

CitiMonthly

W skrócie

- Tym razem w temacie miesiąca zajmujemy się postępowaniem MF w realizacji potrzeb pożyczkowych.
- Sytuacja fiskalna w ostatnich miesiącach wydaje się znacznie lepsza niż założono w budżecie, zarówno dzięki niezłym wpływom z podatków pośrednich, jak i dyscyplinie wydatkowej.
- Według naszych szacunków deficyt w tym roku może być o około 9 mld zł niższy niż oficjalnie planowane 47,5 mld zł, co pomoże obniżyć potrzeby pożyczkowe budżetu.
- Przy takim scenariuszu Ministerstwo Finansów powinno być w stanie zakończyć finansowanie tegorocznego budżetu już pod koniec czerwca, a druga połowa roku byłaby wówczas wykorzystana do prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.
- Jeżeli chodzi o dane publikowane w ostatnich tygodniach, to potwierdzają one, że wzrost gospodarczy w kraju najprawdopodobniej przekroczył 3% w I kw. i może osiągnąć 3,4% w całym roku. Pozytywne tendencje utrzymują się szczególnie na rynku pracy - bezrobocie wyraźnie spadło, a płace wzrosły.
- W przeciwieństwie do poprzednich miesięcy tym razem ryzyko dla naszej prognozy upatrujemy po stronie słabszego od oczekiwanego wyniku, przede wszystkim ze względu na przedłużający się kryzys na Ukrainie.
- W najbliższych miesiącach pozytywnie na obligacje wpływać będzie dobra sytuacja budżetowa oraz obawy o możliwość spowolnienia w kraju. W dłuższym horyzoncie spodziewamy się jednak wzrostu rentowności w związku z zacieśnieniem polityki monetarnej w Stanach.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

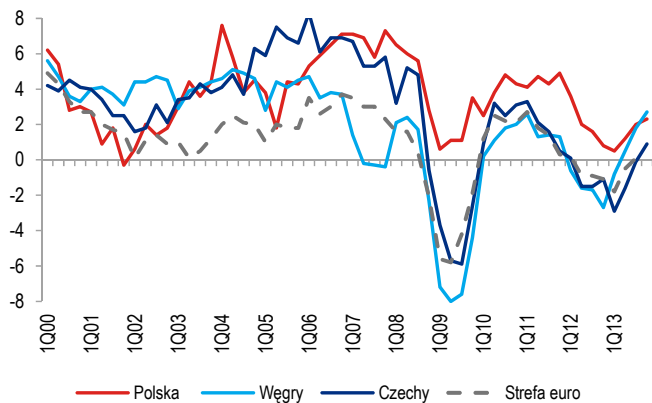
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

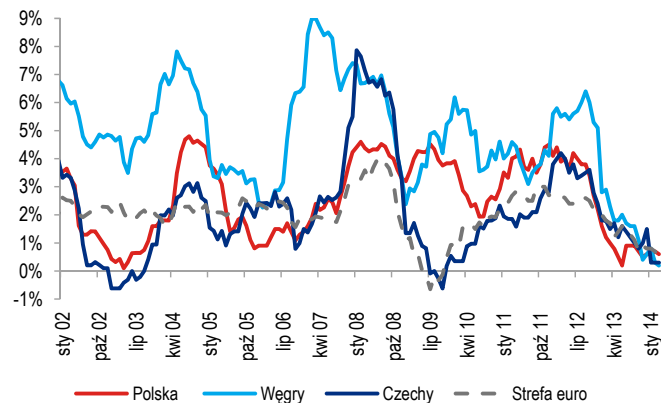
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



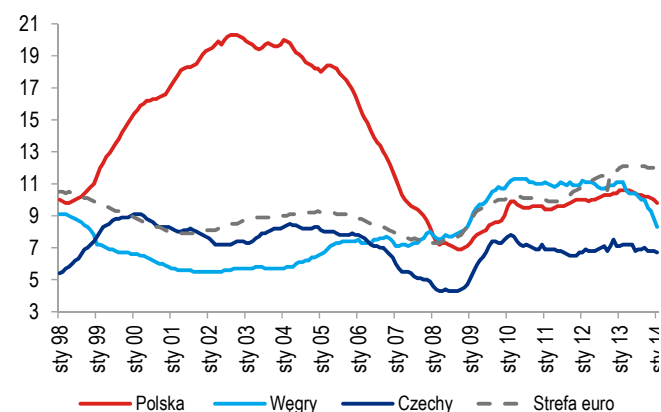
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



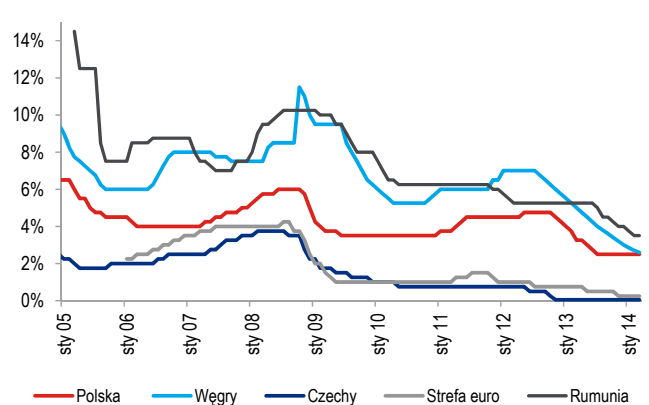
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	1,1	2,1	-3,0	50,6
Węgry	1,3	5,9	-3,0	79,9
Polska	0,7	4,1	4,6	51,0
Rumunia	2,6	5,3	-2,0	39,1
Kryterium konwergencji	1,3	5,4	3,0	60,0

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

Temat miesiąca

Ministerstwo może spać spokojnie¹

- Sytuacja fiskalna w ostatnich miesiącach wydaje się znacznie lepsza niż założono w budżecie, zarówno dzięki niezłym wpływom z podatków pośrednich, jak i dyscyplinie wydatkowej.
- Według naszych szacunków deficyt w tym roku może być o około 9 mld zł niższy niż oficjalnie planowane 47,5 mld zł, co pomoże obniżyć potrzeby pożyczkowe budżetu.
- Przy takim scenariuszu Ministerstwo Finansów powinno być w stanie zakończyć finansowanie tegorocznego budżetu już pod koniec czerwca, a druga połowa roku byłaby wówczas wykorzystana do prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.

Początek roku okazał się bardzo dobrym okresem dla polskiego budżetu. O ile w ostatnich latach deficyt budżetowy osiągał w I kwartale roku średnio 48,2% całorocznego planu, tym razem wyniósł on zaledwie 36,8% i to zarówno dzięki korzystnym tendencjom w dochodach jak i wydatkach. Z tego punktu widzenia wydaje się, że Ministerstwo ma najlepszą sytuację fiskalną od początku 2008 roku, kiedy wzrost wyraźnie przekraczał potencjał, a gospodarka się przegrzewała.

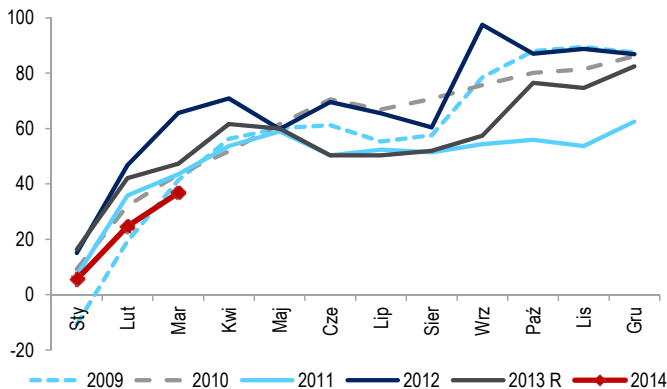
Dochody ostro w górę

Szczególne wrażenie robi poprawa dochodów podatkowych w obliczu ożywienia gospodarczego. Dochody z VAT osiągnęły ponad 14% r/r wzrost w pierwszych trzech miesiącach roku po wcześniejszym długim okresie spadków. Poprawa w VAT może być związana z czynnikami jednorazowymi, w tym z podwyżkami akcyzy na papierosy i alkohol, co przyspieszyło zakupy pod koniec ubiegłego roku (podatek VAT od tych transakcji wpłynął do budżetu na początku bieżącego roku).

Biorąc pod uwagę ten jednorazowy charakter pozytywnych czynników, można spodziewać się, że kolejne miesiące powinny być gorsze pod względem wpływów z VAT. Sugerują to również marcowe dane, które pokazały spadek wpływów o około 18%, po wcześniejszych wzrostach rzędu 37% r/r w lutym. Mimo to, według naszych szacunków cykliczne ożywienie w polskiej gospodarce ma istotne znaczenie dla wpływów do kasy Państwa i biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że w całym roku wpływy z VAT będą wyższe niż założono w ustawie budżetowej.

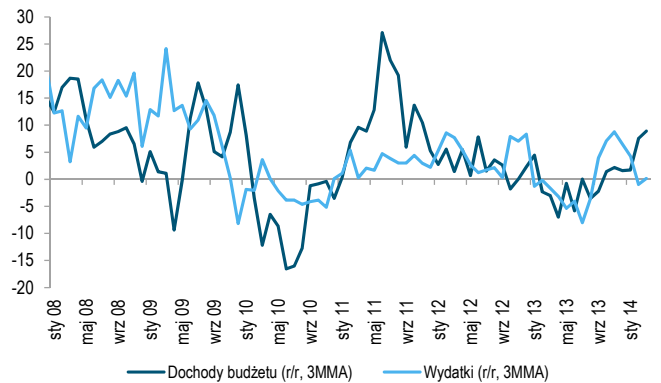
¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport *Poland Macro View: Actual borrowing needs should be fully met by end of June*, z dnia 16.04.2014.

Wykres 5. Deficyt budżetowy po trzech miesiącach osiągnął jedynie 36,8% rocznego planu ...



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

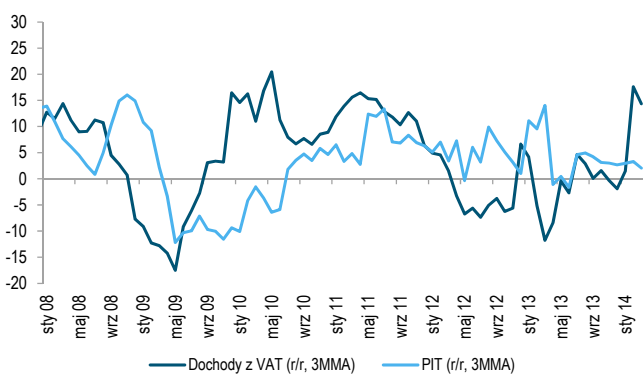
Wykres 6. ... co było możliwe dzięki wysokim dochodom i stosunkowo niskim wydatkom



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

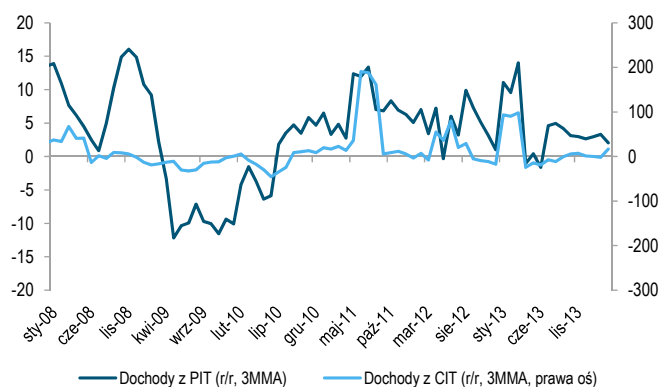
Oprócz VAT również dochody z podatku akcyzowego stopniowo rosną, choć w wolniejszym tempie. W tym przypadku jednak czas działa na korzyść budżetu, ponieważ wpływy z akcyzy za pierwsze miesiące roku są przejściowo zaniżone. Wynika to z wspomnianych wcześniej zwiększonych zakupów pod koniec 2013 roku, które przyczyniły się do zwiększenia zapasów produktów ze starymi banderolami, co pozwala oczekiwać, że wpływy podatkowe zaczną rosnąć dopiero po wyczerpaniu obecnych zapasów, a więc zapewne dopiero po 3-4 pierwszych miesiącach roku. Jeżeli chodzi o podatki dochodowe (CIT oraz PIT), to wpływy z tego tytułu są mniej imponujące niż VAT, jednak biorąc pod uwagę dynamikę wzrostu gospodarczego oraz poprawę na rynku pracy, wyniki za cały rok powinny być lepsze od planów.

Wykres 7. Poprawa była wyjątkowo widoczna w dochodach z VAT ...



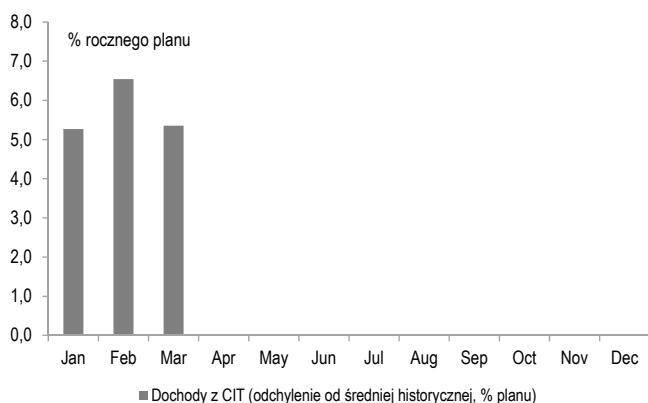
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 8. ... podczas gdy dochody PIT były umiarkowane



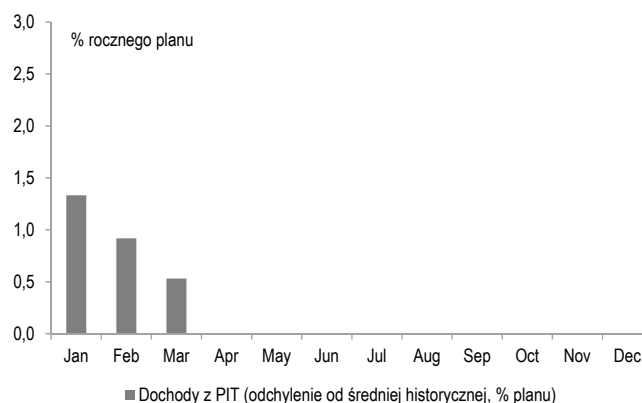
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 9. Z kolei dochody z CIT są znacznie lepsze niż sugerowałyby historyczne trendy



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 10. Dochody z PIT są również relatywnie wyższe niż w przeszłości



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

O ile w ubiegłym roku Ministerstwo Finansów było zmuszone przez gorszą od oczekiwań sytuację dochodową do nowelizacji budżetu w trakcie roku, tym razem takie ryzyko wydaje się niewielkie. Poniższa tabela pokazuje szacunki dotyczące dochodów, wydatków oraz deficytu w 2014 roku. Druga kolumna pokazuje naszą podstawową prognozę opartą o modele szeregów czasowych (skorygowaną o trendy zachodzące w gospodarce), a trzecia kolumna pokazuje scenariusz zakładający, że dotychczasowa nadwyżka w dochodach zostanie po prostu utrzymana i nie będzie się rozszerzać, ani zmniejszać.

W bazowym scenariuszu zakładamy, że deficyt w tym roku będzie o około 8 mld zł niższy od założonego w ustawie budżetowej, zarówno dzięki niższym wydatkom oraz lepszym wpływom z VAT. Alternatywny scenariusz pokazuje podobny scenariusz z deficytem niższym od planów o około 9,5 mld zł. Niezależnie od wybranego scenariusza, wniosek wydaje się taki sam – ryzyko rewizji budżetu jest niewielkie, nawet w przypadku negatywnego szoku z zewnątrz, który mógłby zaciążyć na wzroście gospodarczym w kraju.

Tabela 2. Jak bardzo deficyt, dochody i wydatki mogą się różnić od oficjalnego planu rocznego Ministerstwa Finansów?

	Oficjalny plan budżetowy (mld zł)	Odchylenie od oficjalnego planu (mld zł)	
		Prognoza z modelu	Prognoza na podstawie trendu
Dochody podatkowe	248.0	1.05	1.93
VAT	115.7	2.97	2.06
Wydatki	325.3	-7.31	-7.54
Deficyt budżetowy	47.5	-8.36	-9.47

Źródło: Ministerstwa Finansów, szacunki Citi Handlowy

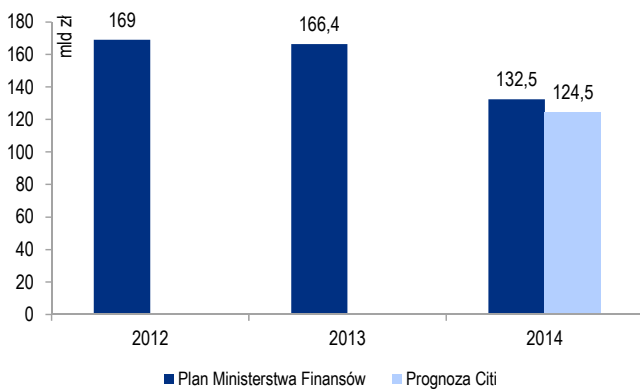
Potrzeby pożyczkowe prawie zabezpieczone

Lepsze od oczekiwań wyniki budżetu stawiają MF w bardzo komfortowej sytuacji. Według naszych szacunków po kwietniu Ministerstwo Finansów zabezpieczyło już 82% tegorocznych potrzeb pożyczkowych i najprawdopodobniej zakończy finansowanie do końca I połowy roku

(zakładając, że deficyt budżetu będzie ostatecznie o około 8 mld zł niższy od planu). Sądzymy, że taki scenariusz może się zrealizować przy założeniu sprzedaży ok. 4-5 mld zł obligacji (średnio w przeliczeniu na aukcję), wobec 5,3 mld zł średnio w okresie luty-marzec.

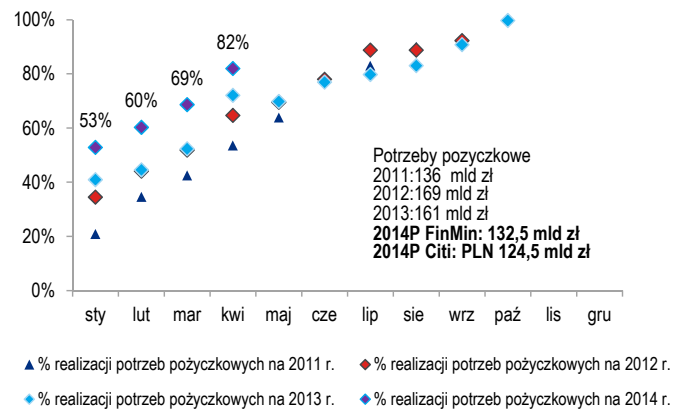
Naszym zdaniem w II połowie roku resort finansów rozpocznie prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Jednocześnie sądzymy, że rozmiar aukcji będzie najprawdopodobniej znacznie mniejszy niż w I połowie roku (prawdopodobnie ok. 3-4 mld zł), a Ministerstwo będzie miało dużą elastyczność w dostosowywaniu podaży obligacji w zależności od zmieniających się warunków rynkowych, co zmniejszy negatywny wpływ redukcji programu skupu aktywów i innych negatywnych czynników na polski rynek dugu.

Wykres 11. Potrzeby pożyczkowe (2012-2014)



Źródło: Ministerstwa Finansów, szacunki Citi Handlowy

Wykres 12. Realizacja potrzeb pożyczkowych



Źródło: Ministerstwa Finansów, szacunki Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie²

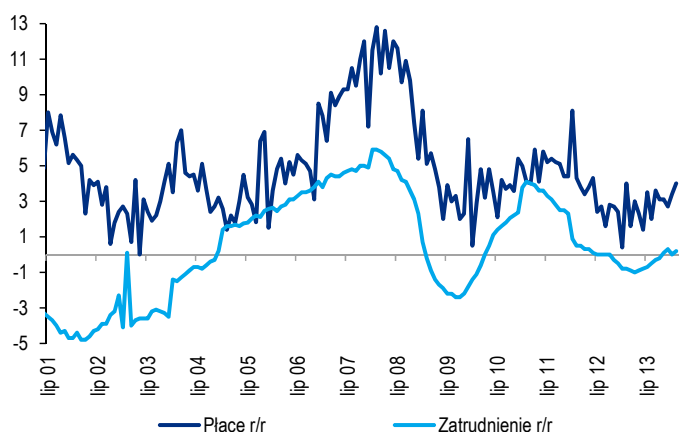
Silny wzrost, ale ryzyko w dół

- Wzrost gospodarczy w kraju najprawdopodobniej przekroczył 3% w I kw. i może osiągnąć 3,4% w całym roku. Pozytywne tendencje utrzymują się szczególnie na rynku pracy - bezrobocie wyraźnie spadło, a płace wzrosły.
- W przeciwieństwie do poprzednich miesięcy tym razem ryzyko dla naszej prognozy upatrujemy po stronie słabszego od oczekiwanego wyniku, przede wszystkim ze względu na przedłużający się kryzys na Ukrainie.
- W najbliższych miesiącach pozytywnie na obligacje wpływać będzie dobra sytuacja budżetowa oraz obawy o możliwość spowolnienia w kraju. W dłuższym horyzoncie spodziewamy się jednak wzrostu rentowności w związku z zacieśnieniem polityki monetarnej w Stanach.

Kryzys ukraiński bez większego wpływu (na razie)

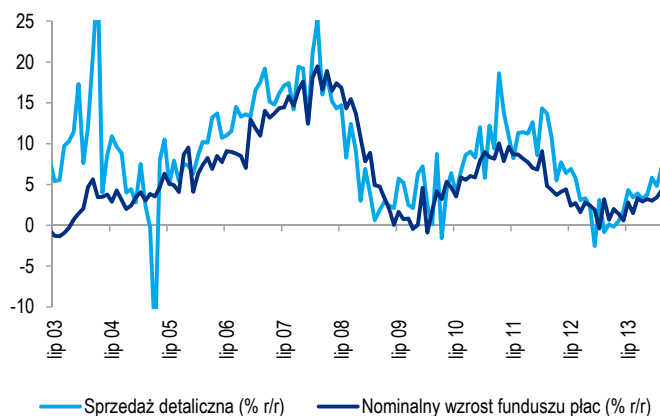
Wzrost gospodarczy w pierwszych trzech miesiącach roku najprawdopodobniej przekroczył 3%, przede wszystkim dzięki ożywieniu popytu krajowego. Miesięczne dane z rynku pracy oraz o sprzedaży detalicznej pokazują, że konsumpcja wyraźnie przyspieszyła po relatywnie słabym 2013 roku. Stopa bezrobocia po wyeliminowaniu sezonowości wyniosła w marcu 12,8%, podczas gdy liczba nowych ofert pracy zwiększyła się o ok. 50% r/r. Dodatkowo utrzymała się silna tendencja wzrostowa wynagrodzeń, a fundusz płac wzrósł realnie o ponad 4%, a więc w najszybszym tempie od początku 2009.

Wykres 13. Wzrost płac i zatrudnienia wyraźnie przyspieszył w marcu zaskakując pozytywnie rynek



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

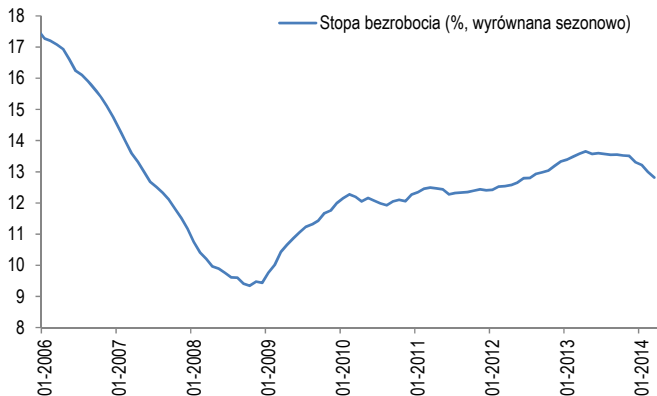
Wykres 14. Sprzedaż detaliczna spowolniła głównie za sprawą późniejszych Świąt Wielkanocnych w tym roku ale kolejne miesiące powinny przynieść poprawę



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

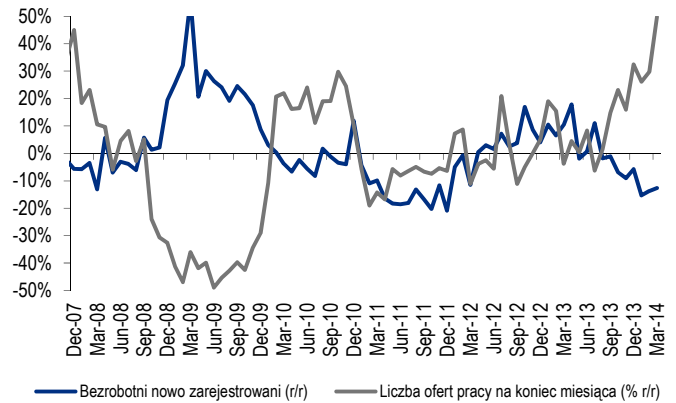
² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 30.04. 2014 r.

Wykres 15. Stopa bezrobocia po eliminacji czynników sezonowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. Liczba ofert pracy wciąż szybko rośnie

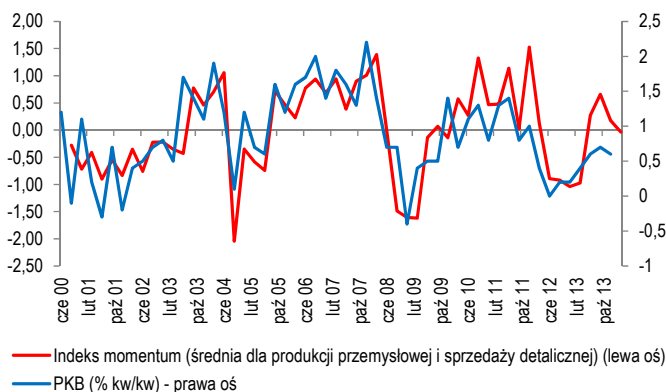


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Nasilający się konflikt rosyjsko-ukraiński nie miał na razie istotnego wpływu na nastroje konsumentów. Najnowszy wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej, który ma za zadanie syntetycznie opisywać oczekiwane w najbliższych miesiącach tendencje w konsumpcji indywidualnej, wzrósł do poziomu nienotowanego od lipca 2010. Podobnie dane o koniunkturze w przemyśle, handlu i budownictwie, a także wskaźniki nastrojów ze strefy euro nie pokazują istotnego wpływu wydarzeń na Ukrainie na polską gospodarkę.

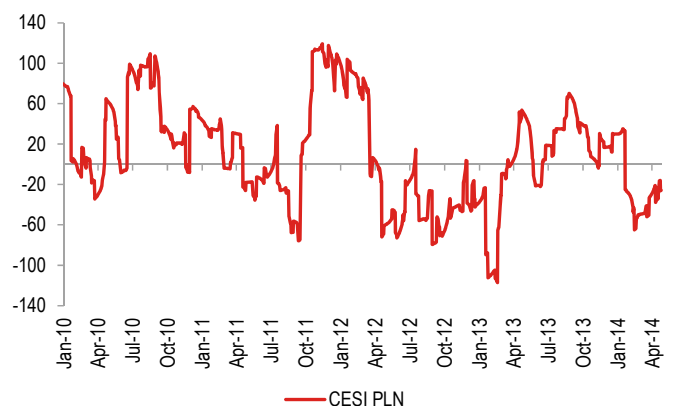
Niemniej, pomimo tych optymistycznych wskazań, naszym zdaniem zagrożenia związane ze spowolnieniem/recesją za wschodnią granicą nie powinny być zupełnie ignorowane, gdyż mogą one z czasem powodować presję na obniżenie dynamiki wzrostu w Polsce. Tym bardziej, że nawet bez wpływu kryzysu ukraińskiego wzrost w polskiej gospodarce stracił nieco ze swojego wcześniejszego rozpędu, o czym świadczą choćby nasze wskaźniki momentum (patrz Wykres 17). Również indeksy niespodzianki Citi potwierdzają, że wyniki polskiej gospodarki były ostatnio nieco słabsze niż prognozy (patrz Wykres 18).

Wykres 17. Gospodarka nieco wytraciła pęd w IV kwartale



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 18. Indeks niespodzianek gospodarczych



Źródło: Bloomberg, Citi Research

Chociaż nasze prognozy wzrostu gospodarczego od dawna utrzymują się powyżej konsensusu rynkowego, różnica ta uległa zawężeniu w ostatnich miesiącach. Wciąż spodziewamy się wzrostu w bieżącym roku o około 3,4% r/r, podczas gdy konsensus kształtuje się na poziomie 3,2%

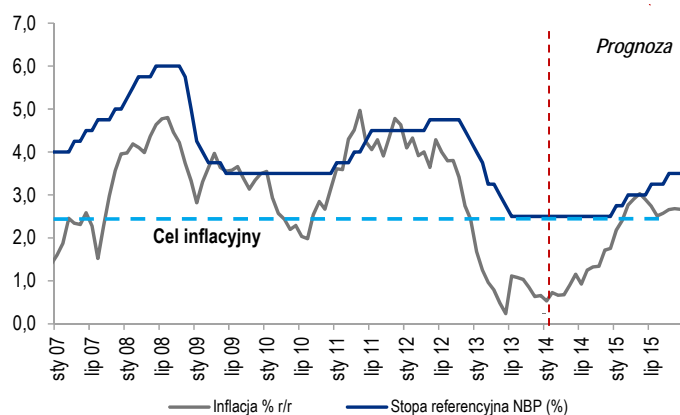
(Reuters). Naszym zdaniem czynniki krajowe powinny wspierać wzrost w Polsce, choć wpływ ten jest obecnie w dużym stopniu niwelowany przez rosnącą niepewność dotyczącą konsekwencji kryzysu na Ukrainie. **Biorąc to pod uwagę obecnie uważamy, że ryzyko dla naszej prognozy PKB jest niesymetrycznie przechylone w dół, szczególnie w II połowie 2014.** Zagrożenie to mogłoby się zmaterializować w większej skali w przypadku intensyfikacji wzajemnych sankcji między Rosją a UE/USA.

Stopy bez zmian do końca roku

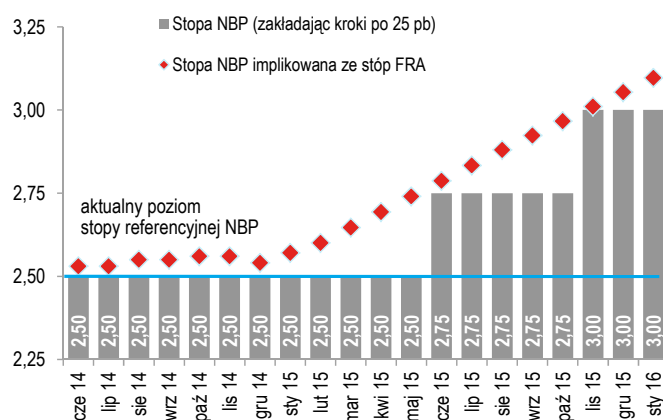
Członkowie Rady Polityki Pieniężnej najprawdopodobniej czują się komfortowo w obecnej sytuacji makroekonomicznej. Z jednej strony komentarze członków RPP pokazują, że są oni optymistyczni co do przyszłego wzrostu w Polsce. Z drugiej strony inflacja pozostaje na tak niskim poziomie, że nie jest to przeszkoda dla utrzymywania stóp procentowych bez zmian. Według naszych prognoz inflacja pozostanie na niskim poziomie również w kolejnych miesiącach i osiągnie 1,7-1,8% pod koniec roku, a poziom celu inflacyjnego zostanie osiągnięty dopiero w I kwartale 2015. Mieszanka niskiej inflacji i silnego wzrostu gospodarczego sugeruje, że RPP utrzyma stopy na niezmiennym poziomie do końca roku, a do pierwszych podwyżek dojdzie dopiero na początku przyszłego roku. Naszym zdaniem w takim scenariuszu stopa referencyjna mogłaby w 2015 roku wzrosnąć łącznie o 100pb do poziomu 3,5%.

Największym zagrożeniem dla tego scenariusza byłaby możliwość nadmiernego umocnienia złotego po rozpoczęciu ilościowego luzowania polityki pieniężnej (QE) przez Europejski Bank Centralny. Biorąc pod uwagę wypowiedzi przedstawicieli EBC, obecnie QE w strefie wydaje się być prawdopodobną opcją. Choć najprawdopodobniej nie będzie ono miało bezpośredniego wpływu na decyzje RPP, mogłoby jednak wpłynąć na NBP, gdyby doszło do umocnienia złotego. Naszym zdaniem jednak nawet w takim scenariuszu Rada zapewne nie chciałaby ciąć stóp procentowych, ale wydłużyłaby okres stabilny stóp, szczególnie gdyby silniejszemu złotemu towarzyszyło nasilenie się kryzysu ukraińskiego.

Wykres 19. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Wykres 20. Implikowana ze stawek FRA stopa NBP



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Źródło: AMECO, Citi Handlowy.

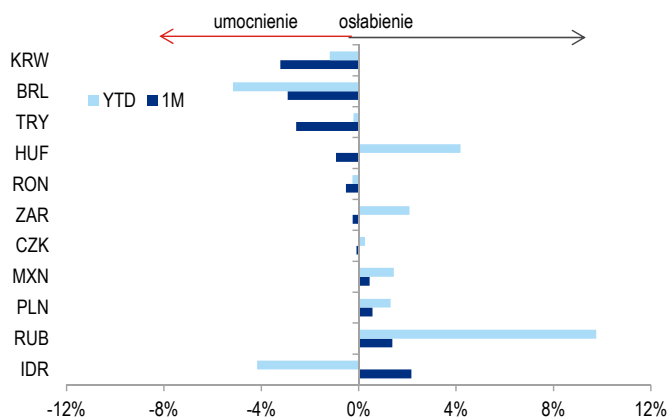
Złoty mniej wrażliwy na globalną zmienność

Naszym zdaniem złoty osłabi się w stosunku do euro do ok. 4,30 na koniec roku. W dalszym ciągu głównym argumentem za takim scenariuszem jest zakładana przez nas negatywna reakcja inwestorów zagranicznych na dalszą redukcję programu skupu aktywów przez Fed i wycofywanie kapitału z krajów rozwijających się. Dodatkowym negatywnym czynnikiem jest sytuacja geopolityczna, która w przypadku zaostrzenia konfliktu między Rosją i Ukrainą w większym stopniu przyczyniłaby się do osłabienia złotego. Dobre dane o PKB, niska inflacja oraz stosunkowo niski deficyt obrotów bieżących najprawdopodobniej ograniczą skalę osłabienia. Ponadto biorąc pod uwagę oczekiwania podwyżek stóp procentowych dopiero w 2015 r. oraz stosunkowo niski poziom stóp w Polsce na tle innych krajów rozwijających się uważamy, że złoty nie jest obecnie tak atrakcyjną walutą do strategii *carry trade* jak w poprzednich latach. W związku z tym presja na jego umocnienie w okresach obniżonej awersji do ryzyka może być mniejsza niż w przeszłości. Jednocześnie brak kumulacji dużych pozycji *carry trade* może zmniejszać skalę osłabienia złotego w okresach podwyższonej zmienności.

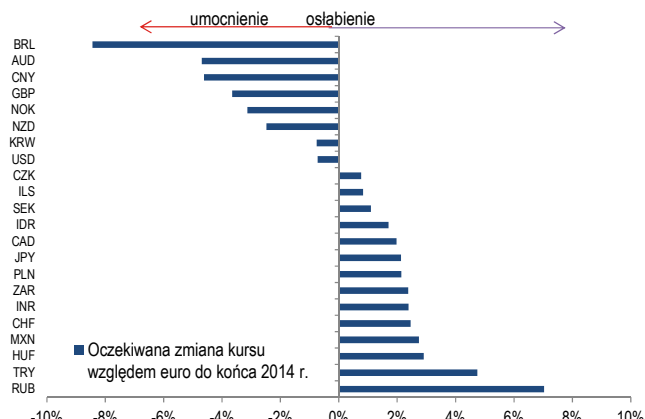
Oslabienie obligacji przyjdzie w II połowie roku

Z uwagi na wysoki stopień realizacji potrzeb pożyczkowych oraz spodziewany przez ekonomistów Citi program ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro szacujemy, że oczekiwany przez nas wzrost rentowności będzie przebiegał wolniej niż sądziliśmy w przeszłości. W krótkim terminie rentowności obligacji mogą nawet jeszcze się obniżyć z uwagi na utrzymanie się niskiej inflacji przynajmniej do końca I połowy tego roku oraz w związku z dalszym łagodzeniem polityki pieniężnej przez EBC. W kolejnych miesiącach rynek długu może być pod coraz większą negatywną presją wynikającą ze wzrostu inflacji, z dalszego przyspieszenia wzrostu PKB, oraz redukcji programu QE przez Fed. Sądzymy, że zauważalny wzrost rentowności może nastąpić na długim końcu krzywej rentowności, a na koniec roku rentowność 10-letnich obligacji wyniesie ok. 4,65%.

Wykres 21. W ciągu miesiąca złoty osłabił się wobec euro na co wpływ mogła mieć sytuacja na Ukrainie i nieco słabsze dane z gospodarki



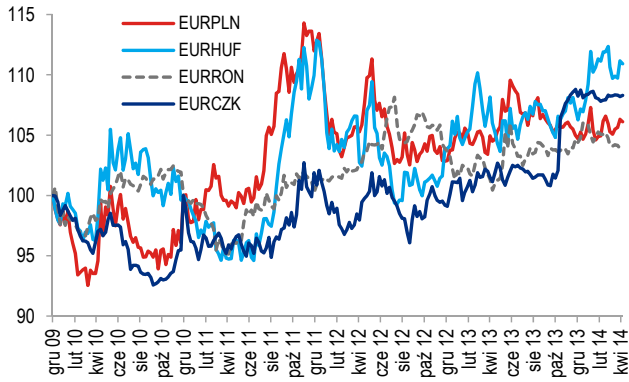
Wykres 22. Citi oczekuje, że do końca roku waluty EM będą się osłabiać wobec euro



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

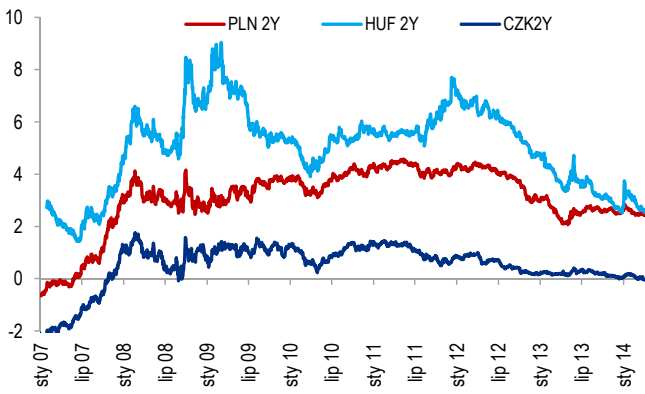
Źródło: Citi Handlowy.

Wykres 23. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



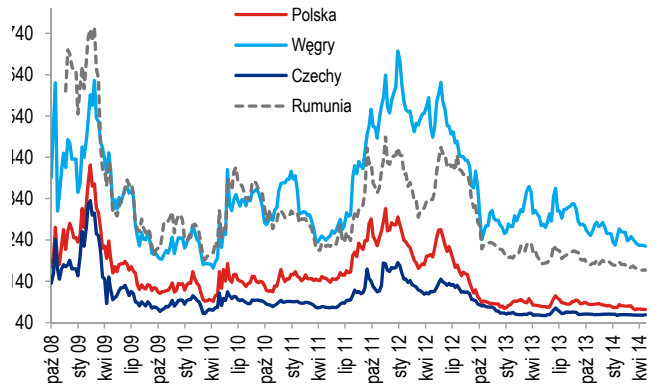
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 25. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



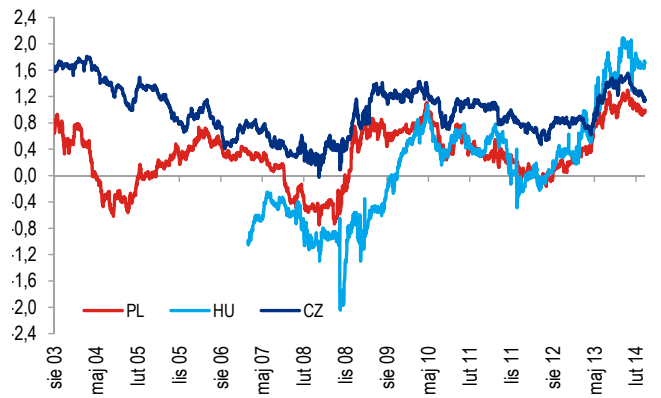
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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		
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III		
Strefa Realna															
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-2,9	2,8	-1,8	3,0	6,3	2,2	6,2	4,4	2,9	6,6	4,1	5,3	5,4		
Produkcja przemysłowa (% m/m)	9,3	-2,2	-0,7	2,8	1,5	-4,5	9,6	6,0	-6,2	-9,7	2,9	-1,8	9,4		
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-3,3	3,0	-2,0	3,7	6,8	2,3	6,8	5,0	3,3	8,3	5,9	7,3	7,7		
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	14,4	17,4		
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1		
Stopa bezrobocia (%)	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5		
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5		
Ceny															
Inflacja (% r/r)	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7		
Inflacja (% m/m)	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3		
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,3	-0,7	0,1	0,7	0,2	-0,3	0,1	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,2		
Plące - sektor przedsieb. (% r/r)	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8		
Przepływy zagraniczne															
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-213	-957	-843	-1 135	-572	-		
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-3,1	-2,8	-2,8	-2,3	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,5	-1,5	0,0	-		
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-502	630	1	570	78	264	677	68	64	-232	419	179	-		
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12 780	13 303	12 256	12 773	13 125	12 422	13 897	14 696	13 665	11 662	13 503	12 773	-		
Eksport (% r/r)	-1,2	11,0	0,3	5,4	6,6	1,9	8,1	0,7	1,7	10,6	10,6	3,4	-		
Import f.o.b. (mln EUR)	13 282	12 673	12 255	12 203	13 047	12 158	13 220	14 628	13 601	11 894	13 084	12 594	-		
Import (% r/r)	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	2,8	-0,9	3,2	2,8	-0,7	1,6	6,6	5,6	-		
Strefa monetarna*															
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,3	7,4	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	5,7	6,2	5,4	5,2	6,5		
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9,2	8,9	7,7	7,6	7,0	6,7	6,3	6,0	5,6	5,6	5,5	5,2	4,9		
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-0,8	2,8	2,1	4,5	4,8	4,7	7,4	7,5	7,5	10,0	8,8	7,7	7,4		
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,6	2,0	0,9	2,4	3,3	3,0	4,3	3,7	4,3	4,5	5,4	5,1	5,0		
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	1,8	1,5	-0,1	1,6	0,5	0,7	0,2	-0,1	0,5	0,8	2,5	2,6	3,6		
Rynki finansowe															
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50		
WIBOR 3M (średnio)	3,48	3,29	2,89	2,74	2,71	2,70	2,69	2,67	2,66	2,68	2,71	2,71	2,71		
WIBOR 3M (koniec okresu)	3,39	3,03	2,74	2,73	2,70	2,70	2,67	2,66	2,65	2,71	2,71	2,71	2,71		
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	3,16	2,68	2,69	2,81	2,66	2,82	2,77	2,63	2,44	2,71	2,88	2,81	2,74		
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	3,15	2,62	2,73	3,08	2,82	3,14	3,06	2,92	2,84	3,03	3,25	3,05	3,30		
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3,95	3,28	3,59	4,37	4,09	4,46	4,46	4,16	4,53	4,35	4,75	4,39	4,23		
EUR/PLN (koniec okresu)	4,18	4,14	4,33	4,32	4,23	4,27	4,22	4,18	4,19	4,15	4,24	4,16	4,17		
USD/PLN (koniec okresu)	3,26	3,17	3,27	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,10	3,04	3,13	3,03	3,03		
EUR/USD (koniec okresu)	1,28	1,31	1,32	1,30	1,33	1,32	1,35	1,36	1,35	1,36	1,35	1,37	1,38		
Wskaźniki fiskalne															
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	24,4	31,7	30,9	26,0	25,9	26,8	29,6	39,5	38,5	42,5	2,6	11,7	17,4		
Def. budżetowy kum. (% planu)	47,3%	61,6%	60,0%	50,4%	50,4%	51,9%	57,4%	76,5%	74,7%	82,5%	5,6%	24,7%	36,8%		

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	552	592
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698	1 796
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 331	15 408
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	12,4	11,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	1,6	3,9	4,5	2,0	1,6	3,4	3,6
Inwestycje (% r/r)	9,6	-1,2	9,3	11,2	-4,0	-4,7	8,3	4,5
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	3,4	1,6	1,0	1,2	2,5	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	3,2	2,6	1,3	0,8	2,7	3,2
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,1	7,7	3,9	4,6	5,9	6,5
Import (% r/r)	8,0	-12,4	13,9	5,5	-0,7	1,2	6,7	7,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	1,8	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	1,1	2,7
Płace nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,4	2,6	4,5	4,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,50	3,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,61	3,76	3,66	4,77	4,21	2,61	2,80	3,77
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	4,40	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,04	3,18	2,94
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,06	3,05
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,15	4,29	4,08
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,21	4,17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-25,8	-18,1	-6,6	-13,9	-21,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,0	-3,7	-1,3	-2,5	-3,7
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-14,1	-6,7	3,1	2,1	-2,3
Eksport	178,7	142,1	165,9	195,2	191,0	207,2	233,2	269,9
Import	204,7	146,4	177,7	209,3	197,7	204,2	231,1	272,1
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	5,7	6,0	7,0	6,1	6,2
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-23,6	-22,6	-21,7	-27,8	-32,6
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	12,3	5,2	5,2	4,0	6,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	86,8	96,1	94,0	87,5	89,2
Amortyzacja	32,4	24,6	32,1	42,8	44,5	49,3	46,9	45,7
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-4,3	5,2	-2,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,4	-4,6	-5,2	-2,3	-1,1	-1,7	7,3	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	53,4	52,7	53,9	47,5	46,6

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	3,4	3,6	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	1,1	2,7	2,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,0	-3,7	-1,3	-2,5	-3,7	-4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,50	3,50	4,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,44	3,08	3,04	3,18	2,94	2,80
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,06	3,05	2,87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,46	4,07	4,15	4,29	4,08	3,95
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,19	4,21	4,17	4,02

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 jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.