

CitiMonthly

W skrócie

- Pod wpływem ostatnich danych, potwierdzających scenariusz stopniowego ożywienia gospodarczego w Europie Zachodniej oraz Polsce, podnieśliśmy prognozę wzrostu w kraju do 3,4% r/r w 2014 r. Ożywienie napędzane jest poprawą popytu krajowego, w tym zarówno konsumpcji, jak i inwestycji.
- Inflacja pozostaje jednak na bardzo niskim poziomie i nasze szacunki sugerują, że sytuacja ta nie zmieni się istotnie w najbliższych miesiącach. Do utrzymania CPI na niskim poziomie przyczyniać się będą między innymi obniżki cen mięsa na skutek zakazu eksportu do niektórych krajów.
- Ze względu na optymistyczne perspektywy wzrostu w kraju oraz ryzyko podwyżek stóp w gospodarkach wschodzących, oczekujemy, że RPP rozpocznie cykl zacieśniania monetarnego pod koniec bieżącego roku. Bardzo niska inflacja stwarza jednak ryzyko, że podwyżki mogłyby zostać bardziej opóźnione.
- Deficyt w rachunku obrotów bieżących spadł w 2013 roku do około 1,5% PKB, odzwierciedlając nadwyżkę w handlu zagranicznym. Choć ożywienie popytu krajowego zapewne doprowadzi do powiększenia deficytu, wciąż powinien on być w pełni finansowany przez napływ zagranicznego kapitału długoterminowego.
- Po przekazaniu aktywów OFE do ZUS i umorzeniu obligacji skarbowych, dług publiczny wielkość rynku obligacji zmniejszyły się. Doprowadziło to do spadku wagi Polski w indeksach obligacyjnych – może to doprowadzić do sprzedaży papierów przez pasywnych inwestorów, a wpływ tego czynnika może być widoczny w marcu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

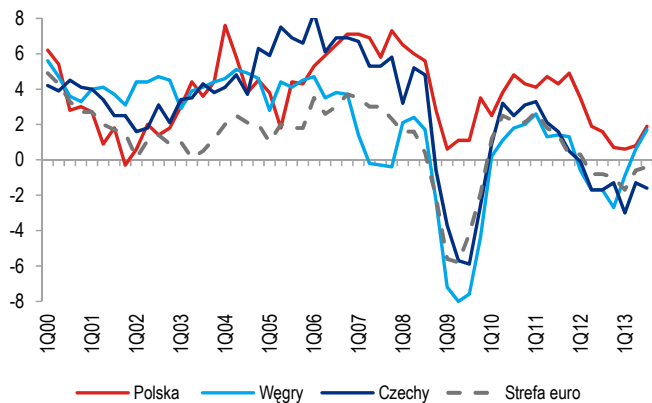
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

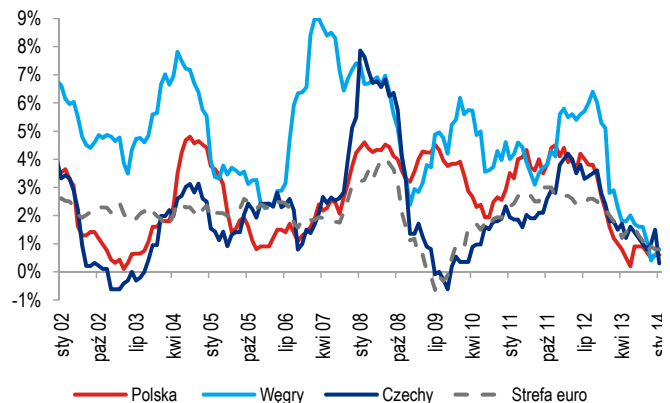
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



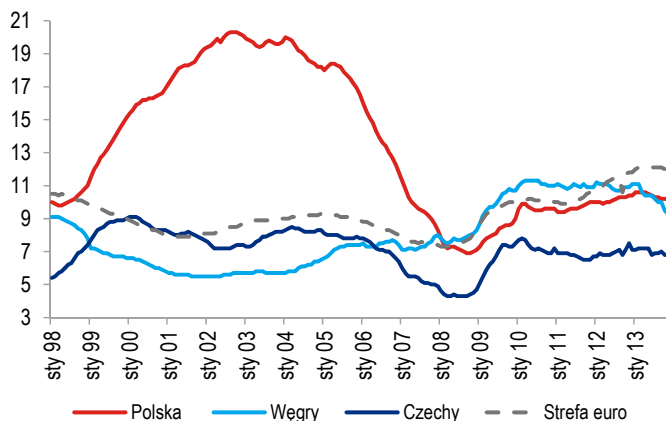
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



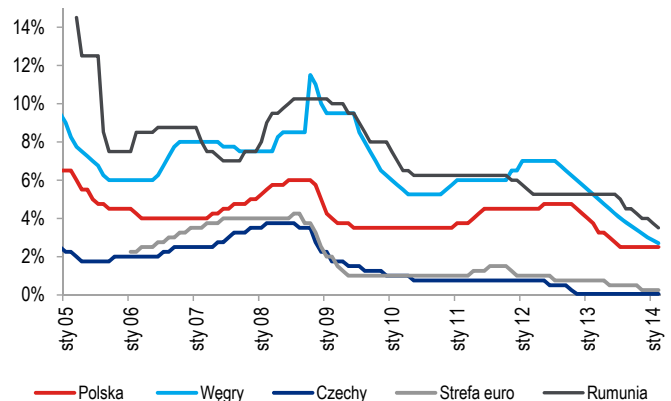
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	1,4	2,1	-3,0	50,6
Węgry	1,7	5,9	-3,0	79,9
Polska	0,8	4,0	4,6	51,0
Rumunia	3,2	5,4	-2,0	39,1
Kryterium konwergencji	<u>1,8</u>	<u>5,4</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.

Gospodarka w skrócie¹

Nad Wisłą bez zmian – ożywienie trwa

- Pod wpływem ostatnich danych, potwierdzających scenariusz stopniowego ożywienia gospodarczego w Europie Zachodniej oraz Polsce, podnieśliśmy prognozę wzrostu w kraju do 3,4% r/r w 2014 r. Ożywienie napędzane jest poprawą popytu krajowego, w tym zarówno konsumpcji, jak i inwestycji.
- Ze względu na optymistyczne perspektywy wzrostu w kraju oraz ryzyko podwyżek stóp w gospodarkach wschodzących, oczekujemy, że RPP rozpocznie cykl zacieśniania monetarnego pod koniec bieżącego roku. Bardzo niska inflacja stwarza jednak ryzyko, że podwyżki mogłyby zostać bardziej opóźnione.
- Po przekazaniu aktywów OFE do ZUS i umorzeniu obligacji skarbowych doszło do spadku wagi Polski w indeksach obligacyjnych – może to doprowadzić do sprzedaży papierów przez pasywnych inwestorów, a wpływ tego czynnika może być widoczny w marcu

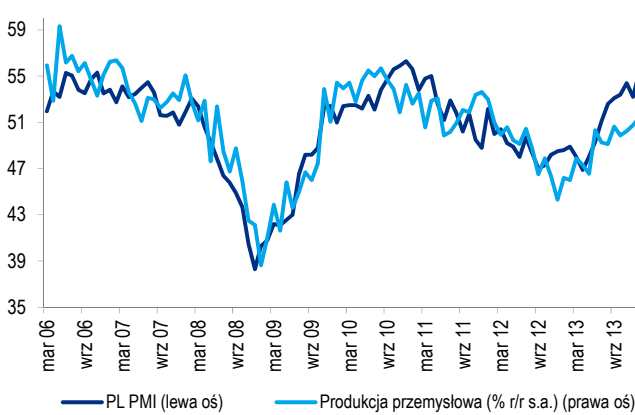
Nad Wisłą bez zmian – ożywienie trwa

Najnowsze dane potwierdzają nasz dotychczasowy scenariusz ożywienia gospodarczego. Wskaźnik PMI utrzymuje się na wysokim poziomie, zbliżonym do historycznych maksimów. Z kolei produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu (po wyeliminowaniu efektów kalendarzowych) o 6,3% r/r, a więc w najszybszym tempie od dwóch lat. Dostępne dane pokazują, że wzrost produkcji jest stymulowany zarówno przez wyższe zamówienia krajowe, jak i eksportowe. Choć produkcja budowlana spadła w styczniu, było to związane z niekorzystnymi warunkami pogodowymi, utrudniającymi prowadzenie prac budowlanych. Najprawdopodobniej kolejne miesiące przyniosą poprawę pod tym względem.

Dane z rynku pracy nie wniosły nic nowego do naszej oceny sytuacji gospodarczej. Przeciętne nominalne płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 3,4% r/r, co przy bardzo niskiej inflacji oznaczało ponad 2,5% wzrost płac realnych. Stabilizacja zatrudnienia, wobec oczekiwanego wyraźnego wzrostu, była niewątpliwą niespodzianką, ale naszym zdaniem jakiegokolwiek odchylenia styczniowych danych od prognoz trudno poważnie traktować. Na początku roku GUS dokonuje zmian w próbie badanych przedsiębiorstw i rok po roku prowadzi to do niespodziewanych wahań zatrudnienia. Naszym zdaniem dopiero dane z kolejnych miesięcy pozwolą na lepszą interpretację trendów. Na ożywienie na rynku pracy wskazuje między innymi silny wzrost liczby nowych ofert pracy (28,9% r/r w prywatnym sektorze) oraz w liczbie osób, które zostały skreślone z rejestrów bezrobotnych ze względu na znalezienie pracy (7,3% r/r).

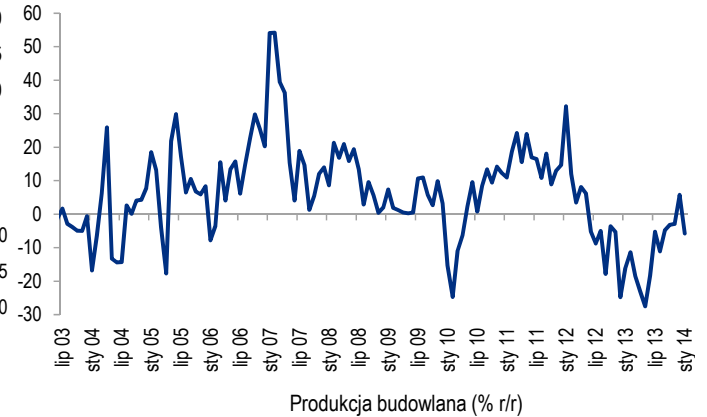
¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 28.02. 2014 r.

Wykres 5. Dalszy wzrost PMI do najwyższego poziomu od 3 lat wspiera scenariusz dalszej poprawy aktywności w przemyśle



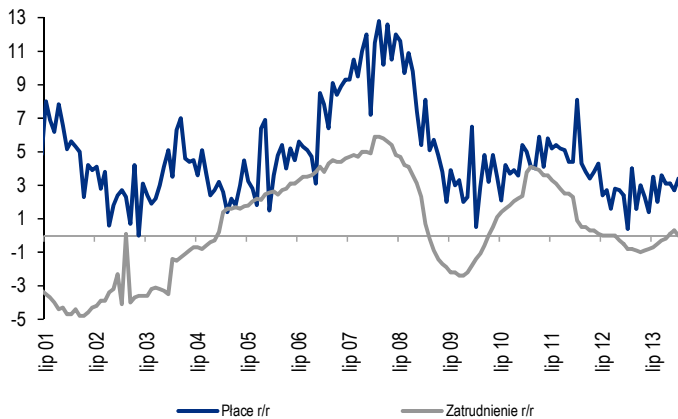
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Styczeniowe dane o produkcji były pod negatywnym wpływem warunków pogodowych, a kolejne miesiące powinny przynieść odreagowanie



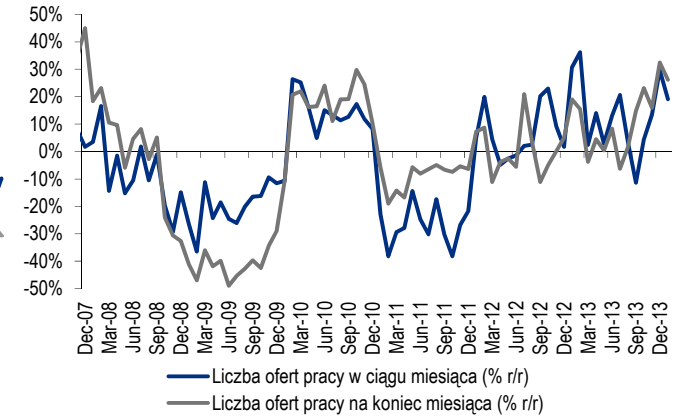
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 7. Wzrost zatrudnienia spowolnił, ale głównie za sprawą technicznego czynnika, tj. zmiany próby przedsiębiorstw badanych przez GUS



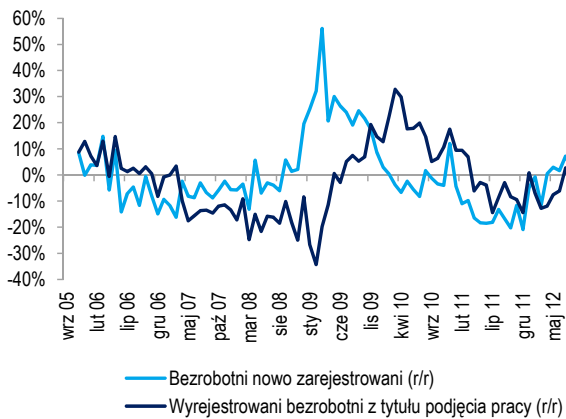
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Liczba ofert pracy wciąż szybko rośnie



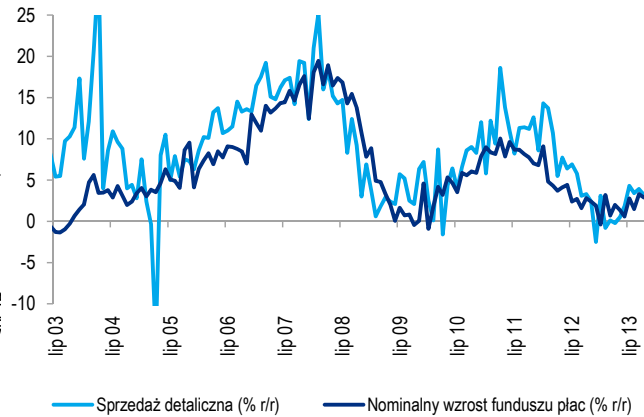
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 9. Liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych spada coraz szybciej



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Sprzedaż detaliczna spowolniła nieznacznie, ale kolejne miesiące powinny przynieść poprawę



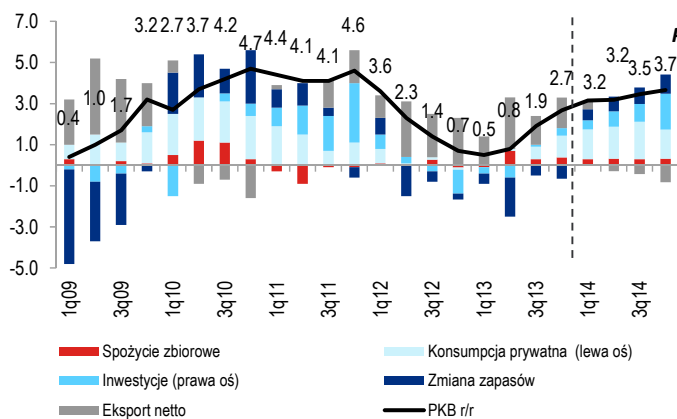
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Korygujemy prognozę w górę

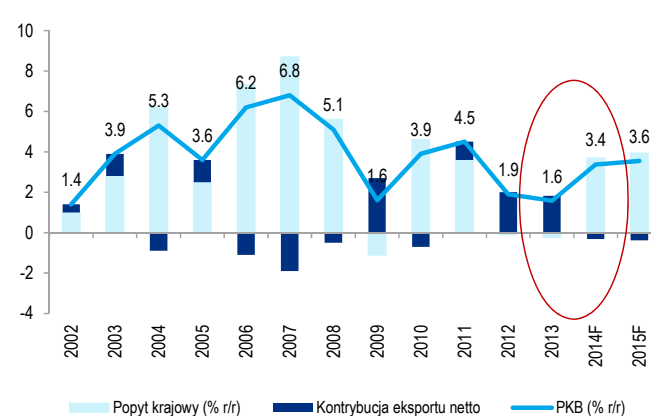
Dane o PKB pokazały przyspieszenie wzrostu gospodarczego do 2,7% r/r w ostatnim kwartale 2013 roku, wobec 1% w III kw. Najistotniejsza w tych danych jest jednak struktura, a konkretnie znaczne przyspieszenie popytu krajowego, zarówno dzięki konsumpcji indywidualnej oraz inwestycjom. Spożycie wzrosło bowiem o ponad 2% r/r, podczas gdy nakłady inwestycyjne o 1,3% r/r.

W lutym dokonaliśmy rewizji naszych prognoz PKB w górę i obecnie oczekujemy, że wzrost w 2014 roku sięgnie 3,4% (przed rewizją: 3,1%). Na kontynuację przyspieszenia wskazują dane o nastrojach konsumentów oraz przedsiębiorców, a także „twarde” dane w postaci sprzedaży detalicznej oraz produkcji, spodziewamy się kontynuacji dotychczasowego ożywienia. Badania koniunktury pokazują nieco większą skłonność firm do inwestycji, a przyspieszenie wzrostu w Niemczech powoduje, że ta większa skłonność może tym razem przełożyć się na bardziej namacalne odbicie w nakładach na środki trwałe. Jeżeli chodzi o politykę gospodarczą, to powinna ona sprzyjać szybszemu wzrostowi, a przynajmniej w przeciwieństwie do 2012 roku nie powinna już go hamować. Wskazuje na to między innymi przejście od wyraźnie restrykcyjnej do bardziej neutralnej polityki fiskalnej oraz utrzymywanie przez RPP stóp procentowych na niezmiennym poziomie.

Wykres 11. Wzrost PKB w IV kw. był nieco niższy od oczekiwań, ale w kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarki



Wykres 12. Zrewidowaliśmy prognozę wzrostu PKB w tym roku do 3,4% r/r



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Źródło: AMECO, Citi Handlowy.

Inflacja to żaden problem, na razie

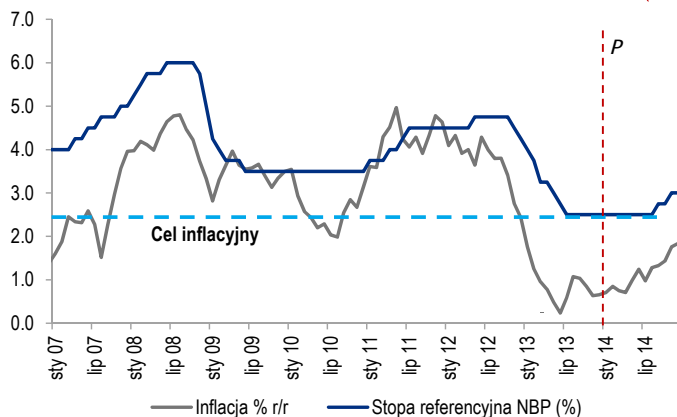
Bieżąca (oraz oczekiwana) inflacja utrzymuje się na wyjątkowo niskim poziomie. W styczniu wstępne dane pokazały wskaźnik CPI na poziomie 0,7%, a nasze prognozy sugerują, że w lutym nastąpił tylko symboliczny wzrost do 0,8%. Presja cenowa pozostaje wciąż niska, ponieważ pomimo stopniowej poprawy, sytuacja na rynku pracy jest daleka od ideału. Dodatkowo niskie ceny surowców, a także spadek cen żywności (w tym mięsa) powinny utrzymywać CPI na niskim poziomie również w najbliższych miesiącach. Z czasem inflacja powinna stopniowo rosnąć, ale o ile niekorzystne tendencje na rynku żywności nie zostaną odwrócone, trudno będzie wskaźnikowi CPI przekroczyć poziom 2% pod koniec bieżącego roku. Cel inflacyjny mógłby zostać przekroczony dopiero w 2015 roku.

Stopy bez zmian przynajmniej do września

Bank centralny znalazł się w niewątpliwie wyjątkowo komfortowej sytuacji przyspieszającego wzrostu gospodarczego i na razie bardzo niskiej inflacji. Pozwala to RPP utrzymywać stopy procentowe na niezmiennym poziomie i obserwować napływające dane z gospodarki. Według dotychczasowych sygnałów z Rady, zmiany stóp procentowych mogą nastąpić dopiero pod koniec roku, o ile gospodarka wciąż będzie przyspieszać. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że do pierwszej podwyżki może dojść już we wrześniu lub październiku, a za takim założeniem stoi nasza optymistyczna prognoza PKB.

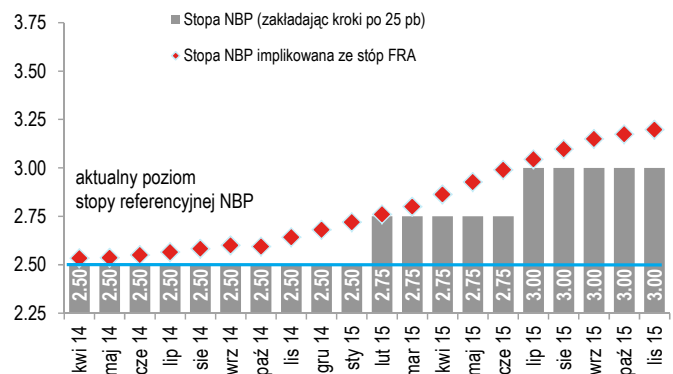
Niewątpliwie jednak wyraźnie niższa niż wcześniej oczekiwano inflacja zmniejsza ryzyko szybkich podwyżek. Naszym zdaniem lepsza ocena perspektyw inflacyjnych (a tym samym perspektyw stóp procentowych) będzie możliwa po publikacji danych o lutowej inflacji oraz zmianie koszyka inflacyjnego, które nastąpią w połowie marca. Gdyby inflacja okazała się niższa niż prognozowane przez nasz 0,8% mogłoby to odsunąć pierwsze podwyżki na 2015 rok.

Wykres 13. Zrewidowaliśmy ścieżkę inflacji w dół i oczekujemy, że wzrost CPI pozostanie poniżej 2% do końca roku



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 14. Jeśli inflacja pozostanie niska na dłużej wówczas możemy przesunąć na rok 2015 oczekiwany moment pierwszej podwyżki stóp



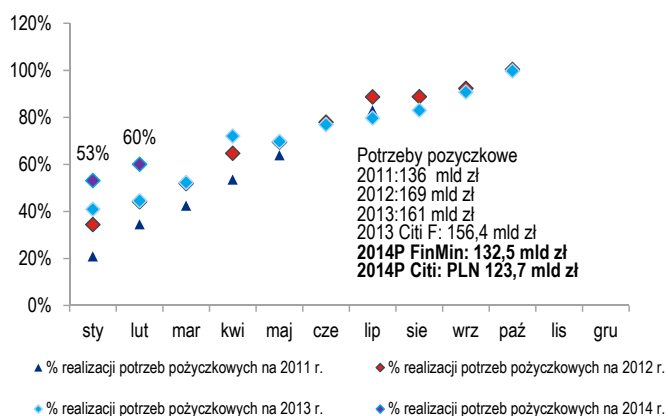
Źródło: NBP Reuters, Citi Handlowy.

Obligacje mogą być pod presją ...

Oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności w kolejnych miesiącach. Ocena agencji ratingowych zmian w systemie emerytalnym była stosunkowo neutralna sygnalizując poprawę wskaźników fiskalnych w krótkim terminie i ich pogorszenie w dłuższym terminie. W wyniku tych zmian udział inwestorów zagranicznych w krajowym rynku długu wzrósł do 44% z 34% a ich udział w rynku obligacji stało kuponowych jest jeszcze większy, co najprawdopodobniej będzie prowadzić do zwiększenia zmienności rynku. Ponadto, biorąc pod uwagę spadek wagi Polski w globalnych indeksach obligacji po zmniejszeniu rozmiaru (waga w indeksie Citi WGBI została obniżona do 0,53% z 0,65% począwszy od marca) rynku sądzimy, że inwestorzy zagraniczni dostosują swoje portfele i zmniejszą pozycje w polskich obligacjach, choć naszym zdaniem skala wyprzedaży będzie raczej ograniczona (poniżej 2 mld \$) i częściowo ograniczenie portfeli polskich obligacji skarbowych mogło już mieć miejsce. Negatywny wpływ tych czynników na rynek długu będzie częściowo ograniczony przez wysoki poziom realizacji potrzeb pożyczkowych (ok. 60% po lutym), co daje pewną swobodę resortowi finansów przy emisjach na kolejnych kilku

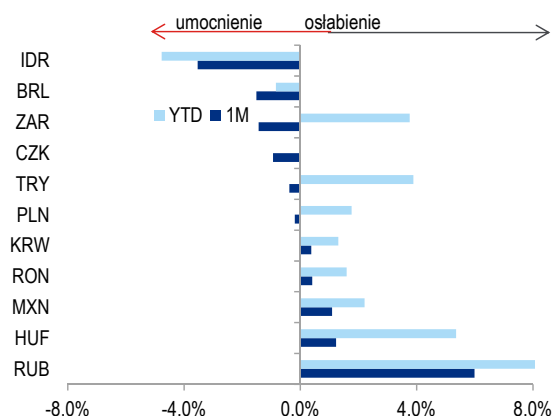
aukcjach. Ministerstwo Finansów prawdopodobnie pokryje większość potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok do lipca-sierpnia, w związku z czym w drugiej połowie roku podaż obligacji będzie stosunkowo niska. Z drugiej strony stopniowa redukcja programu skupu aktywów przez Fed oraz odpływy z globalnych funduszy obligacji rynków wschodzących będą prawdopodobnie wywierać presję na rynki długu podobnie jak dalsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz powolny wzrost inflacji i oczekiwane podwyżki stóp procentowych.

Wykres 15. Realizacja potrzeb pożyczkowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 16. Złoty pozostawał stosunkowo stabilny w ostatnich tygodniach, ale może tracić wraz z innymi walutami gospodarek wschodzących w dalszej części roku

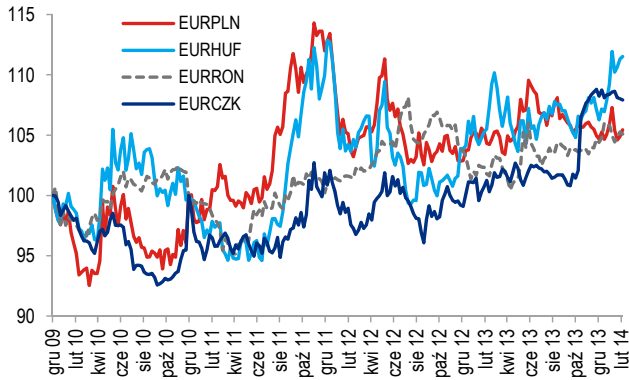


Źródło: Citi Handlowy.

... podobnie jak złoty

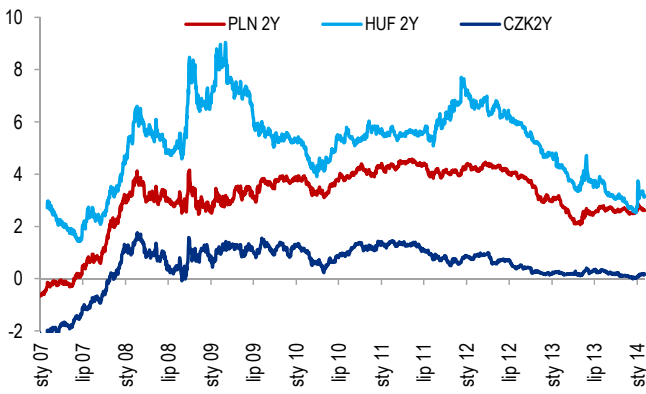
Choć złoty wydaje się mniej wrażliwy na wahania apetytu na ryzyko niż w przeszłości to nie ucieknie przez scenariuszem osłabienia walut gospodarek rozwijających się w tym roku. Wysoki wzrost gospodarczy, niski deficyt obrotów bieżących finansowany przez napływ środków unijnych oraz stosunkowo wysoki poziom stóp realnych będą wspierać złotego w krótkim terminie. W rezultacie w perspektywie najbliższych tygodni kurs EURPLN może osiągnąć poziom 4,10. Jednak w drugiej połowie roku kontynuacja redukcji programu skupu aktywów przez Fed oraz zbliżający się moment podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych jak może wywrzeć presję na waluty gospodarek wschodzących, czemu złoty nie zdoła się oprzeć. Jednocześnie negatywnie na złotego mogą oddziaływać dalsze odpływy z funduszy obligacji rynków wschodzących szczególnie biorąc pod uwagę duże zaangażowanie inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji. Dobre fundamenty polskiej gospodarki pomogą jedynie ograniczyć skalę osłabienia złotego.

Wykres 17. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



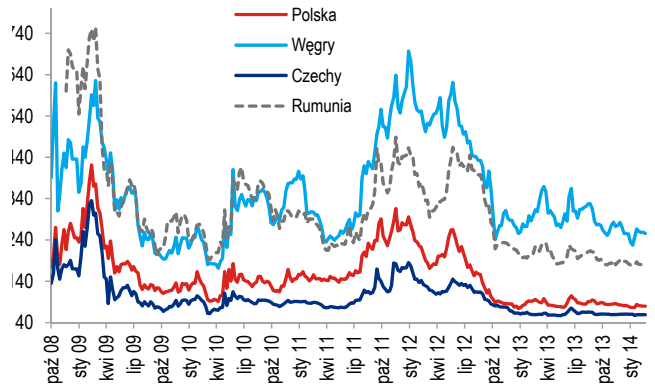
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



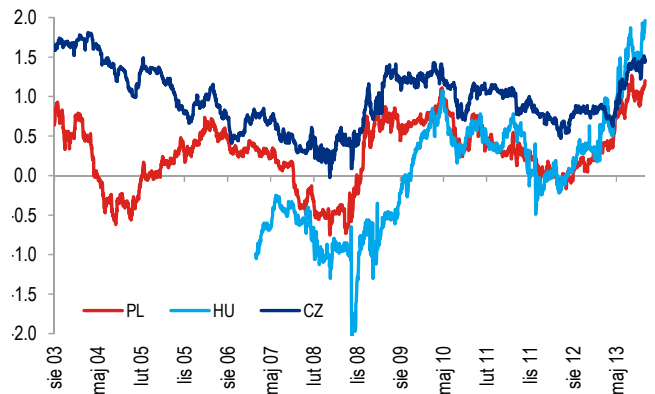
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2013												2014
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0.3	-2.1	-2.9	2.8	-1.8	3.0	6.3	2.2	6.2	4.4	2.9	6.6	4.1
Produkcja przemysłowa (% m/m)	5.4	-2.8	9.3	-2.2	-0.7	2.8	1.5	-4.5	9.6	6.0	-6.2	-9.7	2.9
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-0.4	-1.9	-3.3	3.0	-2.0	3.7	6.8	2.3	6.8	5.0	3.3	8.3	5.9
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-16.1	-11.4	-18.5	-23.1	-27.5	-18.3	-5.2	-11.1	-4.8	-3.2	-2.9	5.8	-3.9
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.1	-0.8	0.1	-0.2	0.5	1.8	4.3	3.4	3.9	3.2	3.8	5.8	4.8
Stopa bezrobocia (%)	14.2	14.4	14.3	14.0	13.5	13.2	13.1	13.0	13.0	13.0	13.2	13.4	14.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1.7	1.3	1.0	0.8	0.5	0.2	1.1	1.1	1.0	0.8	0.6	0.7	0.7
Inflacja (% m/m)	0.1	0.0	0.2	0.4	-0.1	0.0	0.3	-0.3	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.2	-0.3	-0.7	-2.1	-2.5	-1.3	-0.8	-1.1	-1.4	-1.4	-1.5	-1.0	-0.9
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.1	0.3	-0.3	-0.7	0.1	0.7	0.2	-0.3	0.1	-0.7	-0.3	-0.1	0.1
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	0.4	4.0	1.6	3.0	2.3	1.4	3.5	2.0	3.6	3.1	3.1	2.7	3.4
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,375	-668	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-213	-957	-843	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-3.5	-3.3	-3.1	-2.8	-2.8	-2.3	-1.9	-1.9	-1.9	-1.8	-1.7	-1.5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-64	426	-502	630	1	570	78	264	677	68	64	-232	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12,214	12,352	12,780	13,303	12,256	12,773	13,125	12,422	13,897	14,696	13,665	11,662	-
Eksport (% r/r)	6.4	4.3	-1.2	11.0	0.3	5.4	6.6	1.9	8.1	0.7	1.7	10.6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,278	11,926	13,282	12,673	12,255	12,203	13,047	12,158	13,220	14,628	13,601	11,894	-
Import (% r/r)	1.1	-6.2	-1.3	1.6	-6.1	-1.9	2.8	-0.9	3.2	2.8	-0.7	1.6	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4.4	5.5	5.3	7.4	6.5	7.0	6.6	6.1	6.1	5.9	5.7	6.2	5.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	7.1	8.1	9.2	8.9	7.7	7.6	7.0	6.7	6.3	6.0	5.6	5.6	5.5
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-6.7	-5.7	-0.8	2.8	2.1	4.5	4.8	4.7	7.4	7.5	7.5	10.0	8.8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2.0	2.7	2.6	2.0	0.9	2.4	3.3	3.0	4.3	3.7	4.3	4.5	5.4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.5	2.9	1.8	1.5	-0.1	1.6	0.5	0.7	0.2	-0.1	0.5	0.8	2.5
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.00	3.75	3.25	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
WIBOR 3M (średnio)	4.04	3.80	3.48	3.29	2.89	2.74	2.71	2.70	2.69	2.67	2.66	2.68	2.71
WIBOR 3M (koniec okresu)	3.95	3.74	3.39	3.03	2.74	2.73	2.70	2.70	2.67	2.66	2.65	2.71	2.70
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	3.41	3.46	3.16	2.68	2.69	2.81	2.66	2.82	2.77	2.63	2.44	2.71	3.00
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	3.25	3.48	3.15	2.62	2.73	3.08	2.82	3.14	3.06	2.92	2.84	3.03	3.20
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.93	3.98	3.95	3.28	3.59	4.37	4.09	4.46	4.46	4.16	4.53	4.35	4.44
EUR/PLN (koniec okresu)	4.19	4.17	4.18	4.14	4.33	4.32	4.23	4.27	4.22	4.18	4.19	4.15	4.24
USD/PLN (koniec okresu)	3.09	3.18	3.26	3.17	3.27	3.32	3.19	3.23	3.12	3.08	3.10	3.04	3.13
EUR/USD (koniec okresu)	1.36	1.31	1.28	1.31	1.32	1.30	1.33	1.32	1.35	1.36	1.35	1.36	1.35
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	8.4	21.7	24.4	31.7	30.9	26.0	25.9	26.8	29.6	39.5	38.5	42.5	2.6
Def. budżetowy kum. (% planu)	16.3%	42.1%	47.3%	61.6%	60.0%	50.4%	50.4%	51.9%	57.4%	76.5%	74.7%	82.5%	5.6%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. 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	516	561	606
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,631	1,712	1,813
PKB per capita (USD)	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,399	14,569	15,771
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	12.5	11.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.6	3.4	3.6
Inwestycje (% r/r)	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.2	-5.0	8.3	4.5
Spożycie ogółem (% r/r)	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.1	2.5	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.7	2.1	3.2	2.6	1.2	0.8	2.7	3.2
Eksport (% r/r)	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.9	5.9	6.5
Import (% r/r)	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.0	6.7	7.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	2.2	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	4.2	3.5	2.6	2.6	2.6	2.6	1.5	2.8
Płace nominalne (% r/r)	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.9	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	2.41	3.32	4.07
Rentowność obligacji 10-letnich	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	4.80	5.10
USD/PLN (Koniec okresu)	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.09	2.93
USD/PLN (Średnia)	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.06	3.01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.33	4.13
EUR/PLN (Średnia)	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.22	4.23
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-7.8	-13.9	-21.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.5	-2.5	-3.6
Saldo handlu zagranicznego	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	2.6	2.1	-2.2
Eksport	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	205.3	233.4	268.0
Import	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	202.7	231.3	270.2
Saldo usług	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	6.6	6.1	6.2
Saldo dochodów	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-22.1	-27.9	-32.4
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	94.0	86.8	87.6
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	-4.2	5.7	-2.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.5	8.2	0.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.4	46.6	45.9

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 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.5	1.9	1.6	3.4	3.6	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	0.9	1.5	2.8	2.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.0	-3.7	-1.5	-2.5	-3.6	-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	3.04	3.09	2.93	2.84
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.16	3.06	3.01	2.88
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.15	4.33	4.13	4.00
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.19	4.22	4.23	4.07

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