

CitiMonthly

W skrócie

- Tym razem w naszym temacie miesiąca przyglądamy się wpływowi łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC oraz zacieśnienia polityki pieniężnej w USA na krajowy rynek obligacji.
- Wśród inwestorów panuje dosyć powszechna opinia, że ze względu na geograficzną bliskość oraz powiązania finansowe, dla polskich obligacji większe znaczenie mają działania EBC niż Fed.
- Naszym zdaniem takie założenie może być słuszne tylko w krótkim okresie. Udział amerykańskich inwestorów w polskim rynku długu jest znacznie większy niż sugerują dane, a w związku z tym wrażliwość na działania Fed może być większa od powszechnie zakładanej.
- Jeżeli chodzi o publikowane ostatnio dane, to wskazują one na pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego. Dlatego pomimo silniejszej od oczekiwań dynamiki PKB w II kwartale, druga połowa roku zapewne przyniesie spowolnienie do ok. 2.5-3%.
- Inflacja utrzymuje się poniżej zera ze względu na spadek cen żywności oraz paliw. Jednocześnie jednak sytuacja na rynku pracy jest lepsza od oczekiwań, co sugeruje, że firmy traktują spowolnienia jako przejściowe.
- Rada Polityki Pieniężnej zapewne obniży stopy procentowe już w październiku – najprawdopodobniej o 25pb.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

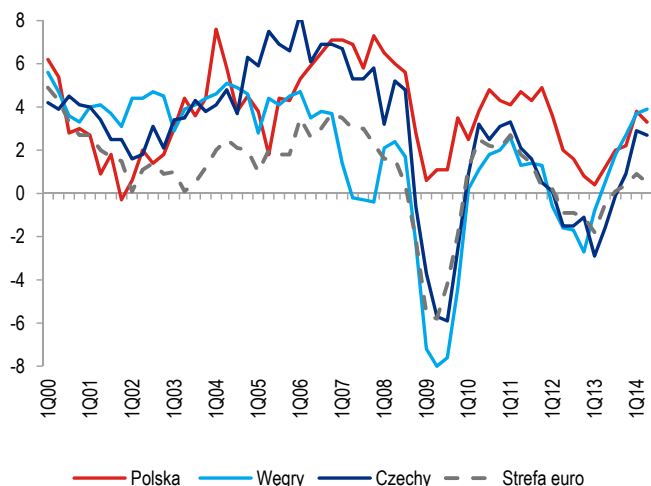
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

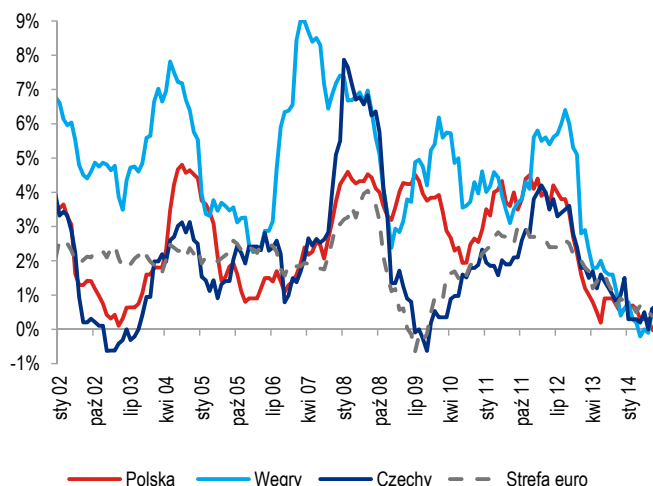
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



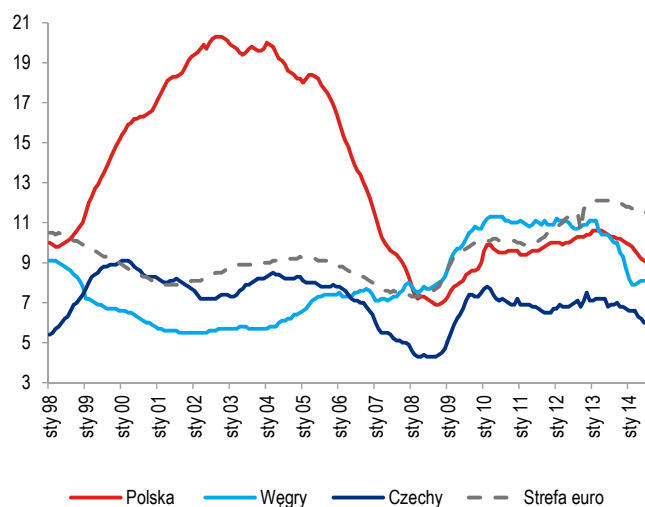
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



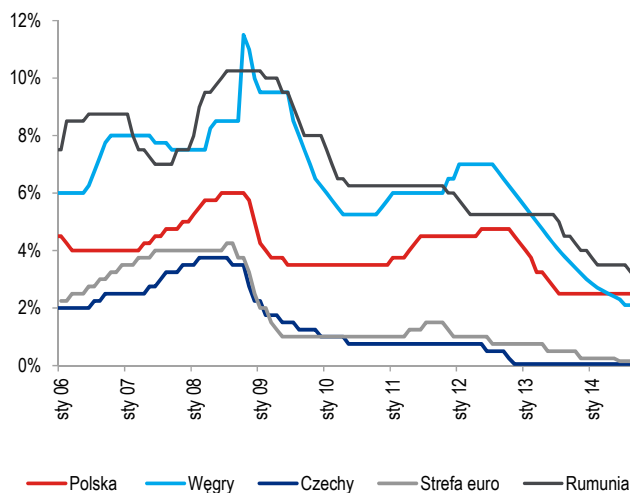
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	0,6	2,1	-1,9	44,4
Węgry	0,6	5,5	-2,9	80,3
Polska	0,5	4,1	5,7	49,2
Rumunia	1,4	5,0	-2,2	39,9
Kryterium konwergencji	1,4	6,2	-3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2014, opublikowane w maju 2014 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 tę wielkość, tj. ok 8 pkt proc PKB.

Temat miesiąca

Kto ważniejszy - Fed czy EBC?¹

- Najbliższe kwartały zapewne przyniosą jednocześnie rozluźnienie polityki pieniężnej w strefie euro oraz jej stopniowe zacieśnienie w Stanach Zjednoczonych.
- Wśród inwestorów panuje dosyć powszechna opinia, że ze względu na geograficzną bliskość oraz powiązania finansowe, dla polskich obligacji większe znaczenie mają działania EBC niż Fed.
- Naszym zdaniem takie założenie może być słuszne tylko w krótkim okresie. Udział amerykańskich inwestorów w polskim rynku długu jest znacznie większy niż sugerują dane, a w związku z tym wrażliwość na działania Fed może być większa od powszechnie zakładanej.

Polityka pieniężna w dwóch największych gospodarkach rozwiniętych będzie w najbliższych miesiącach podążać w przeciwnych kierunkach. Fed powoli dojrzewa do decyzji o podwyżkach stóp procentowych, do których może dojść w trzecim kwartale 2015 roku. Z kolei EBC już postanowił rozpocząć program skupu aktywów sektora prywatnego, a wkrótce może rozszerzyć go na obligacje rządowe. W takiej sytuacji często pojawia się argument, że z punktu widzenia Polski dużo większe znaczenie mają działania EBC, które powinny mieć pozytywny wpływ na popyt na polskie aktywa i powinny przyćmić negatywny wpływ decyzji Fed. Naszym zdaniem taki pogląd jest dużym uproszczeniem i pomija niektóre bardzo istotne kwestie. Warto sobie odpowiedzieć na dwa pytania: a) jaki może być wpływ niekonwencjonalnych działań EBC na polski rynek długu?; b) Czy działania Fed mogą coś w tym przypadku zmienić?

Jak polskie obligacje reagują na działania EBC?

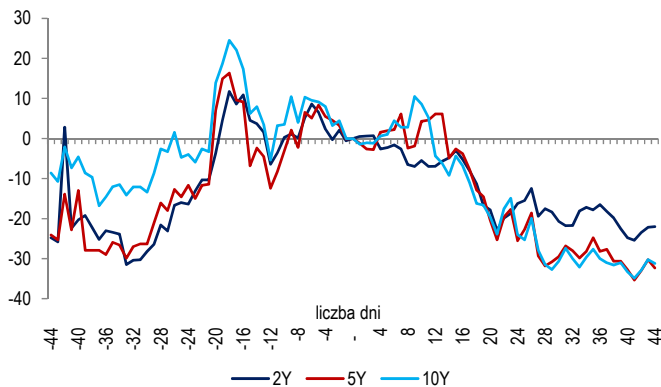
Europejski Bank Centralny nigdy wcześniej nie wprowadzał w życie programu QE i dlatego trudno znaleźć precedens pokazujący reakcję polskich obligacji na taką zmianę. Niemniej pewną wskazówką może być zachowanie polskich aktywów gdy EBC rozpoczynał inne niestandardowe działania. Poniższe wykresy (Wykres 5-7) pokazują, że w takich przypadkach (programy LTRO1, LTRO2 oraz ogłoszenie OMT) rentowności obligacji spadały o przynajmniej 50pb. Ponadto długi koniec krzywej rentowności reagował mocniej niż krótki koniec.

Warto jednak podkreślić, że wspomniane programy EBC były wdrażane w trakcie kryzysu zadłużenia w strefie euro, gdy inwestorzy obawiali się rozpadu strefy euro, co znajdowało odzwierciedlenie w premii za ryzyko europejskich aktywów. Niestandardowe działania EBC pomogły zmniejszyć te obawy, zawężając też spready polskich papierów skarbowych. Tym razem jednak premia za ryzyko jest już na zdecydowanie niższym poziomie i dlatego przestrzeń do zmniejszenia rentowności jest mniejsza niż historyczne zależności by mogły sugerować. Można więc przypuszczać, że rozpoczęty przez EBC program zakupów będzie sprzyjał

¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport *Poland Macro View: ECB or Fed - What matters more for Polish bonds?*, z dnia 28.08.2014.

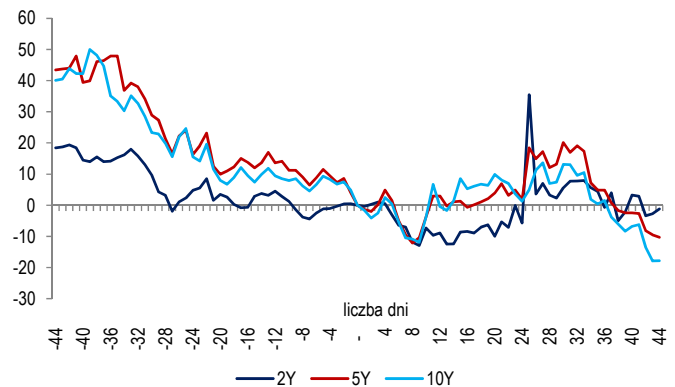
umacnianiu polskich obligacji (to już zresztą miało miejsce w poprzednich tygodniach), ale całkowity wpływ będzie mniejszy niż w przypadku LTRO.

Wykres 5. Zmiany rentowności 2Y, 5Y, 10Y ob. obligacji w momencie wprowadzenia LTRO1 ($t_0=0$ -2M/+2M)



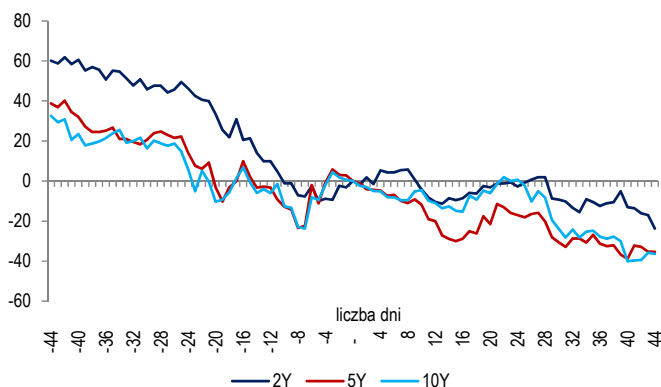
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Zmiany rentowności 2Y, 5Y, 10Y ob. obligacji w momencie wprowadzenia LTRO2 ($t_0=0$ -2M/+2M)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 7. Zmiany rentowności 2Y, 5Y, 10Y ob. obligacji w momencie ogłoszenia OMT ($t_0=0$ -2M/+2M)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 8. Indeks globalnej awersji do ryzyka i korelacja 10-letnich obligacji polskich i niemieckich bundów



Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

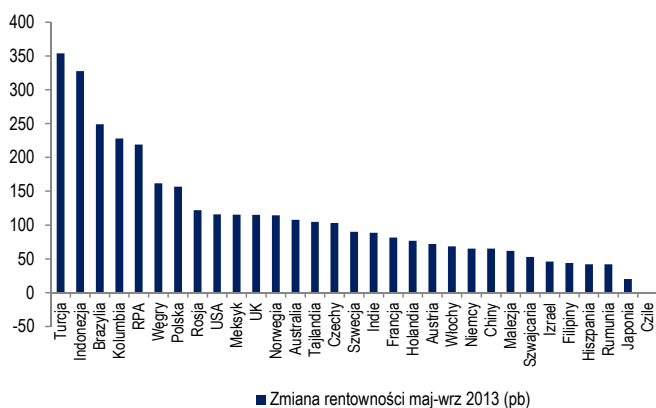
Zmieniające się korelacje

Historycznie korelacja polskich obligacji z aktywami z rynków bazowych (bundy oraz amerykańskie *treasuries*) była uzależniona od „nastrojów rynkowych”. W spokojniejszych okresach korelacja rosła, podczas gdy w okresach awersji do ryzyka korelacja spadała (wykres 8). Jeżeli zeszłoroczny przypadek wyprzedaży pod wpływem oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej w Stanach jest jakkolwiek wskazówką, można przypuszczać, że podwyżki stóp w Stanach nie będą typowym okresem awersji do ryzyka. Dlatego też spodziewamy się, że korelacja polskich rentowności z amerykańskimi pozostanie dodatnia (co oznacza, że wzrost rentowności w Stanach będzie sprzyjał wzrostowi rentowności w Polsce).

Kluczowe pytanie dotyczy tego, czy w przypadku sprzecznych, co do kierunku, działań Fed oraz EBC polskie aktywa będą skorelowane bardziej z obligacjami niemieckimi czy amerykańskimi? W przeszłości zazwyczaj korelacja z niemieckimi papierami była silniejsza (wykres 11-12) i można przypuszczać, że i tym razem, przynajmniej na początku, tak będzie.

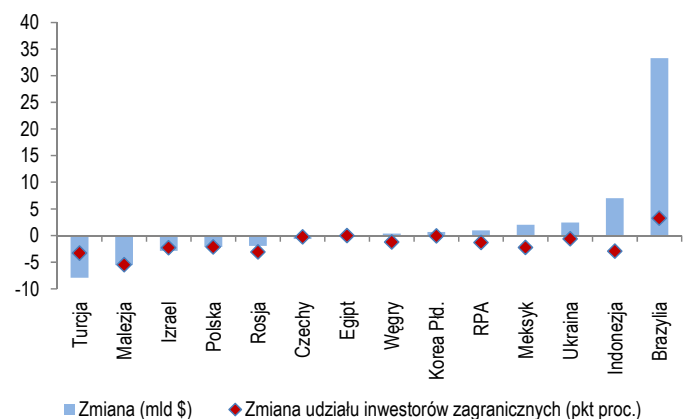
Przemawia za tym fakt, że perspektywa podwyżek w Stanach jest na razie wciąż odległa. Niemniej uważamy, że z czasem uwaga inwestorów będzie coraz bardziej koncentrować się na Fed, a nawet zdecydowane poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC nie będzie w stanie w pełni zniwelować szoku wywołanego oczekiwanymi podwyżkami stóp w Stanach. Przykładem może być zachowanie się rynku obligacji w 2013 roku, po tym jak Ben Bernanke zapowiedział normalizację polityki pieniężnej. Wówczas Polska była jednym z rynków EM o największym wzroście rentowności, i to pomimo relatywnie dobrych fundamentów i stabilnej polityki pieniężnej EBC (wykres 9).

Wykres 9. Zmiana rentowności obligacji 10-letnich między majem i wrześniem 2013



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 10. Zmiana wartości krajowych obligacji rządowych w portfelach inwestorów zagranicznych maj-wrzesień 2013 (po korekcie o zmiany kursowe)



Źródło: Ministerstwa Finansów, agencje zarządzania długiem, Citi Handlowy.

Wykres 11. W ostatnim czasie polskie obligacje były bardziej skorelowane z niemieckimi niż z amerykańskimi obligacjami



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 12. Korelacja 10-letnich polskich i niemieckich obligacji skarbowych (sześciomiesięczna średnia krocząca)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Dominacja amerykańskich inwestorów

Bardzo ważnym, choć często ignorowanym, czynnikiem wpływającym na perspektywę polskiego rynku długu jest baza inwestorska. Wbrew powszechnemu przekonaniu to nie Europejczycy inwestorzy, tylko amerykańskie fundusze dominują na polskim rynku. Co prawda dane z MF sugerują co prawda, że inwestorzy z USA posiadają jedną czwartą wszystkich obligacji znajdujących się w portfelach zagranicznych inwestorów, jednak nasze szacunki (również oparte na danych MF)

sugerują, że **rzeczywisty udział amerykańskich funduszy to około 40%**. Jest to związane z faktem, że znaczna część inwestorów oficjalnie klasyfikowanych jako podmioty z Luksemburga oraz inwestorów na tzw. rachunkach „omnibus” to w rzeczywistości fundusze ze Stanów Zjednoczonych. Powyższe dane mają tym większe znaczenie, jeżeli porówna się je z jednoczesnym wzrostem udziału zagranicznych inwestorów w polskim rynku.

W efekcie zmian w systemie emerytalnym udział zagranicznych inwestorów przekroczył 42% wobec 32% przed zmianami. Oznacza to, że bardzo istotną grupą na polskim rynku obligacji stali się zagraniczni inwestorzy, wśród których z kolei dominują fundusze amerykańskie. Zakładając, że ta grupa uczestników rynku może nieproporcjonalnie silnie reagować na zmiany polityki Fed (swoisty *home bias*), polskie papiery skarbowe mogą reagować na perspektywę podwyżek w Stanach zdecydowanie silniej niż wiele osób oczekuje. Biorąc również pod uwagę relatywnie wysoki udział długoterminowych obligacji w portfelach nierezydentów, spodziewamy się, że taka wyprzedaż prowadziłaby do wyraźnego zwiększenia nachylenia krzywej dochodowości.

Gospodarka w skrócie²

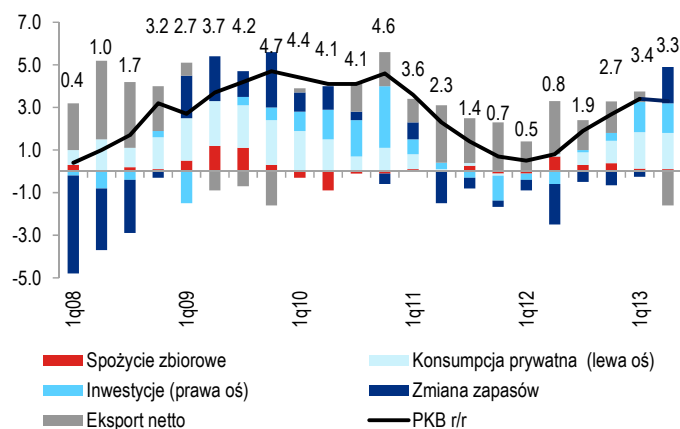
RPP przygotowuje się do cięcia

- Po silniejszym od oczekiwań wzroście w II kwartale, druga połowa roku zapewne przyniesie wyraźnie niższą dynamikę PKB.
- Inflacja utrzymuje się poniżej zera ze względu na spadek cen żywności oraz paliw, ale sytuacja na rynku pracy jest lepsza od oczekiwań.
- Rada Polityki Pieniężnej zapewne obniży stopy procentowe już w październiku – najprawdopodobniej o 25pb.

Gospodarka wyhamowuje w III kw.

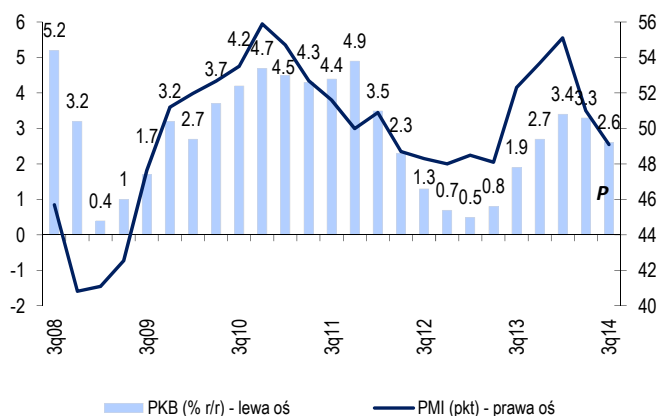
Mimo znacznego spadku indeksu PMI wzrost gospodarczy w II kwartale spowolnił minimalnie (do 3,3% r/r z 3,4% r/r w I kw.). Zarówno wzrost konsumpcji prywatnej jak i inwestycji w środki trwałe pozostał stosunkowo wysoki, podczas gdy popyt krajowy przyspieszył wyraźnie do 5,1% r/r, za sprawą znacznego przyrostu zapasów. Wyższe zapasy trudno traktować jako pozytywny sygnał, gdyż stwarzają one ryzyko większego spowolnienia w kolejnym kwartale. Niemniej dane mogą być również interpretowane jako zapowiedź rewizji PKB w dalszej części roku.

Wykres 13. Wzrost PKB i główne składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. PMI i wzrost PKB

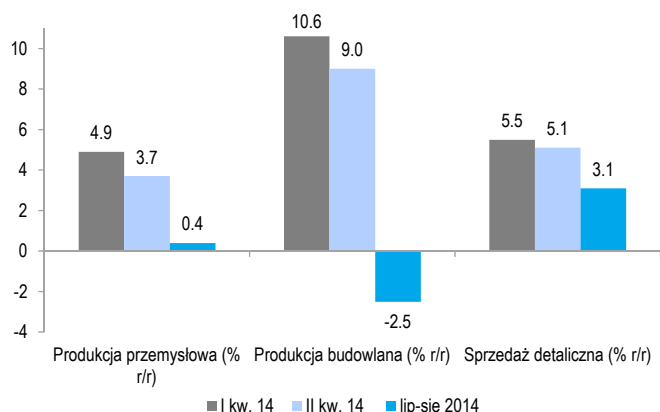


Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Po stosunkowo mocnym wzroście PKB w I połowie roku oczekujemy spowolnienia gospodarki w III kwartale do 2,6% r/r, a więc poniżej konsensusu rynkowego (2,9% r/r według Reutersa). Spowolnienie jest wynikiem słabszego wyniku produkcji budowlanej oraz przemysłowej na skutek osłabienia aktywności gospodarczej w Niemczech a także w całej strefie euro. Nie bez znaczenia zapewne były sankcje nałożone przez Rosję na kraje Unii Europejskiej (w szczególności rosyjskie embargo na import warzyw i owoców) oraz sankcje UE wobec Rosji. Szacujemy, że łączny wpływ embargo na gospodarkę będzie stosunkowo ograniczony i może odjąć od wzrostu ok. 0,3-0,4 pkt proc. Nasza nowa prognoza wzrostu PKB na rok 2014 r. na poziomie 3,0% już uwzględnia ten czynnik.

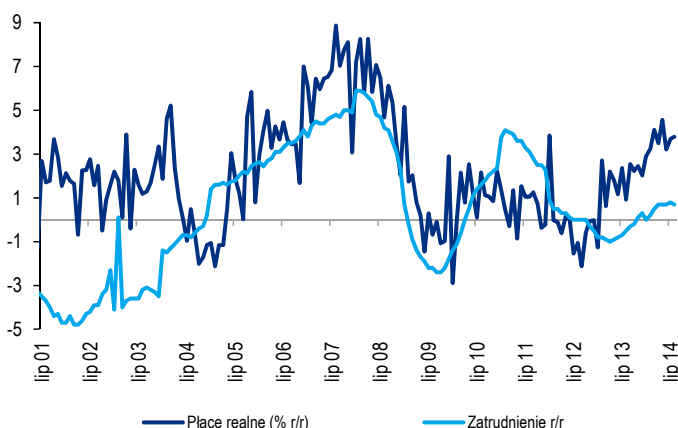
² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 26.09. 2014 r.

Wykres 15. Produkcja przemysłowa, budowlana i sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

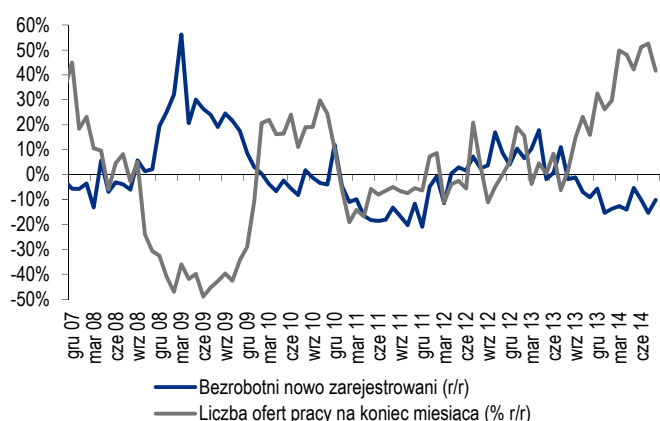
Wykres 16. Płace i zatrudnienie



Źródło: GUS, Bloomberg, Citi Handlowy.

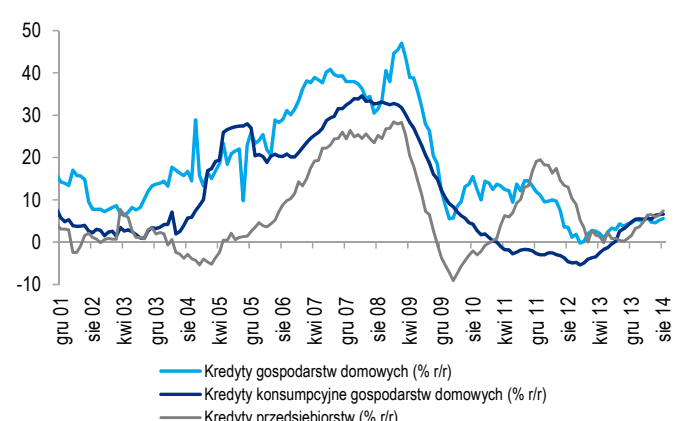
Spodziewamy się, że choć spowolnienie wzrostu PKB w III kwartale będzie głębsze niż wcześniej zakładaliśmy to powinno być ono jedynie przejściowe. Jest kilka czynników, sugerujących, że gospodarka jest w stosunkowo dobrej kondycji i może przyspieszyć w 2015 r. Ten scenariusz jest wspierany przez wciąż pozytywne trendy na rynku pracy, gdzie obserwowany jest dalszy dynamiczny wzrost ofert nowych miejsc pracy, a stopa bezrobocia stopniowo się obniża. Ponadto, akcja kredytowa przybiera na sile w stosunkowo stabilnym tempie sugerując, że ani geopolityczne ryzyko ani też poziom stóp procentowych nie miały wpływu na popyt na kredyt. W tym kontekście na uwagę zasługuje fakt, że ostatnia ankieta wśród oficerów kredytowych sygnalizuje, że banki nie planują znaczącego zacieśnienia warunków polityki pieniężnej. Co więcej, stosunkowo słaba waluta wspiera perspektywę wzrostu gospodarczego, gdyż częściowo niweluje niekorzystny wpływ szoku eksportowego.

Wykres 17. Liczba ofert pracy i liczba nowych bezrobotnych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 18. Wzrost kredytów



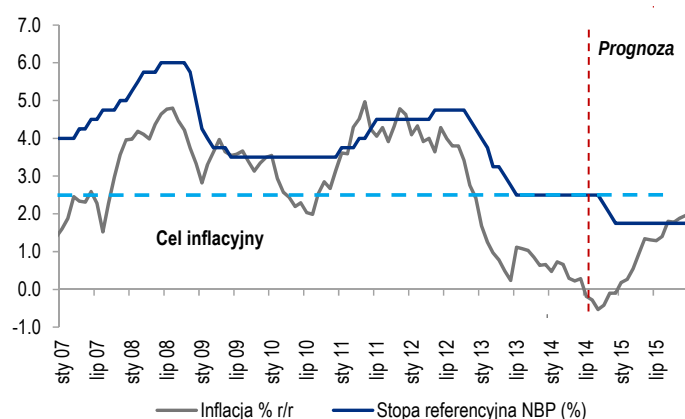
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

RPP obniży stopy procentowe w październiku

Inflacja spadła w sierpniu do -0,3% r/r i prawdopodobnie pozostanie poniżej zera do końca roku. Głównymi czynnikami, które doprowadziły do deflacji są niskie ceny żywności oraz taniejące paliwa, choć trzeba również zwrócić uwagę, że inflacja netto także utrzymuje się niewiele powyżej zera (0,5% r/r). Na uwagę zasługuje to, że w sierpniu spadek cen żywności był

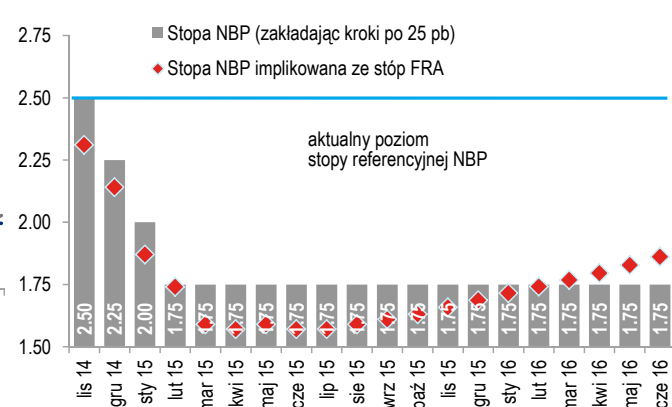
zbliżony do sezonowo obserwowanych zmian cen i nie odzwierciedlał jeszcze wpływu najnowszej (lipcowo-sierpniowej) fali sankcji nałożonych przez Rosję. Biorąc pod uwagę, że niskie ceny na targowiskach i giełdach rolniczych mogą wpłynąć na ceny dóbr i usług konsumpcyjnych z opóźnieniem sądzimy, że deflacyjny wpływ sankcji będzie widoczny w dalszej części roku i jest to główny powód stojący za naszą prognozą deflacji na IV kwartał. Jednocześnie jednak, nasza prognoza sugeruje, że inflacja wzrośnie istotnie w przyszłym roku i do końca 2015 r. osiągnie poziom ok. 2%. Naszym zdaniem do wzrostu inflacji przyczyni się w dużym stopniu efekt bazy, czyli eliminacja z indeksu CPI bardzo niskich miesięcznych zmian cen już w I połowie 2015 r.

Wykres 19. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 20. Stopa NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

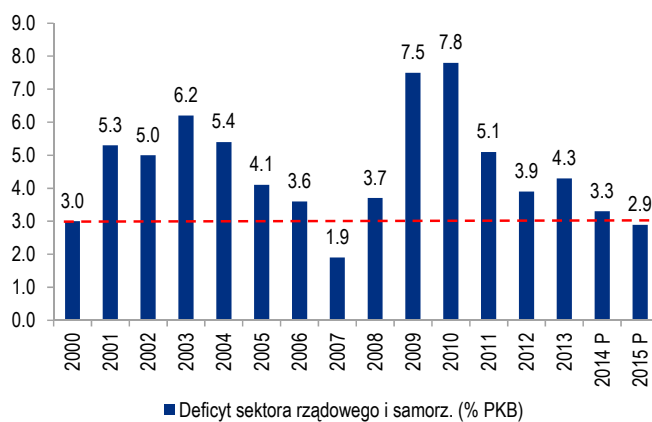
RPP wyraźnie złagodziła retorykę i przeszła od deklaracji, że obniżki są „mało prawdopodobne” (czerwiec) do stwierdzenia, że są one „bardzo prawdopodobne” (wrzesień). Powyższa zmiana wynikała głównie z rosnących obaw o możliwość spowolnienia w Niemczech i jego wpływu na Polskę. Dodatkowo RPP obawiała się, że nowe sankcje rosyjskie mogą pogorszyć perspektywy wzrostu i obniżyć inflację. Ostatnie deklaracje członków RPP sugerują, że stopy procentowe spadną już w październiku, najprawdopodobniej o 25pb. Biorąc je pod uwagę oczekujemy również, że do kolejnych obniżek może dojść również w listopadzie oraz ewentualnie w grudniu. W rezultacie stopa referencyjna spadłaby do poziomu 1,75% do końca bieżącego roku, wobec 2,5% obecnie.

W ostatnich latach RPP okazała się niechętna do zbyt dużego obniżania stóp do rekordowo niskich poziomów. W związku z tym sądzimy, że sprowadzenie stóp do poniżej 1,75% mogłoby zostać uznane przez większość członków Rady za zbyt agresywne. Ponadto, formułując nasze oczekiwania dotyczące stóp procentowych w Polsce pod uwagę bierzemy również prognozy zaprezentowane przez Fed, które pokazują stosunkowo znaczne podwyżki stóp procentowych w Stanach w 2015 i 2016 r. Biorąc to pod uwagę sądzimy, że członkowie Rady nie będą chcieli stawić czoła ryzyku konieczności podwyższania stop w 2015 r. w przypadku zacieśniania polityki pieniężnej przez amerykański bank centralny.

Zmiany polityczne i fiskalne

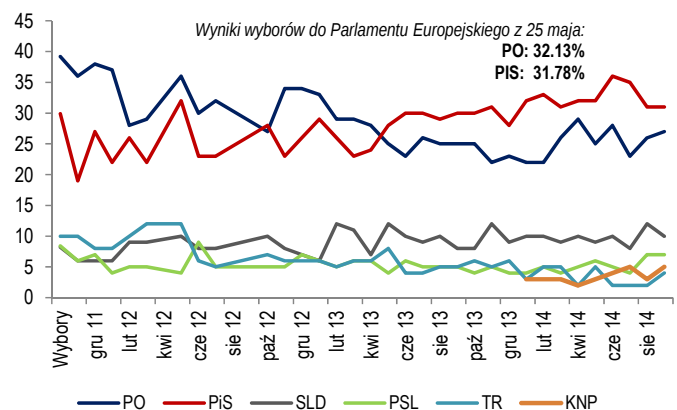
Rezygnacja premiera Tuska otworzyła drogę do utworzenia nowego rządu z Ewą Kopacz na czele. Pomimo zmian personalnych nie oczekujemy znaczących modyfikacji polityki gospodarczej. Poprzedni rząd już zasygnalizował nieco hojniejszą waloryzację świadczeń emerytalnych oraz wyższe przywileje dla rodzin z dziećmi. Naszym zdaniem może to podnieść wzrost PKB o ok. 0,2 pkt proc. w 2015 roku, a do tego dostrzegamy szanse na dodatkowe luzowanie polityki fiskalnej. Niewielkie złagodzenie polityki fiskalnej wydaje się pożądane z uwagi na słabszy wzrost gospodarczy, tym bardziej, że pomimo tych działań deficyt sektora rządowego i samorządowego będzie bliski 3% PKB w 2015 r.

Wykres 21. Bilans sektora rządowego i samorządowego



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 22. Sondáže polityczne

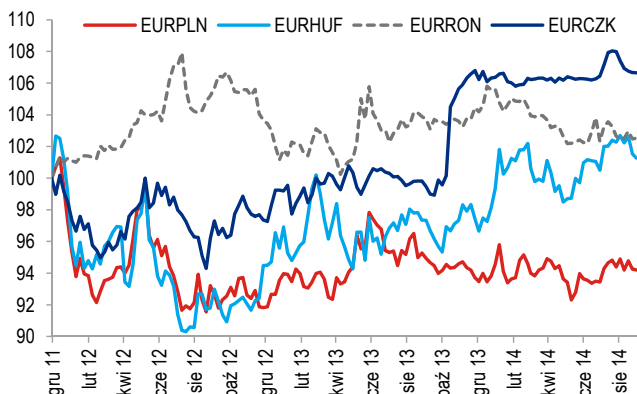


Źródło: Reuters, PAP, OBOP, Citi Handlowy.

Złoty pod presją ze strony Fed

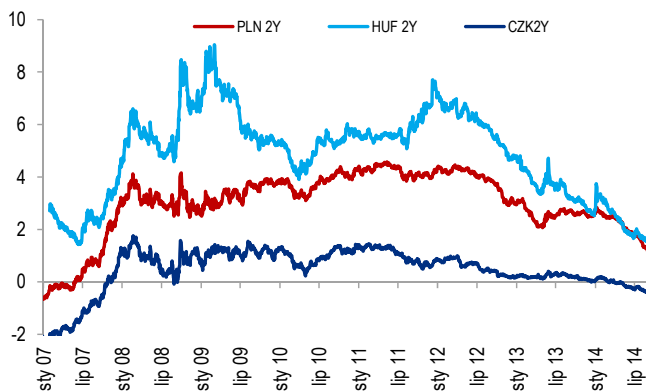
Oczekujemy osłabienia złotego wobec euro, a także wobec dolara w związku z oczekiwanym zacieśnieniem polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Scenariusz bazowy analityków Citi na najbliższe miesiące zakłada, że wraz ze zbliżaniem się momentu rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych oraz z dalszym przyspieszeniem wzrostu PKB dojdzie do umocnienia dolara do ok 1,15 wobec euro do połowy 2015 roku. Jednocześnie w tym scenariuszu wyższe stopy procentowe w USA oraz mocniejszy dolar będą przyczyniać się do odpływu kapitału z rynków wschodzących i osłabienia walut EM. W związku z tym oczekujemy osłabienia złotego do końca I połowy przyszłego roku do ok. 4,33 wobec euro i do ok. 3,77 wobec dolara.

Wykres 23. Kursy walutowe (grudzień 2011=100)



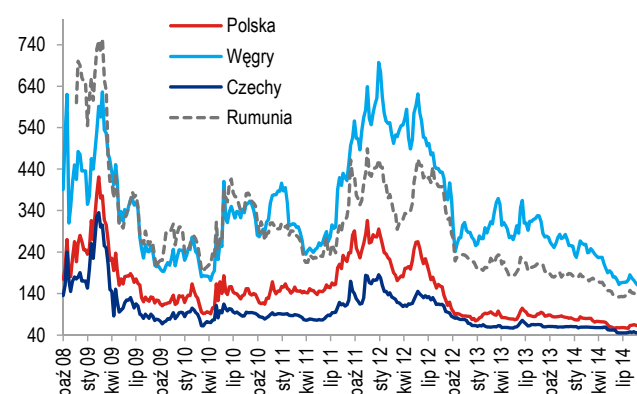
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 25. Różnica krótkoterminowych stóp procentowych vs. USD



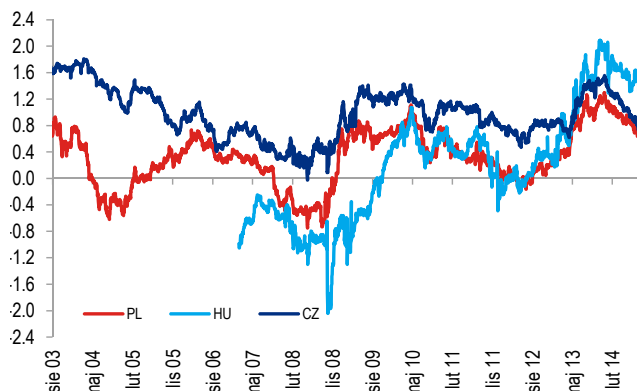
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Stawki CDS (5-letnie)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2013					2014							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.2	6.2	4.4	2.9	6.6	4.1	5.3	5.4	5.4	4.4	1.7	2.3	-1.9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-4.5	9.6	6.0	-6.2	-9.7	2.9	-1.8	9.4	-2.3	-1.7	-0.1	2.0	-8.5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2.3	6.8	5.0	3.3	8.3	5.9	7.3	7.7	7.3	5.7	2.1	3.3	-1.5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-11.1	-4.8	-3.2	-2.9	5.8	-3.9	14.4	17.4	12.2	10.0	8.0	1.1	-3.6
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.4	3.9	3.2	3.8	5.8	4.8	7.0	3.1	8.4	3.8	1.2	2.1	1.7
Stopa bezrobocia (%)	13.0	13.0	13.0	13.2	13.4	14.0	13.9	13.5	13.0	12.5	12.0	11.8	11.7
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.5	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1.1	1.0	0.8	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.3	0.2	0.3	-0.2	-0.3
Inflacja (% m/m)	-0.3	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.6	-0.2	-0.4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.1	-1.4	-1.4	-1.5	-1.0	-1.0	-1.4	-1.3	-0.7	-1.0	-1.7	-2.1	-1.5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.3	0.1	-0.7	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	0.3
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	2.0	3.6	3.1	3.1	2.7	3.4	4.0	4.8	3.8	4.8	3.5	3.5	3.5
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	124	-391	-173	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.9	-1.9	-1.8	-1.7	-1.4	-1.2	-1.2	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	299	660	259	-25	-85	406	268	484	733	-14	333	393	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12 535	14 010	15 145	13 747	11 613	13 497	13 068	14 176	14 192	13 664	13 711	14 071	-
Eksport (% r/r)	2.8	9.0	3.8	2.3	10.1	10.5	5.8	10.9	6.7	11.5	7.3	6.4	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12 236	13 350	14 886	13 772	11 698	13 091	12 800	13 692	13 459	13 678	13 378	13 678	-
Import (% r/r)	-0.3	4.2	4.6	0.6	0.0	6.6	7.3	3.1	6.2	11.6	9.6	4.5	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6.1	6.1	5.9	5.7	6.2	5.4	5.2	6.5	5.4	5.2	5.2	6.0	7.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6.7	6.3	6.0	5.6	5.6	5.5	5.2	4.9	5.7	6.1	5.8	6.5	6.4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4.7	7.4	7.5	7.5	10.0	8.8	7.7	7.4	5.8	4.5	5.4	6.3	9.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3.0	4.3	3.7	4.3	4.5	5.4	5.1	5.0	5.8	4.7	4.6	5.2	5.6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	0.7	0.2	-0.1	0.5	0.8	2.5	2.6	3.6	5.0	5.3	5.0	5.2	5.3
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
WIBOR 3M (średnio)	2.70	2.69	2.67	2.65	2.67	2.70	2.71	2.71	2.72	2.72	2.69	2.68	2.65
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.70	2.67	2.66	2.65	2.71	2.71	2.71	2.71	2.72	2.72	2.68	2.67	2.59
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.82	2.77	2.63	2.44	2.71	2.88	2.81	2.74	2.58	2.40	2.32	2.30	2.25
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	3.14	3.06	2.92	2.84	3.03	3.25	3.05	3.01	2.90	2.71	2.48	2.38	2.21
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.85	3.87	3.50	3.77	3.65	4.12	3.73	3.76	3.56	3.30	3.02	2.77	2.56
EUR/PLN (koniec okresu)	4.27	4.22	4.18	4.19	4.15	4.24	4.16	4.17	4.20	4.14	4.16	4.16	4.21
USD/PLN (koniec okresu)	3.23	3.12	3.08	3.10	3.04	3.13	3.03	3.03	3.03	3.04	3.04	3.11	3.20
EUR/USD (koniec okresu)	1.32	1.35	1.36	1.35	1.36	1.35	1.37	1.38	1.39	1.36	1.37	1.34	1.31
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	26.8	29.6	39.5	38.5	42.5	2.6	11.7	17.4	21.4	22.4	25.4	26.4	24.6
Def. budżetowy kum. (% planu)	51.9%	57.4%	76.5%	74.7%	82.5%	5.6%	24.7%	36.8%	44.8%	46.9%	53.4%	55.5%	51.9%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	516	526	487
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 692	1 788
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	13 650	12 666
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	13.4	12.1	11.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.0	3.4
Inwestycje (% r/r)	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	10.0	6.5
Spożycie ogółem (% r/r)	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.5	2.8
Eksport (% r/r)	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	3.5	4.9
Import (% r/r)	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	5.3	4.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.0	2.0
Inflacja CPI (% średnia)	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.1	1.3
Płace nominalne (% r/r)	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.1	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	2.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.05	2.07
Rentowność obligacji 10-letnich	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	3.55	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.53	3.59
USD/PLN (Średnia)	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.16	3.63
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.27	4.20
EUR/PLN (Średnia)	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.18	4.24
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-4.1	-9.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-0.8	-2.0
Saldo handlu zagranicznego	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	4.5	-0.4
Eksport	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	222.6	218.7
Import	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	218.1	219.1
Saldo usług	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	7.0	6.1
Saldo dochodów	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-21.5	-21.5
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10.3	8.8	6.9	12.4	5.3	-1.3	4.0	6.0
Rezerwy międzynarodowe	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	97.3	111.2
Amortyzacja	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.9	-4.3	-3.3	-2.9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	-1.2	-0.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	53.9	47.6	46.9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. * Wzrost PKB, konsumpcji i inwestycji w 2013 r. - wstępne dane GUS; wzrost eksportu i importu - szacunki Citi Handlowy

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.5	2.0	1.6	3.0	3.4	3.5
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	0.9	0.1	1.3	2.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.0	-3.7	-1.3	-0.8	-2.0	-2.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	2.00	2.00	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.04	3.53	3.59	3.29
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.16	3.16	3.63	3.44
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.15	4.27	4.20	3.95
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.19	4.18	4.24	4.08

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.