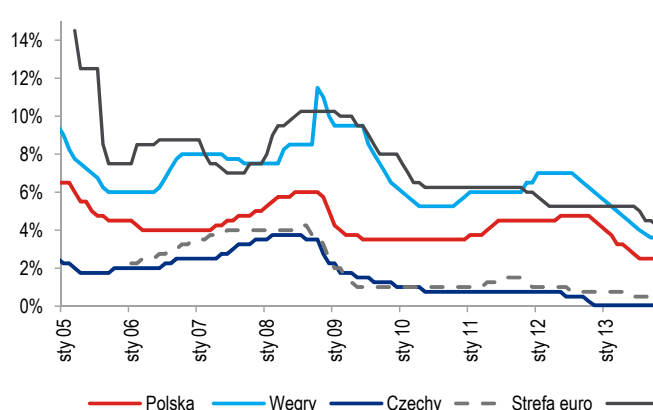
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	2,1	-2,9	48,3
Węgry	3,3	6,3	-3,0	79,7
Polska	1,6	4,0	-3,9	57,5
Rumunia	4,4	5,9	-2,6	38,6
Kryterium konwergencji	<u>2,3</u>	<u>5,1</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2013, opublikowane w maju 2013 r.

Uwaga: Inflacja została obliczona jako dwunastomiesięczna średnia wskaźników HICP. Stopa procentowa to średnia dwunastomiesięczna z rentowności dziesięcioletnich obligacji rządowych. Dług i saldo sektora inst. rządowych i samorządowych (*general government*) jest zdefiniowany zgodnie z metodologią ESA-95.

Temat miesiąca

Prognozy globalne¹

- W minionym miesiącu ekonomiści Citi podnieśli prognozy wzrostu w Niemczech i strefie euro, podczas gdy prognozy dla gospodarek wschodzących nie były istotnie zmieniane.
- Najważniejszą zmianą w ostatnich tygodniach było przesunięcie rynkowych oczekiwań dotyczących momentu zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed. Oczekujemy, że amerykański bank centralny poczeka z próbami ograniczenia tempa skupu aktywów przynajmniej do marca 2014 roku, częściowo ograniczając ryzyko szybkiego odpływu zagranicznego kapitału z rynków wschodzących.

W tym miesiącu ekonomiści Citi utrzymali prognozy wzrostu gospodarczego na świecie na poziomie 2,5% r/r na 2013 r. i 3,2% na 2014 r. Z punktu widzenia Polski istotną informacją jest fakt niewielkiego podniesienia prognoz dla Niemiec oraz innych krajów strefy euro, podczas gdy prognozy dla krajów wschodzących były obniżane. W przypadku Niemiec oczekujemy wzrostu o 1,9% r/r w 2014 roku, wobec zaledwie 0,6% w 2013 r., przy czym przyspieszenie będzie napędzane w całości popytem krajowym, w tym przede wszystkim inwestycjami oraz konsumpcją indywidualną. Prognoza dla krajów rozwijających się nie uległa zmianie. W rezultacie od początku roku prognoza wzrostu PKB dla krajów rozwiniętych została podwyższona już o 0,4 pkt proc (głównie dla Wielkiej Brytanii, strefy euro i Japonii). Z kolei prognoza dla krajów rozwijających się została zrewidowana w dół o 0,4 pkt proc.

Rynki wschodzące: W Chinach, zgodnie z oczekiwaniami, wzrost odbił się w III kw. i sięgnął 7,8%, jednak spodziewamy się jego spowolnienia w kolejnych kwartałach do około 7,2% w 2014. Ta prognoza wydaje się spójna ze scenariuszem „miękkiego lądowania” oraz tylko niewielkiego wzrostu bezrobocia w Chinach. Niemniej, wzrost chińskiej gospodarki pozostaje niezrównoważony i jest uzależniony od stymulacji kredytowej. Relacja długu sektora prywatnego do PKB już sięgnęła 178%, przekraczając poziomy notowane w Stanach Zjednoczonych lub strefie euro. Dla porównania, pięć lat wcześniej ta relacja wynosiła 120%. Biorąc to pod uwagę wydaje się, że dotychczasowe tempo wzrostu może nie być możliwe do utrzymania w średnim horyzoncie i będzie wymagało przesunięcia motorów wzrostu z napędzanych kredytem inwestycji na konsumpcję lub na eksport o wyższej wartości dodanej. Poza Chinami, naszym zdaniem ryzyko spowolnienia dotyczy również innych gospodarek wschodzących i to pomimo oddalenia się perspektywy zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

USA: W Stanach Zjednoczonych spór między Demokratami i Republikanami doprowadził do zacieśnienia fiskalnego, które według szacunków MFW, wyniosło około 2,3 punktu procentowego w 2013 roku (mierzone zmianą deficytu pierwotnego skorygowanego o wpływ cyklu koniunkturalnego). Porozumienie, które zakończyło ponad dwutygodniowy

¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport GEOS z dnia 23.10.2013.

okres ograniczonej działalności rządu federalnego (government shutdown) w praktyce oznacza tylko odłożenie w czasie decyzji do stycznia/lutego. W swoich prognozach ekonomiści Citi zakładają, że negatywny wpływ jaki wywiera polityka fiskalna na PKB osłabnie w przyszłym roku. Niemniej dla gospodarki znaczenie może mieć utrzymująca się niepewność dotycząca porozumienia między Demokratami a Republikanami. Biorąc pod uwagę te czynniki, oczekujemy, że Fed może poczekać z ograniczaniem tempa zakupów aktywów aż do marca.

Tabela 6. Prognozy w wybranych gospodarkach (prognozy na lata 2012-2014)

	PKB			CPI			Saldo budżetu		
	2012	2013P	2014P	2012	2013P	2014P	2012	2013P	2014P
Świat	2.6	2.5	3.2	2.9	2.6	2.9	-4.4	-3.5	-3.0
Kraje rozwinięte	1.4	1.1	2.0	1.9	1.3	1.8	-6.0	-4.4	-3.6
USA	2.8	1.6	2.6	1.8	1.2	1.9	-8.1	-4.8	-4.3
Japonia	2.0	1.9	1.8	0.0	0.1	2.1	-10.7	-9.8	-8.0
Strefa euro	-0.6	-0.3	0.8	2.5	1.4	1.3	-3.7	-2.8	-2.3
Niemcy	0.9	0.6	1.9	2.0	1.5	1.6	0.2	0.0	0.2
Francja	0.0	0.2	0.8	2.2	1.1	1.7	-4.8	-4.0	-3.5
Włochy	-2.4	-1.7	0.1	3.3	1.4	0.9	-3.0	-3.1	-2.8
Hiszpania	-1.6	-1.3	0.1	2.4	1.7	0.9	-10.8	-6.8	-5.9
Grecja	-6.4	-3.8	-2.9	1.0	-0.6	-1.2	-10.0	-4.7	-4.0
Szwecja	1.3	0.6	2.2	0.9	0.0	1.2	-0.6	-1.4	-1.6
Szwajcaria	1.0	1.7	1.5	-0.7	-0.2	0.3	0.5	0.7	0.9
Wielka Brytania	0.1	1.4	3.0	2.8	2.6	2.2	-6.1	-6.9	-5.6
Kraje rozwijające się	4.6	4.7	5.0	4.6	4.7	4.6	-1.6	-2.0	-2.1
Chiny	7.7	7.6	7.2	2.6	2.7	3.0	-2.0	-2.0	-2.0
Czechy	-1.0	-1.0	1.7	3.3	1.4	0.9	-4.4	-2.8	-2.9
Węgry	-1.7	0.6	1.8	5.7	1.9	1.9	-1.9	-2.9	-3.3
Polska	1.9	1.3	3.1	3.7	1.0	2.1	-3.9	-4.3	4.8
Rumunia	0.4	1.6	2.8	3.3	4.2	2.4	-2.2	-2.2	-2.5
Rosja	3.4	1.4	2.8	5.1	6.7	5.4	-0.7	-2.0	-4.2
Turcja	2.2	3.5	4.0	8.9	7.3	7.3	-2.0	-1.2	-2.7
RPA	2.5	2.1	2.9	5.7	5.9	5.5	-4.4	-5.0	-4.8
Brazylia	0.9	2.6	2.0	5.4	6.2	5.9	-2.5	-3.8	-3.7
Meksyk	3.8	1.2	3.8	4.1	3.8	3.5	-2.6	-2.4	-3.5

Źródło: Prognozy Citi Research.

Gospodarka w skrócie²

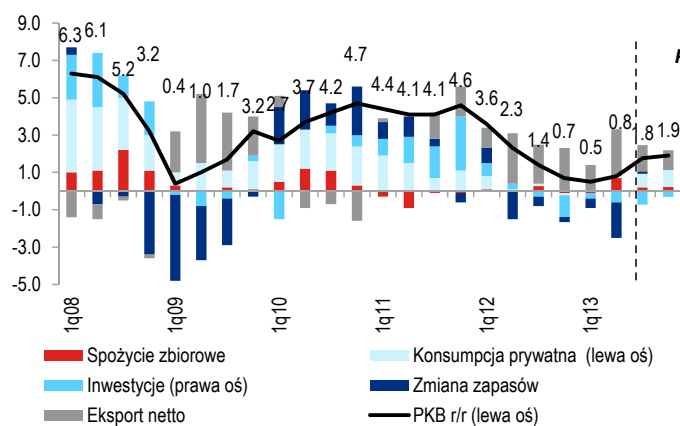
Wrzucamy trójkę?

- Publikowane w ostatnich tygodniach informacje wskazują na dalsze ożywienie polskiej gospodarki. Oczekujemy, że pod koniec bieżącego roku wzrost może oscylować w pobliżu 2%, a w przyszłym roku nieznacznie przekroczy 3%.
- Pomimo przyspieszenia wzrostu, na razie nie pojawiły się żadne sygnały świadczące o popytowej presji inflacyjnej. Naszym zdaniem (średnioroczna) inflacja pozostanie poniżej celu również w przyszłym roku
- Już wkrótce RPP może zasignalizować, że stopy procentowe w kraju pozostaną bez zmian do końca pierwszego lub nawet drugiego kwartału 2014. Pierwszych podwyżek spodziewamy się dopiero około lipca.

Wzrost powyżej 3% w 2014 r.

Napływające od kilku miesięcy dane makroekonomiczne systematycznie wpisują się w scenariusz stopniowego ożywienia gospodarczego. Spośród ostatnich publikacji, najistotniejszym pozytywnym zaskoczeniem okazał się wskaźnik PMI, obrazujący koniunkturę w przetwórstwie przemysłowym. Wzrósł on we wrześniu do poziomu 53,1 punktu i był to trzeci kolejny miesiąc z indeksem powyżej 50 punktów (wartości powyżej 50 oznaczają wzrost w przetwórstwie). Przy tak wyraźnej poprawie PMI wynikającej zarówno ze wzrostu zamówień krajowych jak i zagranicznych, odnotowano również wzrost produkcji przemysłowej o 6,2% r/r. Porównując to z zaledwie 2,2% wzrostem w sierpniu oraz notowanymi jeszcze niedawno spadkami produkcji, wynik ten wydaje się potwierdzać poprawę w przemyśle.

Wykres 5. Kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja przemysłowa (s.a.) oraz PMI

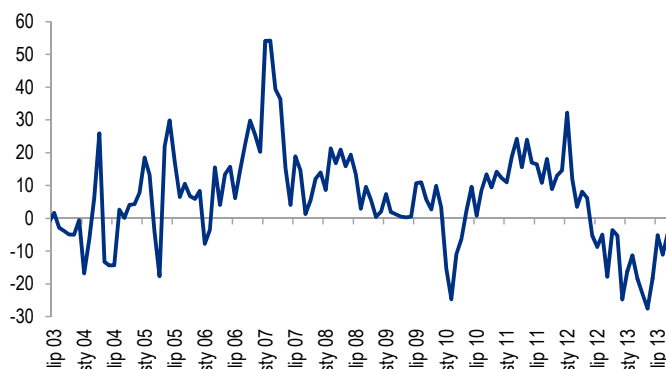


Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport GEOS z dnia 23.10.2013 i EMMSO z dnia 25.10.2013 r.

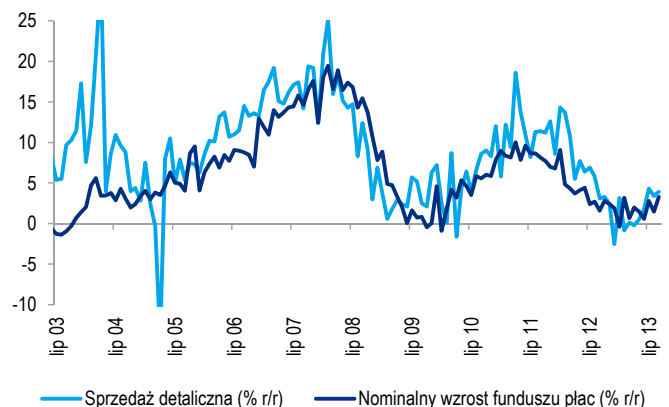
Oznaki ożywienia nie ograniczają się wyłącznie do przemysłu. Gdyby do powyższych informacji dodać mniejszy niż dotychczas spadek produkcji budowlanej oraz szybszy wzrost sprzedaży detalicznej, to okazuje się, że większość kluczowych danych w III kwartale uległa istotnej poprawie w porównaniu z II kwartałem. Również dane z rynku pracy pozwalają na pewną dozę optymizmu – zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło we wrześniu o 0,3% r/r (a więc mniej niż w poprzednich miesiącach), podczas gdy płace nominalne wzrosły o 3,6% r/r. Ponadto systematycznie rośnie liczba osób wyrejestrowujących się z rejestru bezrobotnych ze względu na podjęcie pracy.

Wykres 7. Produkcja budowlano-montażowa



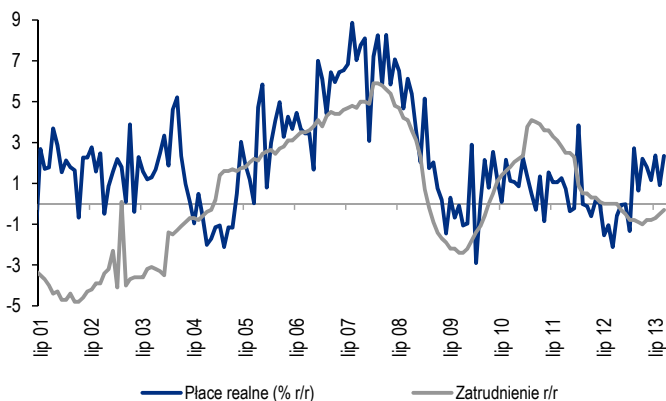
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna i nominalny wzrost funduszu płac



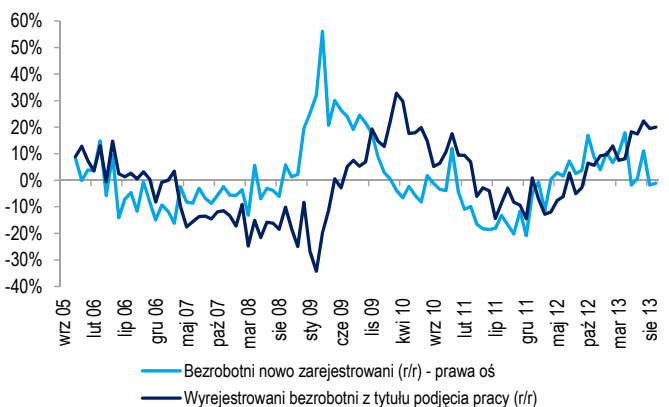
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 9. Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Wyrejestrowani bezrobotni z tytułu podjęcia pracy oraz liczba nowych bezrobotnych

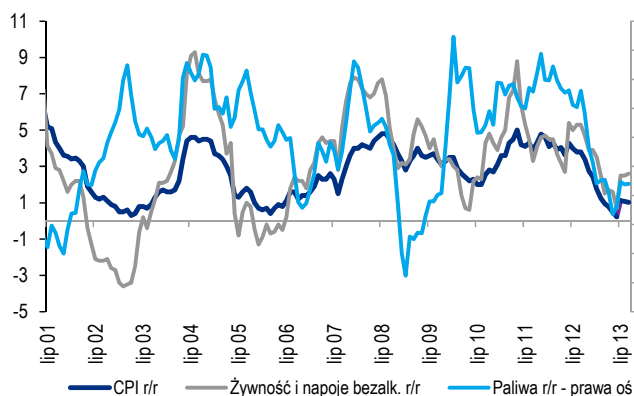


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Biorąc pod uwagę opublikowane w ostatnich tygodniach dane podtrzymujemy nasz pogląd, że wzrost gospodarczy w III kwartale wyraźnie przyspieszy i przekroczy 1,5% r/r. Z kolei w 2014 roku wzrost może okazać się wyraźnie wyższy niż sugerowałby obecny konsensus rynkowy i może sięgnąć 3,1% r/r. Przyczyniać się do tego będzie zarówno ożywienie w Niemczech, jak i oznaki poprawy na rynku pracy w kraju oraz niewielka poprawa dynamiki kredytów. Tymczasem nakłady inwestycyjne mogą w przyszłym roku zwiększyć się o około 3,7%, między innymi dzięki napływającym funduszom z UE oraz rozszerzanym programom pomocowym BGK. Dodatkowo, zmiany w systemie emerytalnym powinny stworzyć znaczną przestrzeń fiskalną, która może zostać częściowo wykorzystana podczas najbliższych dwóch lat. Ogólne konsekwencje

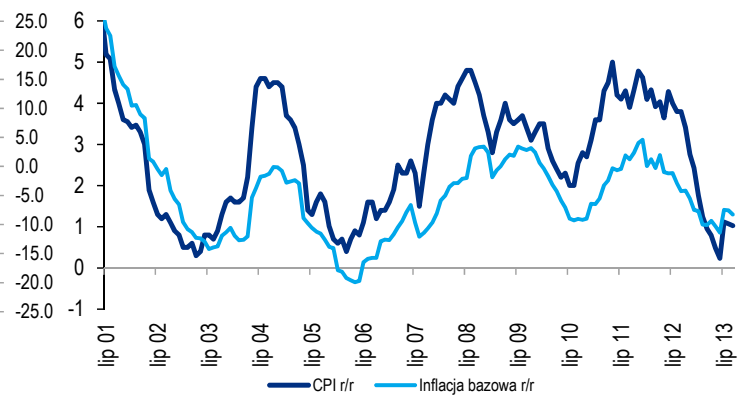
zmian w systemie emerytalnym opisaliśmy już we wrześniowym wydaniu naszego miesięcznika CitiMonthly, jednak z punktu widzenia polityki fiskalnej najważniejsze jest to, że doprowadzą one do obniżenia długu publicznego w kraju do około 48% PKB w 2014 roku, oddalając ryzyko przekroczenia progu 55%. Dodatkowo, zarówno potrzeby pożyczkowe jak i deficyt sektora rządowego i samorządowego (*general government*) zostaną wyraźnie obniżone, zwiększając pole manewru Ministerstwa Finansów. Naszym zdaniem przyczyni się to do rozluźnienia polityki fiskalnej i quasi-fiskalnej (w porównaniu ze scenariuszem, w którym nie byłoby zmian w systemie emerytalnym), a przez to przyczyni się do szybszego wzrostu gospodarczego w kraju. Właśnie założenie o poluzowaniu polityki fiskalnej jest głównym powodem, czemu na początku października podnieśliśmy naszą prognozę PKB na 2014 rok do poziomu 3,1% (wobec 2,8% przed korektą).

Wykres 13. Inflacja i jej wybrane składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Inflacja vs. inflacja bazowa



Źródło: NBP GUS, Citi Handlowy.

Inflacja poniżej celu również w 2014

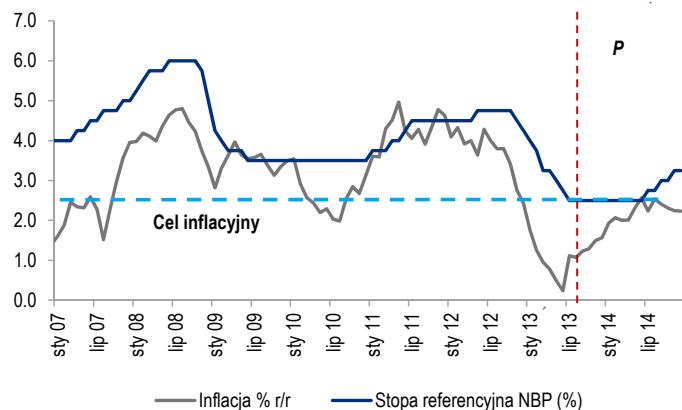
Choć inflacja najprawdopodobniej będzie rosnąć w kolejnych miesiącach, naszym zdaniem wciąż pozostanie ona pod kontrolą i nie zagrazi celowi inflacyjnemu RPP. We wrześniu inflacja okazała się nieco niższa od prognoz i spadła z 1,1% r/r do 1%. Spadek wynikał przede wszystkim z nie uwzględnionej w prognozie głębokiej obniżki opłat dotyczących przedszkoli (o 17,7% m/m), a więc z czynnika jednorazowego. Naszym zdaniem do końca roku wskaźnik CPI wzrośnie do około 1,4% r/r, a w przyszłym roku wyniesie tylko nieco powyżej 2%. Wciąż nie ma żadnych oznak popytowej presji na wzrost cen konsumpcyjnych i naszym zdaniem zagrożenie to na razie nie będzie się materializować. Co prawda ożywienie może doprowadzić do wzrostu dynamiki PKB powyżej potencjału, jednak luka popytowa (popularna miara presji popytowej) pozostanie przez dłuższy czas ujemna i będzie stopniowo się domykać.

Pierwsza podwyżka możliwa w III kwartale

Istnieje kilka czynników, które mogą zaważyć na polityce pieniężnej i potencjalnie jednym z nich jest zmiana w składzie RPP. W październiku z zasiadania w Radzie zrezygnowała prof. Zyta Gilowska, członkini wybrana w 2010 roku przez ówczesnego prezydenta Lecha Kaczyńskiego. Zgodnie z prawem prezydent Komorowski ma teraz trzy miesiące na powołanie nowego członka Rady na sześcioletnią kadencję, choć sygnały płynące z Kancelarii Prezydenta sugerują, że dojdzie do tego szybciej.

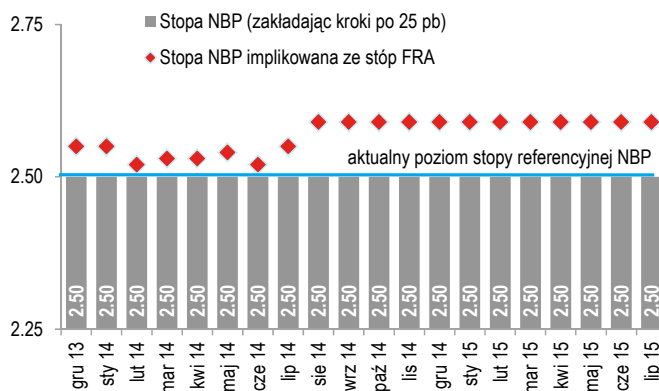
Zapis głosowań RPP z ostatnich lat pokazuje, że prof. Gilowska systematycznie głosowała z grupą najbardziej jastrzębich członków RPP. Dlatego jej ustąpienie może doprowadzić do niewielkiego przesunięcia bilansu sił w kierunku gołębi w Radzie, a prezes NBP mógłby stać się teraz kluczowym członkiem RPP, praktycznie decydując o wyniku głosowań.

Wykres 15. Prognoza inflacji i stopy referencyjnej



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 16. Implikowana stopa NBP ze stawek FRA



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wciąż oczekujemy, że do pierwszej podwyżki stóp może dojść dopiero około lipca 2014. Już w listopadzie lub grudniu RPP zapewne postara się zasygnalizować nowy, wydłużony okres, podczas którego stopy procentowe pozostaną bez zmian. Dotychczas sygnalizowano, że pozostaną one bez zmian do końca bieżącego roku, jednak nowy termin prawdopodobnie zostanie przesunięty przynajmniej do końca I kwartału, lub nawet II. kw. 2014. Niemniej, ponieważ spodziewamy się silniejszego wzrostu PKB niż zakłada rynek oraz oczekujemy spadku realnych stóp procentowych do niemal zera w I połowie 2014, gotowość RPP do podwyżek stóp będzie stopniowo narastać. Naszym zdaniem w II kwartale Rada może zacząć przygotowywać rynki do możliwego zacieśnienia polityki pieniężnej, a do pierwszej podwyżki może dojść około lipca (przy okazji nowej projekcji inflacyjnej).

Nieco lepsze perspektywy dla złotego

Oddalenie perspektywy zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed (o ile za takie zacieśnienie można uznać „tapering”) może w najbliższym czasie wspierać złotego. Polska waluta powinna również zyskiwać na poprawie perspektyw wzrostu w strefie euro, a więc regionie, z którym Polska jest powiązana silnymi więzami handlowymi, finansowymi oraz politycznymi. Dotychczas słabszym punktem złotego było uzależnienie Polski od finansowania zagranicznego, które ujawniało się w wysokim deficycie rachunku obrotów bieżących. Niemniej obserwowany w ostatnich kwartałach spadek deficytu obrotów bieżących oraz nieprzerwany napływ środków unijnych powodują, że zagrożenie to wydaje się obecnie mniej realne. Oczekujemy zatem stopniowego umocnienia złotego wobec euro do 4,14 na koniec roku oraz 4,06 na koniec 2014 r.

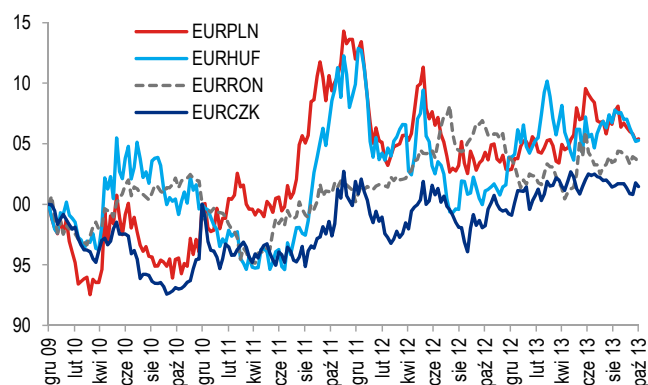
Perspektywy złotego wciąż są mocno powiązane z perspektywami polityki pieniężnej w Stanach. Jeżeli Fed zdecyduje się na ograniczenie programu skupu aktywów szybciej niż obecnie rynki zakładają (czyli przed marcem 2014), to nasilenie odpływu kapitału może prowadzić do przejściowego osłabienia złotego.

Tabela 2. Prognozy wybranych par walutowych (na koniec kwartału)

	25/10*	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14	III kw 14	IV kw 14	I kw 15	II kw 15
EURUSD	1,3804	1,38	1,39	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
USDJPY	97,41	98	99	102	104	105	105	105
EURCHF	1,2318	1,25	1,25	1,25	1,26	1,26	1,27	1,28
EURGBP	0,8538	0,83	0,82	0,82	0,82	0,81	0,81	0,80
EURPLN	4,1740	4,14	4,12	4,10	4,08	4,06	4,04	4,02
EURHUF	292,02	301	303	305	306	307	308	309
EURCZK	25,683	25,95	25,84	25,72	25,44	25,12	24,80	24,49

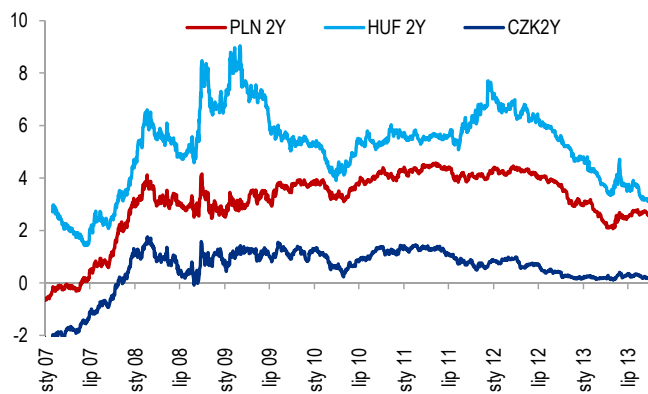
Źródło: Reuters, Prognozy Citi Research. * kurs zamknięcia według Reuters

Wykres 17. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



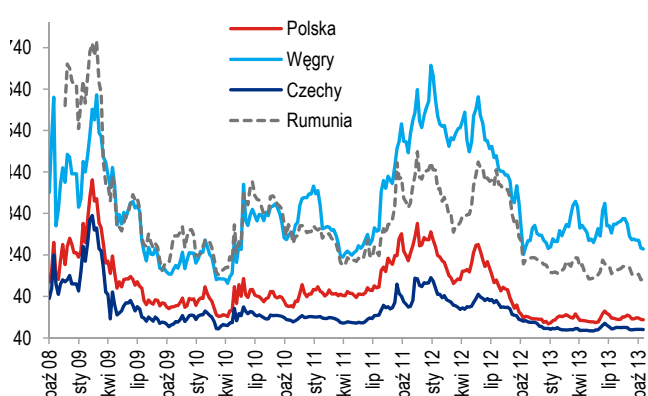
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



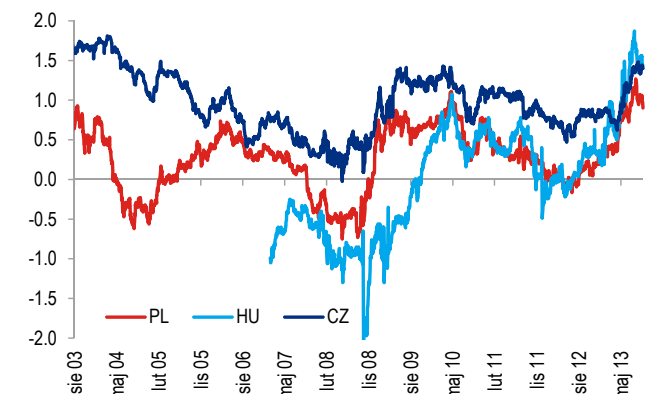
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Stawki CDS (5-letnie)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012				2013								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-5.2	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	-2.9	2.8	-1.8	3.0	6.3	2.2	6.2
Produkcja przemysłowa (% m/m)	6.1	7.8	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	9.3	-2.2	-0.7	2.8	1.5	-4.5	9.6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-5.6	4.6	-1.1	-12.2	-0.4	-1.9	-3.3	3.0	-2.0	3.7	6.8	2.3	6.8
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-17.8	-3.6	-5.3	-24.8	-16.1	-11.4	-18.5	-23.1	-27.5	-18.3	-5.2	-11.1	-4.8
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.1	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	0.1	-0.2	0.5	1.8	4.3	3.4	3.9
Stopa bezrobocia (%)	12.4	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	14.3	14.0	13.5	13.2	13.1	13.0	13.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.8	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	1.0	0.8	0.5	0.2	1.1	1.1	1.0
Inflacja (% m/m)	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.4	-0.1	0.0	0.3	-0.3	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	1.8	1.0	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	-0.7	-2.1	-2.5	-1.3	-0.8	-1.1	-1.4
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.5	-0.7	-0.2	-0.6	0.1	0.3	-0.3	-0.7	0.1	0.7	0.2	-0.3	0.2
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	1.6	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	1.6	3.0	2.3	1.4	3.5	2.0	3.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,185	-342	-1,315	-1,705	-1,375	-668	-272	436	-204	133	-497	-719	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.4	-3.9	-3.9	-3.7	-3.5	-3.3	-3.1	-2.8	-2.8	-2.3	-1.9	-2.0	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	37	361	-259	-1156	-64	426	-502	621	2	569	175	264	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12,853	14,590	13,434	10,545	12,214	12,352	12,780	13,317	12,276	12,740	13,008	12,451	-
Eksport (% r/r)	1.9	19.1	11.2	-1.1	6.4	4.3	-1.2	11.1	0.4	5.1	5.6	2.1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,816	14,229	13,693	11,701	12,278	11,926	13,282	12,696	12,274	12,171	12,833	12,187	-
Import (% r/r)	-0.5	9.9	6.6	-0.9	1.1	-6.2	-1.3	1.7	-6.0	-2.2	1.1	-0.7	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.6	8.0	5.7	4.5	4.4	5.5	5.3	7.4	6.5	7.0	6.6	6.1	6.1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.3	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	9.2	8.9	7.7	7.6	7.0	6.7	6.3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6	-6.7	-5.7	-0.8	2.8	2.1	4.5	4.8	4.7	7.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	1.2	1.8	-0.2	0.2	2.0	2.7	2.6	2.0	0.9	2.4	3.3	3.0	4.3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.7	6.5	2.8	1.4	2.5	2.9	1.8	1.5	-0.1	1.6	0.5	0.7	0.2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50
WIBOR 3M (średnio)	4.96	4.83	4.60	4.27	4.04	3.80	3.48	3.29	2.89	2.74	2.71	2.70	2.69
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.93	4.75	4.49	4.13	3.95	3.74	3.39	3.03	2.74	2.73	2.70	2.70	2.67
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.01	3.61	3.06	3.06	3.41	3.46	3.16	2.68	2.69	2.81	2.66	2.82	2.77
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.05	3.91	3.40	3.15	3.25	3.48	3.15	2.62	2.73	3.08	2.82	3.14	3.06
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.71	4.60	4.03	3.74	3.93	3.98	3.95	3.28	3.59	4.37	4.09	4.46	4.46
EUR/PLN (koniec okresu)	4.15	4.15	4.11	4.07	4.19	4.17	4.18	4.14	4.33	4.32	4.23	4.27	4.22
USD/PLN (koniec okresu)	3.22	3.21	3.16	3.08	3.09	3.18	3.26	3.17	3.27	3.32	3.19	3.23	3.12
EUR/USD (koniec okresu)	1.29	1.29	1.30	1.32	1.36	1.31	1.28	1.31	1.32	1.30	1.33	1.32	1.35
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	34.1	30.5	31.1	30.4	8.4	21.7	24.4	31.7	30.9	26.0	25.9	26.8	29.6
Def. budżetowy kum. (% planu)	97.5	87.0%	88.8%	86.9%	23.7%	60.9%	68.6%	89.3%	87.0%	73.0%	73.0%	75.3%	83.2%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	517	590
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,638	1,727
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,405	15,315
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	12.2	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-3.8	4.0
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.3
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.4	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	2.1
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.57
	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.00	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.14	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-10.9	-17.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.1	-3.0
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-0.7	-4.3
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	214.8
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	200.2	219.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-25.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	49.2	51.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.3	4.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.6	7.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.6	47.7
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.5	31.0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	4.5	1.9	1.3	3.1	3.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	1.0	2.1	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-3.5	-2.1	-3.0	-3.5	-4.1
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	3.25	4.25	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.00	2.90	2.88	2.82
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.16	2.94	2.89	2.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.14	4.06	4.00	3.95
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.19	4.10	4.03	3.98

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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 zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.