

CitiMonthly

W skrócie

- Nadchodzący rok powinien okazać się dla gospodarek rozwiniętych lepszy niż ostatnie kilka kwartałów, a wzrost w tej grupie krajów może sięgnąć 2%, wobec 1,1% w 2013 r.
- Oczekujemy, że 2014 r. przyniesie powolną normalizację polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, gdzie bank centralny będzie powoli ograniczać skalę zakupu aktywów. Z kolei EBC może być zmuszony do dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej i cięcia stóp procentowych praktycznie do zera.
- Zmiana kierunku polityki Fed zapewne będzie sprzyjać odpływowi kapitału z rynków wschodzących, zwiększając presję na waluty rynków wschodzących. Dzięki szybkiemu wzrostowi gospodarczemu, wciąż relatywnie wysokim stopom procentowym oraz poprawie fundamentów ewentualne osłabienie PLN powinno być przejściowe.
- W przypadku Polski nowy rok najprawdopodobniej przyniesie wyraźnie silniejsze ożywienie gospodarcze niż obecnie zakłada konsensus rynkowy. Wzrost będzie wynikał z przyspieszenia popytu krajowego, w tym zarówno konsumpcji jak i inwestycji.
- Rada Polityki Pieniężnej nie zamierza podnosić stóp procentowych w najbliższych miesiącach, ale oznaki ożywienia oraz powoli rosnąca inflacja mogą doprowadzić do pierwszej podwyżki pod koniec roku.
- W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że zmiany w systemie emerytalnym zostaną bez większych przeszkód wprowadzone w życie. Zmiany te doprowadzą do wyraźnej redukcji długu oraz deficytu sektora rządowego i samorządowego w kraju, tworząc dodatkową przestrzeń fiskalną do antycyklicznych działań.
- Nawet w przypadku negatywnego zewnętrznego szoku polskie władze mogłyby pozwolić na wzrost deficytu i długu, po to aby ograniczyć negatywny wpływ na wzrost gospodarczy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

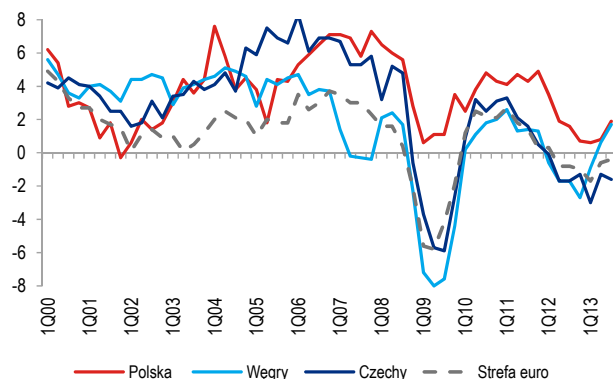
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

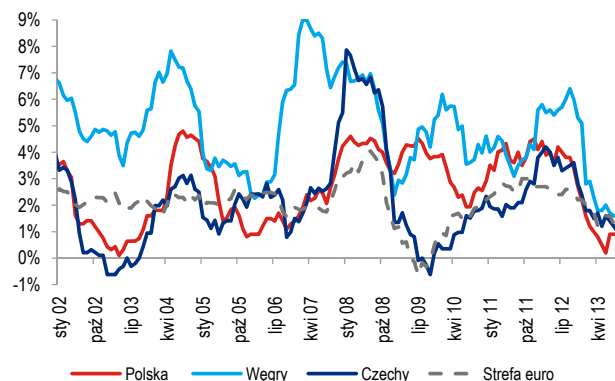
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



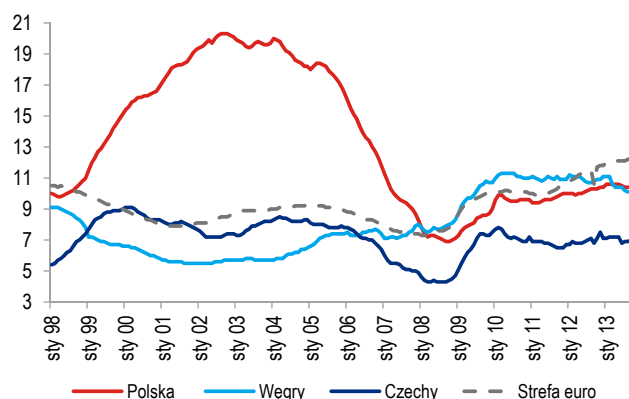
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



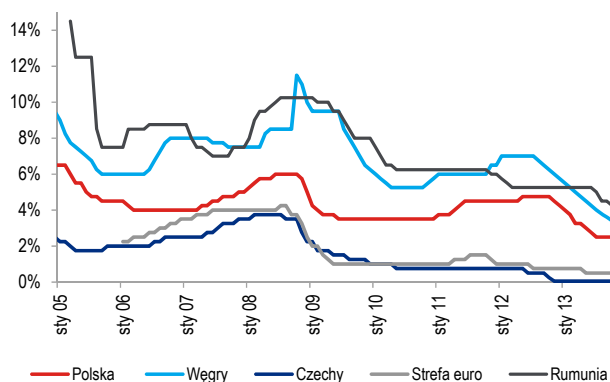
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	1,8	2,1	-3,0	50,6
Węgry	2,9	6,2	-3,0	79,9
Polska	1,4	4,0	4,6	51,0
Rumunia	4,1	5,8	-2,0	39,1
Kryterium konwergencji	<u>2,2</u>	<u>5,1</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2014, opublikowane w listopadzie 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. Prognoza deficytu sektora inst. rządowych i samorządowych na rok 2014 dla Polski oparta na metodologii ESA-95 uwzględnia transfer aktywów OFE. Jednak jeśli Eurostat zmieni metodologię na ESA-2010 wówczas saldo sektora inst. rządowych i samorządowych zostanie pomniejszone o tą wielkość, tj. ok 8 pkt proc PKB.

Perspektywy Globalne

W stronę normalizacji¹

- Przyszły rok przyniesie powolną normalizację polityki pieniężnej w Stanach oraz wyraźne przyspieszenie wzrostu w gospodarkach rozwiniętych.
- Zmiana kierunku polityki Fed zapewne będzie sprzyjać odpływowi kapitału z rynków wschodzących, zwiększając presję na EMFX. Dzięki szybkiemu wzrostowi gospodarczemu i poprawie fundamentów ewentualne osłabienie PLN powinno być przejściowe.

Gospodarka światowa wchodzi w nowy rok w nieco lepszej kondycji niż dotychczas, a nasze prognozy wskazują na wyraźne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych. Z punktu widzenia Polski na szczególną uwagę zasługuje przede wszystkim ożywienie w Niemczech. Gospodarka niemiecka może bowiem w przyszłym roku wzrosnąć o około 1,9% (wobec 0,5% w 2013) i to przede wszystkim dzięki popytowi krajowemu. Nie najgorsze wyniki powinny odnotować również inne gospodarki europejskie, w szczególności Wielka Brytania oraz kraje Europy Środkowej (Tabela 2). Wciąż istnieje jednak wiele źródeł zagrożeń, które mogą skomplikować realizację powyższego scenariusza. Naszym zdaniem trzy najważniejsze pytania dotyczące 2014 roku brzmią: a) Jak bardzo zmieni się kierunek polityki pieniężnej głównych banków centralnych; b) Co się wydarzy w amerykańskiej polityce fiskalnej?; c) Jak ewentualne zmiany w polityce pieniężnej wpłyną na napływ kapitału do rynków wschodzących? Poniżej w skrócie przedstawiamy nasz pogląd na te kluczowe kwestie.

Polityka pieniężna na drodze do normalizacji?

Amerykańska polityka pieniężna jest i najprawdopodobniej w najbliższych kwartałach wciąż będzie bardzo akomodacyjna. Naszym zdaniem samo ograniczenie przez Fed procesu zakupu aktywów będzie bardzo stopniowe, a podwyżki stóp będą możliwe najwcześniej w drugiej połowie 2015 roku. Niemniej oczekujemy, że przyszły rok rozpocznie proces powolnej normalizacji amerykańskiej polityki pieniężnej i dla rynków może to być jeden z głównych czynników wyznaczających trend. Sytuacja będzie inaczej wyglądać w strefie euro, gdzie EBC w listopadzie obniżył stopy procentowe i naszym zdaniem może je obniżyć jeszcze raz (praktycznie do zera) w trakcie 2014 roku. Dlatego spodziewamy się, że polityki EBC oraz Fed będą w najbliższym roku biegły zupełnie innymi torami.

Czy uda się uniknąć kolejnego kryzysu fiskalnego?

Mijający rok przyniósł wyraźne zacieśnienie polityki fiskalnej w Stanach, częściowo będące wynikiem braku porozumienia między Demokratami i Republikanami. Przypadający na początek roku „klif fiskalny” oraz następująca po nim automatyczna redukcja wydatków (*sequester*) prawdopodobnie odjęły ze wzrostu PKB około 1,5 punktu procentowego.

¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport GEOS z dnia 02.12.2013.

Gdyby nie te czynniki wzrost w Stanach w 2013 roku mógłby wynieść około 3%, a nie prognozowane obecnie 1,6%. Naszym zdaniem zacieśnienie fiskalne w tej skali nie zostanie już powtórzone w 2014 roku – oczekujemy, że Demokratom oraz Republikanom uda się dojść do porozumienia w sprawie podniesienia limitu zadłużenia, dzięki czemu gospodarka amerykańska powróci do ponad 2,5% wzrostu.

Co polityka Fed oznacza dla przepływów kapitałowych?

Biorąc pod uwagę notowane w ostatnich latach bardzo silne napływy zagranicznego kapitału do rynków wschodzących, w tym również do Polski, jedno z kluczowych pytań dotyczy tego, jak ograniczanie zakupu aktywów finansowych przez Fed wpłynie na zachowanie inwestorów. Historyczne doświadczenia pokazują, że zmiany w polityce pieniężnej w Stanach (i wzrost rentowności amerykańskich obligacji) mają silny wpływ na kierunek oraz skalę przepływów kapitałowych. Nie widzimy podstaw aby sądzić, że tym razem sytuacja miałaby być zupełnie inna. Należy jednak podkreślić, że siła wpływu na poszczególne waluty będzie uzależniona od wielu czynników, w tym od fundamentów poszczególnych gospodarek, poziomu realnych stóp procentowych, potrzeb finansowania zewnętrznego. Na tym tle Polska bynajmniej nie wydaje się szczególnie podatna na tego typu szok i naszym zdaniem ewentualne osłabienie złotego, do którego mogłoby dojść w przypadku odpływu kapitału zagranicznego z kraju, będzie miało charakter przejściowy.

Tabela 2. Prognozy makroekonomiczne dla wybranych gospodarek (prognozy na lata 2013-2015)

	PKB			CPI			Saldo obrotów bieżących			Saldo budżetu		
	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
Świat	2,4	3,1	3,3	2,6	3,0	3,0	0,7	0,7	0,6	-3,7	-3,2	-2,7
Kraje rozwinięte	1,1	2,0	2,1	1,3	1,7	1,6	-0,2	0,1	0,2	-4,8	-3,8	-3,1
USA	1,7	2,7	3,1	1,1	1,8	2,0	-2,3	-2,0	-1,7	-5,8	-4,6	-3,9
Japonia	1,8	1,6	0,9	0,3	2,3	1,4	0,9	1,6	1,7	-9,8	-8,0	-6,2
Strefa euro	-0,4	0,9	1,0	1,3	0,9	0,8	2,2	2,6	2,6	-3,0	-2,6	-2,2
Niemcy	0,5	1,9	1,7	1,5	1,5	1,6	6,8	6,8	6,2	0,0	0,0	-0,1
Francja	0,2	0,8	0,9	1,0	1,2	1,3	-1,5	-0,8	-0,1	-4,1	-3,6	-3,2
Włochy	-1,8	0,2	0,3	1,3	0,2	-0,3	1,1	1,4	1,5	-3,1	-2,8	-2,7
Hiszpania	-1,3	0,2	0,8	1,5	-0,4	-0,2	1,1	2,1	2,6	-6,9	-6,2	-5,4
Grecja	-3,3	-1,9	-0,5	-0,8	-2,9	-2,4	0,4	1,6	2,3	-2,9	-2,3	-1,8
Szwecja	0,9	2,1	2,5	0,0	1,1	1,9	6,2	5,9	5,6	-1,4	-1,6	-0,7
Szwajcaria	2,0	2,0	2,0	-0,2	-0,1	0,9	12,2	13,0	12,8	0,2	0,6	0,8
Wielka Brytania	1,5	3,2	3,2	2,6	2,0	1,9	-3,7	-3,0	-3,1	-6,8	-4,9	-3,7
Kraje EM	4,5	4,8	5,0	4,7	4,9	5,1	1,9	1,6	1,1	-2,0	-2,2	-2,1
Chiny	7,6	7,3	7,0	2,7	3,3	3,7	2,2	2,0	1,5	-2,0	-2,0	-1,5
Czechy	-1,3	1,9	2,4	1,4	1,2	1,9	0,0	1,3	0,7	-2,4	-2,9	-2,9
Węgry	1,0	1,9	1,5	1,7	1,5	3,3	1,5	0,9	0,8	-2,9	-3,0	-2,9
Polska	1,4	3,1	3,6	1,0	1,9	2,8	-1,5	-2,4	-3,4	-4,6	5,2	-2,6
Rumunia	2,5	2,8	3,3	4,1	1,9	2,7	-1,2	-3,1	-4,2	-2,5	-2,3	-2,3
Rosja	1,4	2,6	2,7	6,7	5,3	4,9	1,6	1,1	0,8	-2,0	-4,3	-4,9
Turcja	3,5	3,5	3,6	7,5	7,3	6,9	-7,0	-6,3	-5,8	-1,2	-2,8	-3,2
RPA	1,9	2,8	3,5	5,8	5,6	5,5	-7,1	-5,7	-5,3	-4,4	-4,3	-4,4
Brazylia	5,1	3,0	2,0	10,5	12,4	13,8	-0,5	-0,4	-0,4	-2,3	-3,1	-2,3
Meksyk	2,3	1,8	2,0	6,2	5,8	5,7	-3,5	-3,3	-3,1	-3,6	-3,9	-2,7

Źródło: Prognozy Citi Research.

Gospodarka w skrócie²

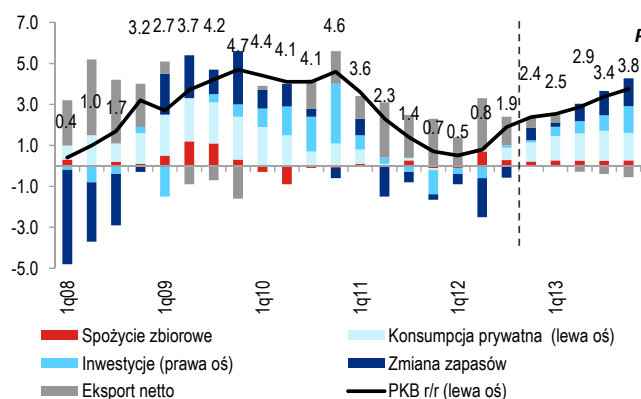
Szybszy wzrost i wyższe stopy

- Nadchodzący rok najprawdopodobniej przyniesie silniejsze niż zakłada konsensus rynkowy ożywienie gospodarcze. Wzrost będzie wynikał z przyspieszenia popytu krajowego, w tym zarówno konsumpcji prywatnej, jak i inwestycji.
- Rada Polityki Pieniężnej nie zamierza podnosić stóp procentowych w najbliższych miesiącach, ale oznaki ożywienia oraz powoli rosnąca inflacja mogą doprowadzić do pierwszej podwyżki pod koniec roku.
- Nawet w przypadku negatywnego zewnętrznego szoku polskie władze mają relatywnie dużą przestrzeń fiskalną do pobudzania gospodarki, przede wszystkim na skutek zmian w systemie emerytalnym.

Ożywienie (prawie) pełną parą

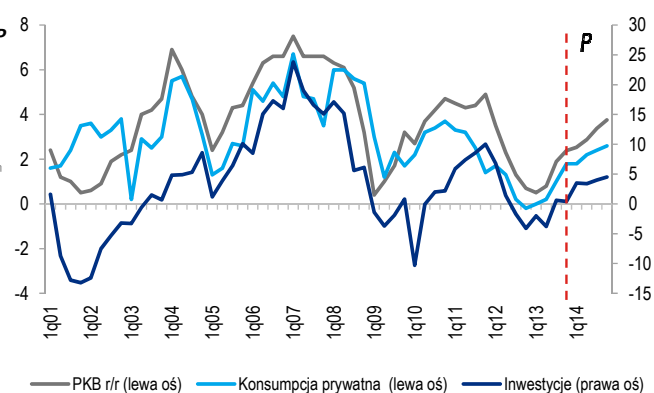
Chociaż początek mijającego roku przyniósł dalsze bardzo wyraźne wyhamowanie wzrostu gospodarczego, koniec roku minął już pod znakiem ponownego ożywienia. Jeszcze w pierwszym kwartale 2013 r. PKB wzrósł o zaledwie 0,5% r/r, i to tylko dzięki poprawie w handlu zagranicznym, podczas gdy popyt krajowy kontynuował spadki. Od tego momentu jednak polska gospodarka powoli wychodzi na prostą, dzięki ożywieniu konsumpcji stymulowanej przez stabilizację sytuacji na rynku pracy i wzrost płac realnych. Na dalszym etapie pojawiły się również oznaki stabilizacji inwestycji po wcześniejszych spadkach (Wykres 6). Ożywienie nabrało tempa na tyle, że w III kwartale PKB wzrósł już o 1,9% r/r, a nasze prognozy wskazują, że w ostatnich trzech miesiącach wzrost może sięgnąć nawet 2,5%.

Wykres 5. Kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Wzrost PKB i główne składowe

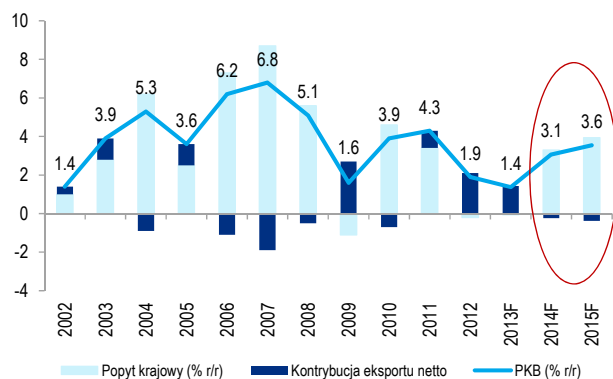


Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raporty GEOS oraz EMMSO z dnia 02.12.2013 r.

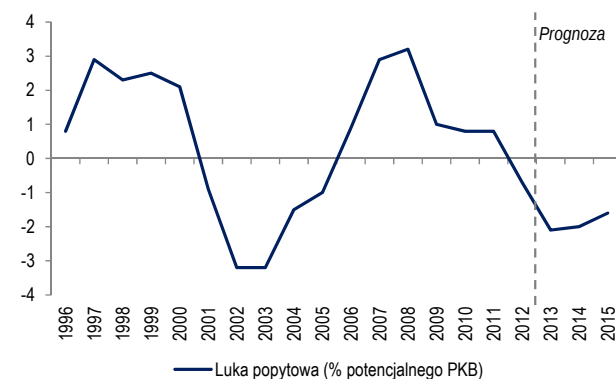
W nowym roku polska gospodarka wzrośnie zapewne o ponad 3%, wobec 1,4% w 2013. Za takim scenariuszem przemawia między innymi stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy, która będzie się przejawiać powolnym wzrostem zatrudnienia oraz szybszym wzrostem wynagrodzeń. Zgodnie z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami, niskie stopy procentowe oraz poluzowanie standardów kredytowych przez regulacje KNF pomagają przyczynić się do niewielkiego odbicia w kredytach konsumpcyjnych, co stanowi dosyć istotną zmianę po latach spadków. Nakładając na to zaskakująco silne ożywienie u głównych partnerów handlowych Polski (Niemcy mają wzrosnąć o 1,9%), naszym zdaniem podstawy do odbicia w inwestycjach w kraju wydają się dosyć mocne. Biorąc to wszystko pod uwagę, nasza prognoza 3,1% r/r wzrostu PKB opiera się na scenariuszu ożywienia w popycie krajowym.

Wykres 7. Gospodarka może rosnąć w tempie ponad 3% w ciągu najbliższych dwóch lat



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Pomimo przyspieszenia PKB luka popytowa jest wyraźnie ujemna, pomagając utrzymać inflację w ryzach



Źródło: AMECO, Citi Handlowy.

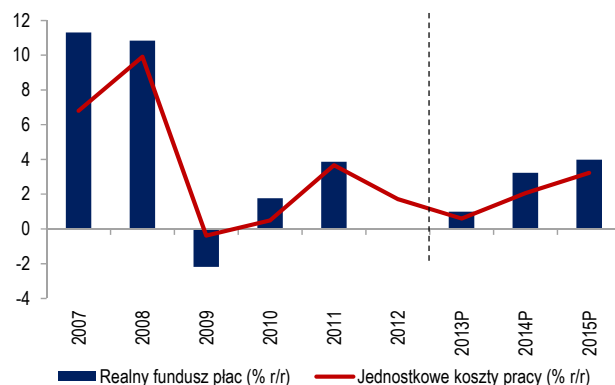
Jeżeli nasze prognozy się potwierdzą, wzrost w 2014 będzie nieco wyższy od wzrostu potencjalnego pokazującego, w jakim tempie gospodarka może się rozwijać bez generowania presji płacowej. Niemniej sam fakt, że przez ostatnie dwa lata gospodarka rosła wolniej od potencjału sprawia, że niewykorzystane moce produkcyjne są na tyle duże, że inflacja nie powinna być poważnym problemem przez dłuższy czas. Wskazuje na to choćby luka popytowa (Wykres 8), a więc różnica między rzeczywistym PKB, a potencjalnym. Przy takim scenariuszu inflacja powinna bardzo powoli rosnąć i pod koniec roku może przekroczyć 2%, choć średnioroczny CPI powinien wciąż być nieco poniżej tego poziomu.

Polityka pieniężna – RPP w trybie wyczekiwania

W ostatnich miesiącach mijającego roku Rada Polityki Pieniężnej konsekwentnie sygnalizowała, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przez dłuższy czas. Według najnowszego komunikatu oraz wypowiedzi członków RPP, okres stabilnych stóp może potrwać przynajmniej do końca czerwca 2014 roku. Istniejący konsensus w RPP pokazuje, że poprzeczka dla wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej jest postawiona relatywnie wysoko i scenariusz ten byłby możliwy tylko i wyłącznie w przypadku znacznie silniejszego i szybszego niż oczekiwano ożywienia gospodarczego lub znacznego pogorszenia nastrojów na rynkach światowych. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że do pierwszej podwyżki może dojść około września 2014 roku, gdy wzrost gospodarczy wyraźnie przekroczy 3%, a inflacja zbliży się

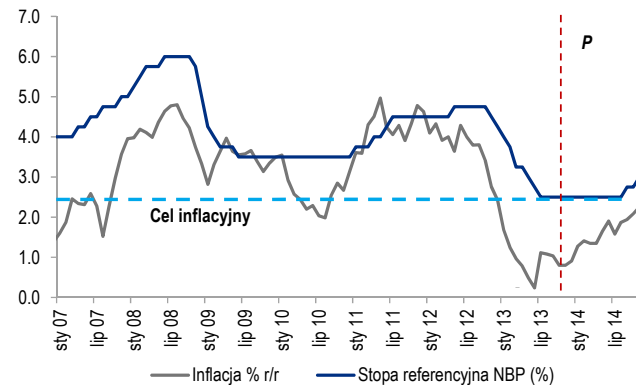
do 2%. Konsensus rynkowy wskazuje na scenariusz przedłużającej się bierności RPP – według krzywej FRA do pierwszej podwyżki powinno dojść dopiero około stycznia 2015.

Wykres 13. Sytuacja na rynku pracy będzie stopniowo się poprawiać przy stopniowym wzroście kosztów pracy



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Inflacja powinna powoli rosnąć, ale minie trochę czasu zanim RPP podniesie stopy procentowe



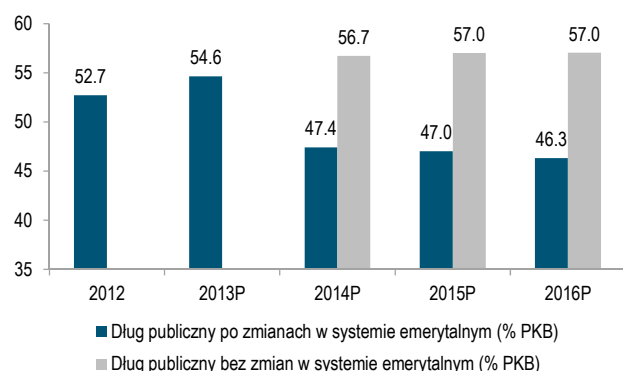
Źródło: NBP GUS, Citi Handlowy.

Głównym zagrożeniem dla naszego scenariusza są zapowiadane zmiany w składzie RPP. Ministerstwo Finansów przedstawiło założenia do ustawy, która miałaby wprowadzić „zazębiające się” kadencje członków RPP, co oznaczałoby konieczność powołania trzech nowych członków RPP już w 2014 roku. Gdyby do tego doszło, układ sił w RPP mógłby zostać zmieniony w stosunku do obecnej sytuacji, co mogłoby przedłużyć okres stabilnych stóp w kraju. To, czy do podwyżek dojdzie szybciej czy wolniej zależy od dwóch czynników. Po pierwsze, moment podwyżki będzie w oczywisty sposób uzależniony od poglądów i preferencji osób, które wejdą w skład RPP. Po drugie, moment wyboru nowych członków może mieć również duże znaczenie – rozszerzenie RPP dopiero pod koniec roku mogłoby oznaczać przeniesienie momentu rozpoczęcia cyklu podwyżek na 2015 rok.

MF nie musi się martwić o dług?

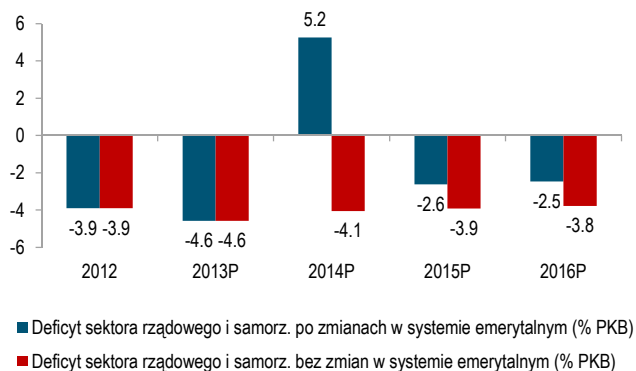
Jeden z powodów, czemu nie obawiamy się nadmiernego spowolnienia w przyszłym roku, jest związany z poprawą wskaźników fiskalnych, które dają rządowi duże pole manewru w walce ze spowolnieniem. Wspominaliśmy o tym wielokrotnie w naszych raportach, ale przy opisywaniu perspektyw polskiej gospodarki w 2014 roku temat ten wydaje się kluczowy. Przyjęte przez Sejm modyfikacje w systemie emerytalnym wprowadzają dwie kluczowe zmiany. Po pierwsze, jeśli chodzi o zgromadzone już aktywa, ponad połowa z nich (dokładnie 51,5%) ma zostać przetransferowana z portfeli OFE do ZUS. Ponieważ ZUS wchodzi w skład sektora publicznego zostaną one umorzone i tym samym obniży się poziom długu publicznego. Po drugie, jeżeli chodzi o przyszłe składki, to obywatele będą mieli prawo zdecydować, czy chcą pozostać w OFE, czy też wolą w pełni przejść do ZUS.

Wykres 15. Zmiany w systemie emerytalnym pomogą obniżyć dług publiczny poniżej 50% PKB



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, prognoza Citi Handlowy.

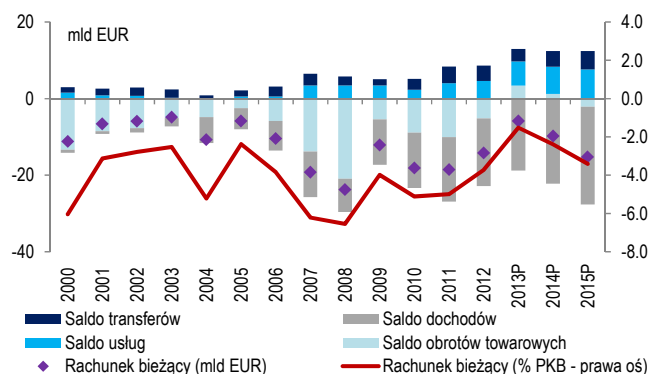
Wykres 16. Deficyt sektora rządowego i samorządowego spadnie po zmianach w OFE o ponad 1% PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

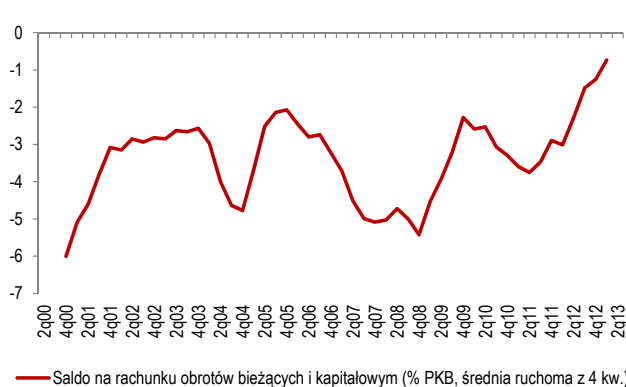
W efekcie tych zmian dług publiczny spadnie i według naszych szacunków wyniesie on około 47,4% PKB w 2014 roku, wobec 56,7% w przypadku braku zmian w OFE. Jeżeli chodzi o deficyt (abstrahując od jednorazowego transferu aktywów) może on zostać na trwałe obniżony o 1-1,5% PKB. Oznacza to, że w przeciwieństwie do scenariusza bez zmian rząd nie będzie zmuszony do cięć wydatków i podwyżek podatków, które w przeciwnym razie wyniosłyby około 2-3% PKB. Ponadto niższy deficyt i dług sprawiają, że Ministerstwo Finansów będzie mogło rozluźnić politykę fiskalną, dodatkowo napędzając wzrost. Dotychczasowa reakcja rynków finansowych pokazuje również, że inwestorzy nie obawiają się nadmiernie proponowanych zmian i choć wśród inwestorów, z którymi rozmawiamy nie dostrzegamy nadmiernego zachwyty nad proponowanymi zmianami, nie są one przez nich traktowane jako powód do wyprzedzaży polskich aktywów.

Wykres 15. Deficyt w rachunku obrotów bieżących w 2014 roku pozostanie na bardzo niskim poziomie



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 16. Dzięki nadwyżce na rachunku kapitałowym finansowanie deficytu CA nie powinno być problemem



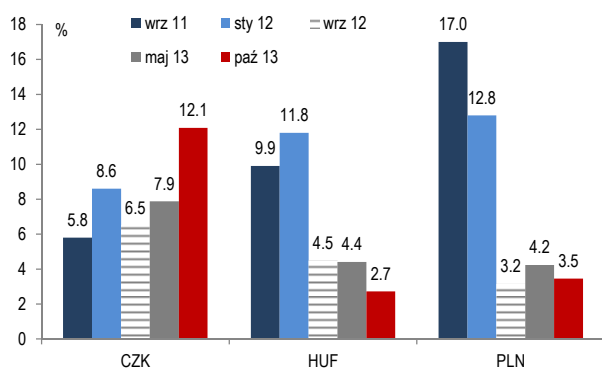
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Perspektywy dla złotego

Zachowanie złotego w 2014 roku będzie uzależnione od zmian w polityce pieniężnej Fed i od tego, czy doprowadzą one do odpływu kapitału z rynków wschodzących. Spoglądając na fundamenty polskiej gospodarki trudno dostrzec argumenty uzasadniające wyraźne osłabienie złotego. Polskiej walucie pomagać powinno to, że wzrost gospodarczy w kraju wyraźnie przyspiesza, dług publiczny i deficyt fiskalny pozostają pod

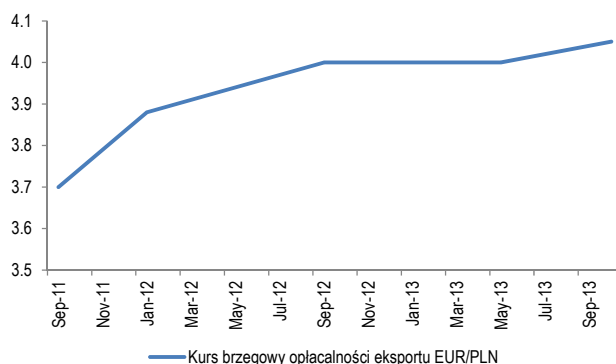
kontrolą (oczywiście z pomocą zmian w OFE), a deficyt w rachunku obrotów bieżących jest znacznie mniejszy niż w poprzednich latach. Gdyby spojrzeć na saldo rachunku bieżącego i kapitałowego, to oscyluje ono w okolicach zera, pokazując relatywnie dobrą sytuację z punktu widzenia rynku walutowego. Co więcej, nasze ankiety przeprowadzane wśród eksporterów pokazują, że złoty jest wciąż na tyle słaby, że zapewnia eksporterom przyzwoity poziom konkurencyjności cenowej. Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy, że w ciągu 2014 roku złoty umocni się wobec euro. Niemniej ze względu na perspektywę odpływu zagranicznego kapitału (efekt zmian polityki Fed), naszym zdaniem istnieje ryzyko, podwyższonej zmienności PLN w ciągu roku.

Wykres 15. Zmiany "buforu konkurencyjności" w czasie.



Uwaga: Jako "bufor konkurencyjności" rozumiemy różnicę między rynkowym kursem EUR/CZK, a kursem progowym zapewniającym opłacalność eksportu (w %). Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 16. Kurs brzegowy opłacalności eksportu na podstawie wyników ankiet wśród klientów Citi



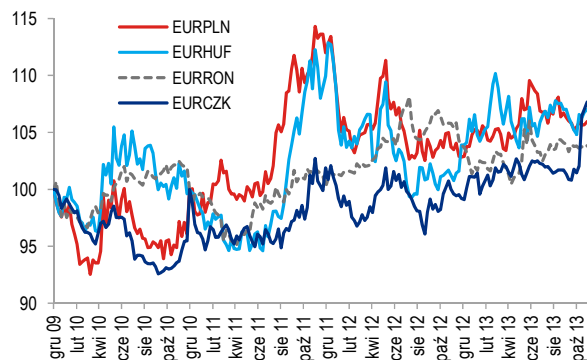
Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Tabela 3. Prognozy wybranych par walutowych (na koniec kwartału)

	09/12*	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14	III kw 14	IV kw 14	I kw 15	II kw 15
EURUSD	1,3737	1,35	1,37	1,39	1,40	1,40	1,40	1,40
USDJPY	102,9	102	103	104	105	105	105	105
EURCHF	1,2231	1,23	1,24	1,25	1,25	1,26	1,27	1,28
EURGBP	0,8360	0,82	0,81	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
EURPLN	4,1848	4,20	4,19	4,18	4,16	4,13	4,09	4,06
EURHUF	302,12	305	307	309	310	310	310	310
EURCZK	27,463	27,19	27,12	27,04	26,91	26,71	26,51	26,32

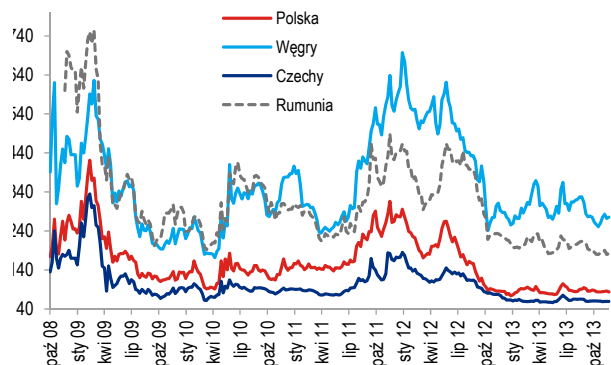
Źródło: Reuters, Prognozy Citi Research. * kurs zamknięcia według Reuters

Wykres 17. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



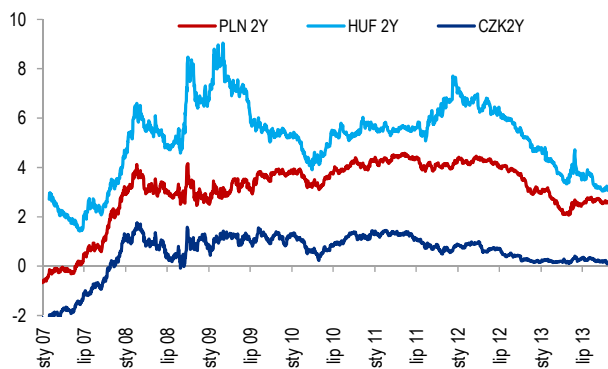
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Stawki CDS (5-letnie)



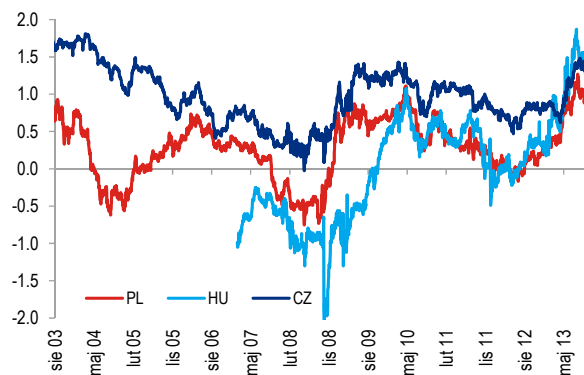
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012			2013									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	-2.9	2.8	-1.8	3.0	6.3	2.2	6.2	4.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	7.8	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	9.3	-2.2	-0.7	2.8	1.5	-4.5	9.6	6.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	4.6	-1.1	-12.2	-0.4	-1.9	-3.3	3.0	-2.0	3.7	6.8	2.3	6.8	5.0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-3.6	-5.3	-24.8	-16.1	-11.4	-18.5	-23.1	-27.5	-18.3	-5.2	-11.1	-4.8	-3.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	0.1	-0.2	0.5	1.8	4.3	3.4	3.9	3.2
Stopa bezrobocia (%)	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	14.3	14.0	13.5	13.2	13.1	13.0	13.0	13.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	1.0	0.8	0.5	0.2	1.1	1.1	1.0	0.8
Inflacja (% m/m)	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.4	-0.1	0.0	0.3	-0.3	0.1	0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	1.0	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	-0.7	-2.1	-2.5	-1.3	-0.8	-1.1	-1.4	-1.3
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.7	-0.2	-0.6	0.1	0.3	-0.3	-0.7	0.1	0.7	0.2	-0.3	0.1	-0.5
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	1.6	3.0	2.3	1.4	3.5	2.0	3.6	3.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-342	-1,315	-1,705	-1,375	-668	-272	436	-204	133	-497	-785	-1,024	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-3.9	-3.9	-3.7	-3.5	-3.3	-3.1	-2.8	-2.8	-2.3	-1.9	-2.0	-1.7	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	361	-259	-1156	-64	426	-502	621	2	569	175	246	673	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14,590	13,434	10,545	12,214	12,352	12,780	13,317	12,276	12,740	13,008	12,422	13,896	-
Eksport (% r/r)	19.1	11.2	-1.1	6.4	4.3	-1.2	11.1	0.4	5.1	5.6	1.9	0.0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14,229	13,693	11,701	12,278	11,926	13,282	12,696	12,274	12,171	12,833	12,176	13,223	-
Import (% r/r)	9.9	6.6	-0.9	1.1	-6.2	-1.3	1.7	-6.0	-2.2	1.1	-0.7	0.0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.0	5.7	4.5	4.4	5.5	5.3	7.4	6.5	7.0	6.6	6.1	6.1	5.9
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	9.2	8.9	7.7	7.6	7.0	6.7	6.3	6.0
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-1.2	-7.3	-7.6	-6.7	-5.7	-0.8	2.8	2.1	4.5	4.8	4.7	7.4	7.5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	1.8	-0.2	0.2	2.0	2.7	2.6	2.0	0.9	2.4	3.3	3.0	4.3	3.7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.5	2.8	1.4	2.5	2.9	1.8	1.5	-0.1	1.6	0.5	0.7	0.2	-0.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50
WIBOR 3M (średnio)	4.83	4.60	4.27	4.04	3.80	3.48	3.29	2.89	2.74	2.71	2.70	2.69	2.67
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.75	4.49	4.13	3.95	3.74	3.39	3.03	2.74	2.73	2.70	2.70	2.67	2.66
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	3.61	3.06	3.06	3.41	3.46	3.16	2.68	2.69	2.81	2.66	2.82	2.77	2.63
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	3.91	3.40	3.15	3.25	3.48	3.15	2.62	2.73	3.08	2.82	3.14	3.06	2.92
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.60	4.03	3.74	3.93	3.98	3.95	3.28	3.59	4.37	4.09	4.46	4.46	4.16
EUR/PLN (koniec okresu)	4.15	4.11	4.07	4.19	4.17	4.18	4.14	4.33	4.32	4.23	4.27	4.22	4.18
USD/PLN (koniec okresu)	3.21	3.16	3.08	3.09	3.18	3.26	3.17	3.27	3.32	3.19	3.23	3.12	3.08
EUR/USD (koniec okresu)	1.29	1.30	1.32	1.36	1.31	1.28	1.31	1.32	1.30	1.33	1.32	1.35	1.36
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	30.5	31.1	30.4	8.4	21.7	24.4	31.7	30.9	26.0	25.9	26.8	29.6	39.5
Def. budżetowy kum. (% planu)	87.0%	88.8%	86.9%	16.3%	42.1%	47.3%	61.6%	60.0%	50.4%	50.4%	51.9%	57.4%	76.5%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	509	568	625
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,628	1,704	1,804
PKB per capita (USD)	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,199	14,763	16,255
Populacja (mln)	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.5	13.4	12.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.4	3.1	3.6
Inwestycje (% r/r)	9.6	-1.2	-0.4	8.5	-1.7	-2.0	3.6	6.0
Spożycie ogółem (% r/r)	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	0.9	2.3	3.2
Eksport (% r/r)	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.8	6.1	6.5
Import (% r/r)	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.7	6.9	7.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.1	2.2	2.9
Inflacja CPI (% średnia)	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	1.9	2.8
Place nominalne (% r/r)	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.8	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00	4.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.32	4.07
Rentowność obligacji 10-letnich	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80	5.10
USD/PLN (Koniec okresu)	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.07	2.90	2.88
USD/PLN (Średnia)	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.96	2.89
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.14	4.06	4.00
EUR/PLN (Średnia)	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.10	4.03
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-7.7	-13.6	-21.3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.5	-2.4	-3.4
Saldo handlu zagranicznego	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	4.5	1.7	-3.0
Eksport	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	207.6	243.0	278.9
Import	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.1	241.3	281.9
Saldo usług	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	8.3	9.9	10.6
Saldo dochodów	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-24.9	-30.8	-35.7
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	3.2	4.0	6.0
Rezerwy międzynarodowe	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	97.5	90.6	91.8
Amortyzacja	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	47.2	44.9	43.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.6	5.2	-2.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.9	7.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.7	47.4	46.9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.5	1.9	1.4	3.1	3.6	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	1.0	1.9	2.8	2.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.0	-3.7	-1.5	-2.4	-3.4	-4.4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	3.00	4.00	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.07	2.90	2.88	2.82
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.16	2.96	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	4.20	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.
