

CitiMonthly

W skrócie

- Ekonomiści Citi zrewidowali nieznacznie w górę prognozy wzrostu PKB dla światowej gospodarki, a w tym dla gospodarek rozwiniętych. Jednak głównym motorem wzrostu światowej gospodarki pozostają gospodarki rozwijające się.
- Wobec wciąż wysokiego, ale obniżającego się ryzyka fiskalnego w USA, perspektywy dla amerykańskiej gospodarki są wciąż optymistyczne.
- W strefie euro utrzyma się głęboka recesja, choć sytuacja gospodarcza w Niemczech może być lepsza, a we Włoszech gorsza niż wcześniej oczekiwano.
- W Polsce dane GUS potwierdziły, że ostatni kwartał 2012 roku przyniósł dalsze wyhamowanie gospodarki do 1,1% r/r. Spadająca konsumpcja oraz inwestycje pokazują, że presja na wzrost cen powinna pozostać słaba w najbliższych kwartałach.
- Po serii bardzo słabych danych, luty wreszcie przyniósł nieco lepsze informacje z polskiej gospodarki oraz z Niemiec. Jeżeli oznaki ożywienia w Niemczech utrzymają się, wzrost w kraju może wyraźniej przyspieszyć po II kwartale 2013. Oczekujemy jednak, że pozostanie on wyraźnie poniżej potencjału.
- W styczniu inflacja spadła do zaledwie 1,7%, oddalając się od celu inflacyjnego RPP. Oczekujemy dalszego jej spadku do 1,3% w kwietniu, z szansą na jeszcze niższy wynik. Oprócz niższej dynamiki cen gazu oraz paliw, do spadku inflacji przyczynia się również osłabienie presji popytowej.
- Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w lutym stopy procentowe o 25pb. Cykl luzowania polityki monetarnej dobiega jednak końca i większość członków RPP dostrzega tylko bardzo niewielką przestrzeń do dalszych cięć.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

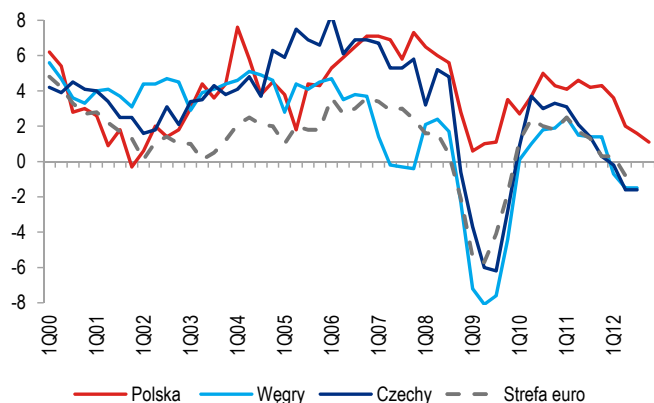
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

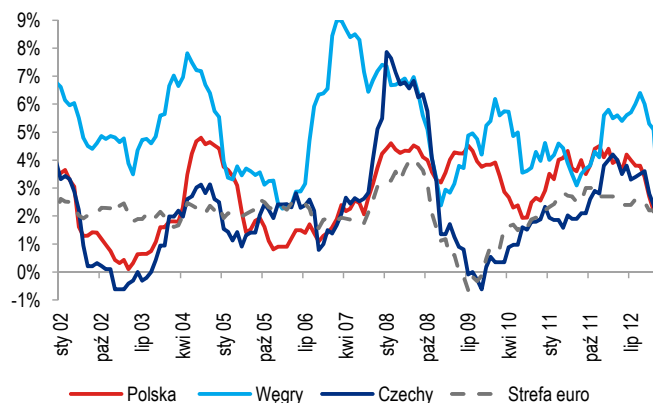
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



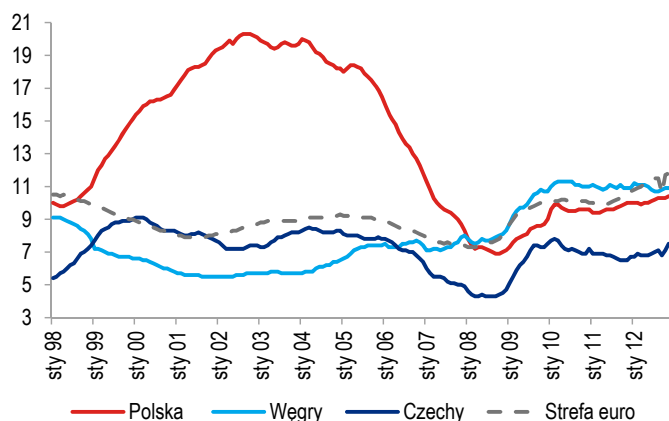
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



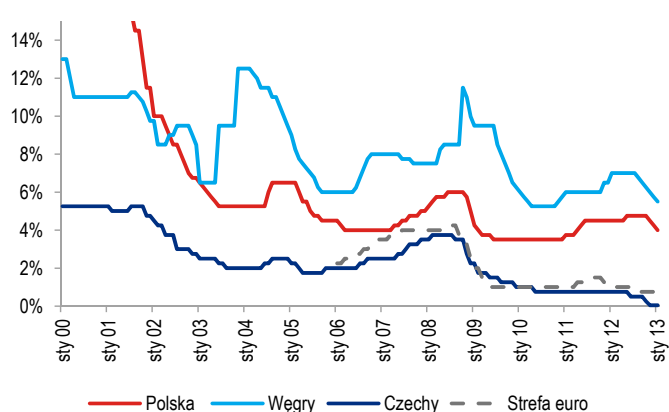
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	3.6	2.9	-3.1	48.0
Węgry	5.6	8.1	-2.9	78.7
Polska	3.9	5.2	-3.4	57.0
Rumunia	3.3	6.7	-2.4	38.1
Kryterium konwergencji	2.8	3.6	-3.0	60.0

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

Perspektywy globalne¹

Lepsze prognozy dla Niemiec

- Ekonomiści Citi zrewidowali nieznacznie w górę prognozy wzrostu PKB dla światowej gospodarki, a w tym dla gospodarek rozwiniętych. Jednak głównym motorem wzrostu światowej gospodarki pozostają gospodarki rozwijające się.
- Wobec wciąż wysokiego, ale obniżającego się ryzyka fiskalnego w USA, perspektywy dla amerykańskiej gospodarki są wciąż optymistyczne.
- W strefie euro utrzyma się głęboka recesja, choć sytuacja gospodarcza w Niemczech może być lepsza, a we Włoszech gorsza niż wcześniej oczekiwano.

Ekonomiści Citi po raz kolejny podwyższyli prognozę wzrostu gospodarczego na 2013 r. dla światowej gospodarki o 0,1 pkt proc do 2,7% r/r. Globalny wzrost utrzyma się blisko długoterminowej średniej, ale utrzymają się duże różnice w tempie wzrostu poszczególnych regionów. Z kolei polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne pozostanie łagodna lub zostanie złagodzona w jeszcze większym stopniu.

Prognoza wzrostu PKB dla gospodarek rozwiniętych została zrewidowana w górę, w tym dla Stanów Zjednoczonych i Japonii. Choć ryzyko braku porozumienia w kwestii podwyższenia limitu długu oraz uzgodnień budżetowych, który mógłby prowadzić do znacznego zacieśniania fiskalnego oraz zawieszenia rządu w USA jest wciąż dosyć istotne to stopniowo maleje. Jednocześnie w średnim terminie perspektywy dla amerykańskiej gospodarki pozostają stosunkowo optymistyczne.

W górę zrewidowano także prognozę dla strefy euro, jednak wynikało to przede wszystkim z poprawy perspektyw dla niemieckiej gospodarki. Kryzys fiskalny w strefie euro jeszcze się nie zakończył. Głęboka recesja utrzyma się w większości krajów peryferyjnych poza Irlandią, i mimo obniżenia kosztów obsługi długu relacja długu publicznego do PKB utrzyma tendencję wzrostową. Jednocześnie wynik wyborów parlamentarnych we Włoszech potwierdza trudności we wprowadzeniu programów oszczędnościowych i reform w obliczu recesji. Ekonomiści Citi wciąż oczekują, że Włochy, Hiszpania, Portugalia i Irlandia zwrócą się o pomoc finansową w ciągu 12-18 miesięcy, a impas polityczny może przyspieszyć to wydarzenie we Włoszech. Jednocześnie te kraje poza Irlandią najprawdopodobniej przeprowadzą pewną formę restrukturyzacji zadłużenia zarówno wobec wierzycieli publicznych jak i prywatnych, a Grecja wystąpi ze strefy euro. W średnim terminie wzrost gospodarczy w strefie euro oraz Wielkiej Brytanii pozostanie niski.

W tym roku najprawdopodobniej do Moody's dołączą także inne agencje ratingowe i obniżą rating Wielkiej Brytanii. W kolejnych dwóch latach mogłoby dojść do obniżki perspektyw ratingu w przygotowaniu pod kolejne obniżenie ratingu, szczególnie przy braku poprawy perspektyw fiskalnych.

¹ Poniższa sekcja raportu powstała w oparciu o raport GEOS z 27.02.2013 i EMMSO z 28.02.2013.

Ponadto Citi oczekuje rewizji ratingu dla Irlandii do poziomu inwestycyjnego oraz perspektywy ratingu Holandii do negatywnej.

Tabela 2. Prognozy w wybranych gospodarkach (prognozy na lata 2012-2014)

	PKB			CPI			Saldo budżetu		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Świat	2.5	2.7	3.2	2.8	2.8	3.1	-4.4	-4.1	-3.3
<i>Kraje rozwinięte</i>	1.2	1.1	1.6	1.8	1.5	1.9	-5.9	-5.3	-3.9
USA	2.2	2.0	2.9	1.7	1.6	2.1	-8.3	-7.2	-5.0
Japonia	1.9	1.4	1.3	0.0	-0.2	1.9	-10.7	-9.8	-7.0
Australia	3.6	2.4	3.0	1.8	2.8	2.5	-3.0	-0.8	0.0
<i>strefa euro</i>	-0.5	-0.5	-0.3	2.5	1.7	1.5	-3.3	-2.7	-2.4
Niemcy	0.9	0.8	0.8	2.0	1.9	2.3	0.2	-0.1	-0.3
Francja	0.0	-0.2	0.2	2.2	1.3	1.7	-4.5	-3.7	-3.0
Włochy	-2.2	-1.6	-1.4	3.3	2.3	1.4	-2.8	-2.8	-3.0
Hiszpania	-1.3	-2.2	-2.1	2.4	1.3	0.3	-10.2	-6.4	-5.9
Grecja	-6.4	-6.3	-11.3	1.0	0.4	17.4	-7.4	-5.7	-1.3
Irlandia	0.5	0.9	1.6	2.7	1.3	1.4	-7.9	-7.0	-4.2
Portugalia	-3.2	-3.7	-2.8	2.8	1.4	0.8	-5.0	-5.4	-5.1
Szwecja	1.1	1.0	1.8	0.9	0.4	1.7	-0.5	-1.2	-1.5
Szwajcaria	1.0	1.4	1.2	-0.7	-0.9	-0.6	0.6	0.6	0.6
Wlk. Brytania	0.0	0.4	0.7	2.8	3.0	2.9	-5.8	-7.9	-7.4
<i>Kraje rozwijające się</i>	4.7	5.2	5.5	4.5	4.7	4.8	-1.9	-2.1	-2.4
Chiny	7.8	7.8	7.3	2.6	2.8	3.6	-2.4	-2.0	-2.0
Indie	5.0	5.7	6.4	7.5	7.0	6.0	-8.6	-8.3	-7.8
Korea Płd.	2.0	3.2	4.1	2.2	2.6	3.0	1.4	1.1	1.4
Czechy	-1.2	-0.2	0.9	3.3	2.1	1.3	-4.8	-3.1	-2.7
Węgry	-1.7	0.3	1.3	5.7	3.2	3.4	-2.7	-2.9	-3.6
Polska	2.0	1.3	2.8	3.7	1.8	2.4	-3.5	-3.5	-2.8
Rumunia	0.2	1.0	2.9	3.3	5.3	3.6	-2.2	-2.2	-2.5
Rosja	3.4	3.0	3.6	5.1	6.6	5.4	-0.7	-2.0	-4.2
Turcja	2.8	4.0	4.3	8.9	7.4	7.3	-2.0	-2.2	-2.7
Brazylia	0.9	3.1	4.2	5.4	6.2	5.4	-2.6	-2.4	-2.2
Meksyk	3.9	3.6	3.8	4.1	3.7	3.6	-2.2	-2.1	-2.0

Źródło: Prognozy Citi Research.

Prognozy wzrostu gospodarczego dla krajów rozwijających się nie zmieniły się i w średnim terminie pozostają stosunkowo optymistyczne. Mimo braku zmian prognoz dla ogółu krajów rozwijających się warto zwrócić uwagę na sporą rewizję w dół dla Indii (o 0,4 pkt proc. na rok 2012 i 0,5 pkt proc na lata 2013-2014) oraz dla Rumunii (o 0,2 pkt proc. na 2012 r. i 0,7 pkt proc na rok 2013). Z punktu widzenia gospodarek rozwijających się tzw. „wojny walutowe” doprowadziły do ograniczenia suwerenności monetarnej, a w przypadku dalszego złagodzenia polityki pieniężnej przez główne gospodarki rozwinięte prowadzenie polityki pieniężnej przez banki centralne może być jeszcze bardziej utrudnione w sytuacji zwiększonej presji na umocnienie ich walut. Do utrudnień w prowadzeniu polityki pieniężnej przyczynia znacznie silniejszy efekt pass-through kursu walutowego na inflację oraz większa wrażliwość wzrostu gospodarczego na wahania kursu walutowego w porównaniu do krajów rozwiniętych. Tym samym znaczne wahania kursów walutowych zaburzają mechanizm transmisji polityki pieniężnej, podwyższają ceny surowców oraz mają niekorzystny wpływ na sytuację polityczną. Banki centralne gospodarek rozwijających się mogą zapobiegać nadmiernym wahanom kursów walut poprzez interwencje walutowe.

Gospodarka w skrócie²

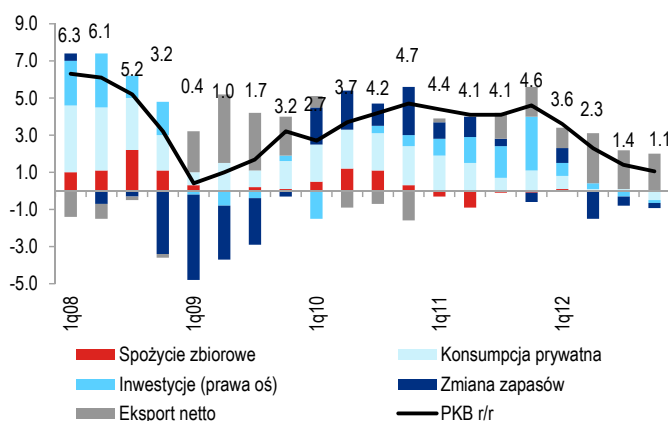
Szanse na lepszą końcówkę roku

- Dane GUS potwierdziły, że ostatni kwartał 2012 roku przyniósł dalsze wyhamowanie gospodarki do 1,1% r/r. Spadająca konsumpcja oraz inwestycje pokazują, że presja na wzrost cen powinna pozostać słaba w najbliższych kwartałach.
- Po serii bardzo słabych danych, luty wreszcie przyniósł nieco lepsze informacje z polskiej gospodarki oraz z Niemiec. Jeżeli oznaki ożywienia w Niemczech utrzymają się, wzrost w kraju może wyraźniej przyspieszyć po II kwartale 2013. Oczekujemy jednak, że pozostanie on wyraźnie poniżej potencjału.
- W styczniu inflacja spadła do zaledwie 1,7%, oddalając się od celu inflacyjnego RPP. Oczekujemy dalszego jej spadku do 1,3% w kwietniu, z szansą na jeszcze niższy wynik. Oprócz niższej dynamiki cen gazu oraz paliw, do spadku inflacji przyczynia się również osłabienie presji popytowej.

Wzrost poniżej potencjału

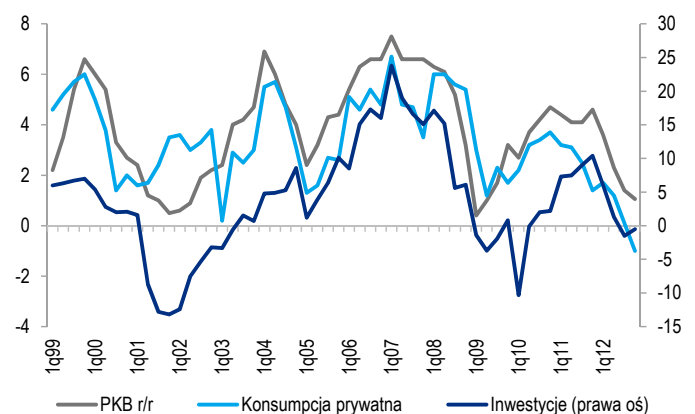
Najbardziej wyczekiwana publikacja ostatnich tygodni – dane o PKB w IV kwartale – nie przyniosła większych niespodzianek. Wzrost gospodarczy w ostatnich trzech miesiącach ubiegłego roku wyniósł 1,1% r/r, a więc był wolniejszy niż 1,4% w III kw., choć jednocześnie nieco szybszy niż zakładał konsensus rynkowy. W opublikowanych danych widać jednak, że wzrost gospodarczy pozostaje znacznie poniżej swojego trendu z ostatnich lat. W zależności od sposobu szacowania tempa wzrostu potencjalnego większość obliczeń pokazuje, że kształtuje się on w pobliżu 3%. Tym samym wzrost notowany pod koniec 2012 roku był znacznie niższy od tego poziomu.

Wykres 5. Główne składowe wzrostu PKB (kontrybucja do PKB)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Główne składowe wzrostu PKB (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

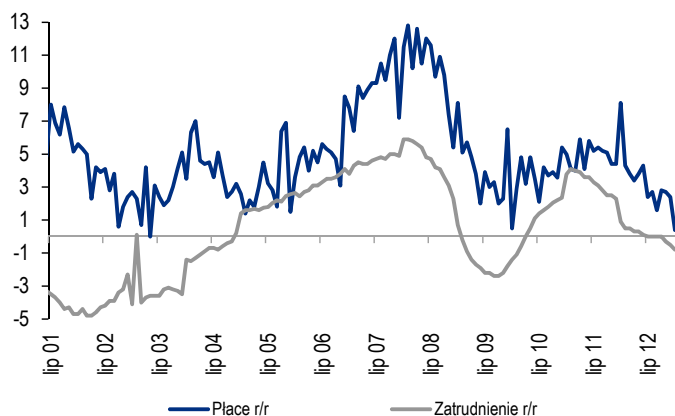
² Poniższa sekcja została oparta o raport EMMSO z dnia 28.02.2013.

Największe wrażenie w opublikowanych danych robi słabość popytu konsumpcyjnego, który w IV kwartale spadł o 1% r/r. Był to pierwszy taki spadek w historii danych sięgających 1996 r. Tak jak sygnalizowaliśmy w poprzednich miesiącach słaba konsumpcja to efekt między innymi niższego zatrudnienia, spadających płac realne oraz wysiłków konsumentów, mających na celu zwiększeniu buforu oszczędności. W danych o PKB nie ma nic co zmieniloby istotnie nasze oczekiwania dotyczące tego, że dynamika konsumpcji pozostanie na niskim poziomie w najbliższych kwartałach. Jeżeli chodzi o perspektywę inwestycji, ostatni kwartał ubiegłego roku był czwartym z kolei kwartałem spadku inwestycji (w ujęciu kwartał-do-kwartału). Jedynym istotnie pozytywnym czynnikiem powiększającym wzrost gospodarczy był dodatni wkład eksportu netto, związany między innymi z osłabieniem popytu na dobre importowane w spowalniającej gospodarce.

Przyspieszenie możliwe od II kwartału?

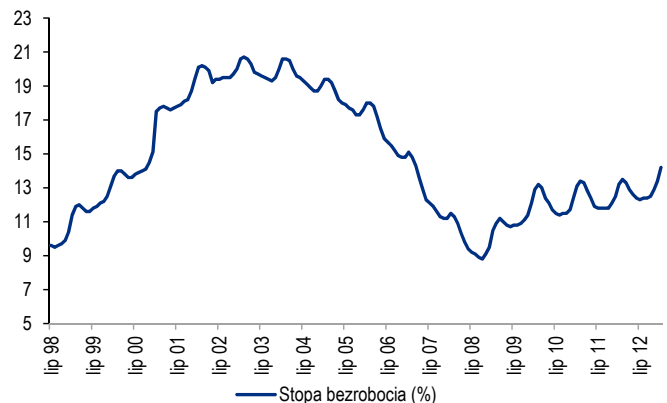
Publikowane w ostatnich tygodniach dane z rynku pracy pokazały dalszy spadek płac realnych oraz zatrudnienia, podczas gdy stopa bezrobocia wzrosła w styczniu do 14,2%. Naszym zdaniem sugeruje to, że popyt konsumpcyjny w pierwszych miesiącach roku utrzyma się na relatywnie niskim poziomie, po 1% spadku pod koniec ubiegłego roku. Biorąc pod uwagę niską stopę oszczędzania i towarzyszące temu słabe perspektywy wzrostu gospodarczego spodziewamy się, że gospodarstwa domowe pozostaną ostrożne przy podejmowaniu decyzji konsumpcyjnych, a początek 2013 roku będzie okresem, podczas którego konsumenci będą starać się odbudować „bufor” oszczędności.

Wykres 7. Wzrost wynagrodzeń oraz zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Stopa bezrobocia

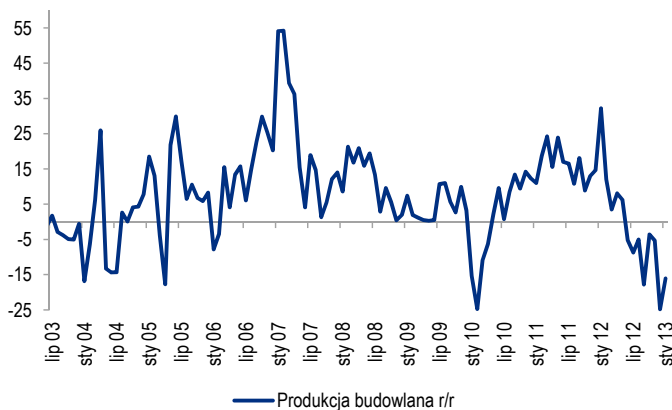


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Niepewność dotycząca przyszłego wzrostu oraz spadek wydatków publicznych na projekty infrastrukturalne najprawdopodobniej spowodują spadek dynamiki inwestycji w najbliższych miesiącach. Biorąc pod uwagę, że dług publiczny pozostaje w pobliżu (choć poniżej) 55% PKB, polski rząd nie ma zbyt dużej przestrzeni do zwiększania wydatków publicznych. Przekroczenie progu 55% oznaczałoby bowiem konieczność zacieśnienia fiskalnego. Z tego względu tym razem wysiłki rządowe zostały nakierowane na wspieranie gospodarki poprzez

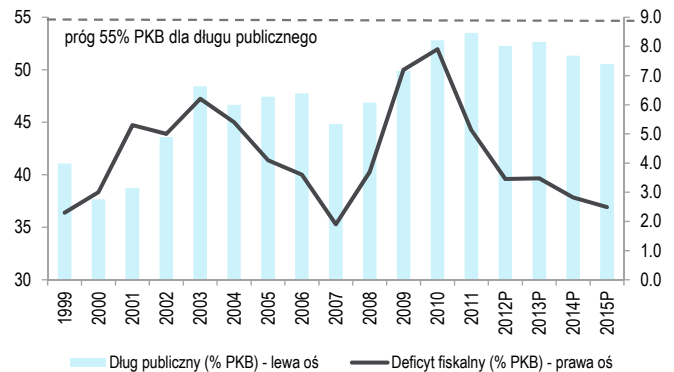
„instrumenty” pozabilansowe, a więc takie które nie powiększają zadłużenia sektora publicznego. W szczególności BGK oraz Polskie Inwestycje Rozwojowe (PIR) mają za zadanie współfinansowanie projektów inwestycyjnych. Na tym etapie trudno jednoznacznie ocenić skuteczność powyższych działań, jednak naszym zdaniem najprawdopodobniej ich efekty uwidocznia się dopiero w 2014 roku. Biorąc pod uwagę finansowanie projektów inwestycyjnych, niedawne porozumienie w sprawie budżetu UE, które przyznało Polsce 73 mld euro w funduszach strukturalnych oraz spójności na okres 2014-2020, wydaje się lekko pozytywną informacją. Oznacza to wzrost wielkości funduszy w stosunku do poprzedniej perspektywy (z 69 mld euro) i to pomimo spadku wielkości całego budżetu unijnego. To, czy dostępne fundusze rzeczywiście przyczynią się do wzmocnienia wzrostu gospodarczego w kraju będzie zależało od tempa, w jakim Polska będzie w stanie absorbować nowe fundusze. Niemniej planowane przyspieszenie przetargów, które mają poprzedzać rozpoczęcie projektów infrastrukturalnych, powinno pomóc w tym przypadku.

Wykres 9. Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

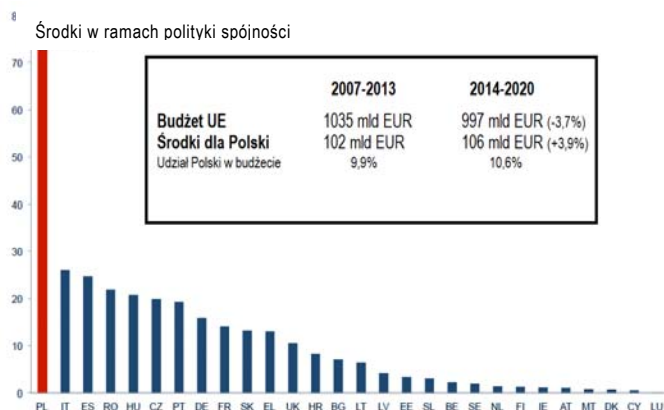
Wykres 10. Dług publiczny i deficyt fiskalny (% PKB)



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy.

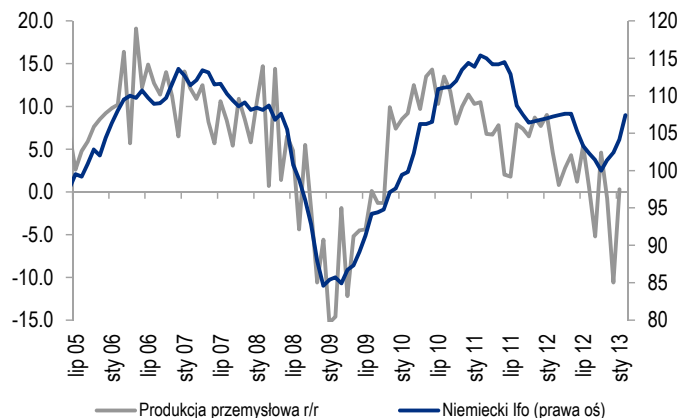
Pomimo niekorzystnych tendencji w produkcji przemysłowej i budowlanej oraz w budownictwie dostrzegamy pewne pozytywne sygnały pod postacią poprawy koniunktury w Niemczech. Jeżeli ten trend utrzyma się i wzrost największych partnerów Polski zaskoczy pozytywnie, powinno to pomóc wesprzeć ożywienie PKB w kraju w II poł. 2013 roku. Biorąc to pod uwagę, oczekujemy, że w całym roku wzrost w Polsce sięgnie 1,3% r/r, choć dostrzegamy ryzyko, że w drugiej połowie roku aktywność gospodarcza może zaskoczyć pozytywnie.

Wykres 11. Podział środków z UE w ramach polityki spójności vs. budżet UE w perspektywie 2014-2020



Źródło: KPRM, Citi Handlowy.

Wykres 12. Produkcja przemysłowa i Ifo



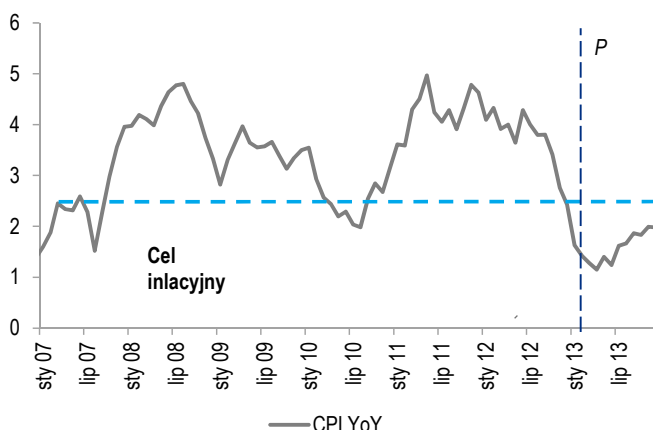
Źródło: Reuters, Bloomberg, GUS, Citi Handlowy.

Bliżej końca cyklu łagodzenia monetarnego

Styczniowa inflacja spadła do poziomu 1,7% r/r, tym samym oddalając się od celu inflacyjnego RPP na poziomie 2,5%. Spadek był spowodowany między innymi obniżkami cen gazu oraz niższą dynamiką cen żywności. Niemniej trudna sytuacja na rynku pracy, bardzo słabe żądania płacowe oraz spadek konsumpcji dodatkowo przyczyniają się do obniżenia inflacji. Oczekujemy spadku CPI w kierunku 1,0-1,3% r/r w kwietniu, przy czym niższe wartości byłyby możliwe w przypadku głębszej zmiany koszyka inflacyjnego GUS, do którego ma dojść w połowie marca.

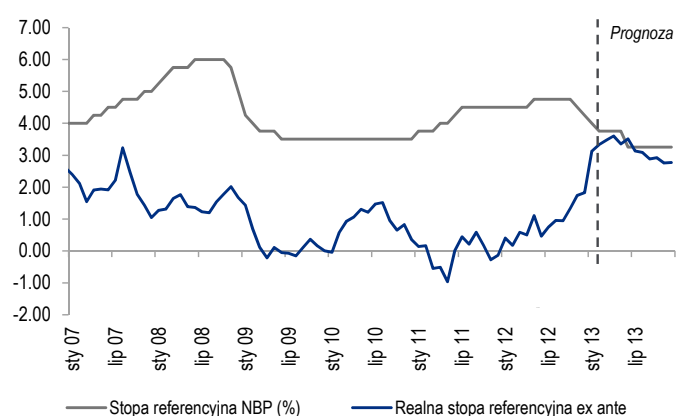
Niska inflacja oraz słaby wzrost sugerują, że wciąż istnieje pewna przestrzeń do redukcji stóp procentowych, choć władze monetarne wydają się niechętnie cięciom. Najnowsze komentarze członków RPP wskazują, że według niektórych przedstawicieli władz monetarnych cykl luzowania polityki pieniężnej dobiega końca, a przerwa w cyklu byłaby wskazana, aby ocenić wpływ poprzednich cięć. W naszym podstawowym scenariuszu oczekujemy, że w tym roku stopa referencyjna banku centralnego spadnie do około 3,25%, choć ryzyko dla tego scenariusza widzimy po stronie mniejszej liczby cięć.

Wykres 13. Inflacja



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 14. Nominalne i realne stopy procentowe



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Złoty stabilny, ale presja na osłabienie wzrośnie

Oczekujemy stabilizacji złotego wobec euro w najbliższym czasie, ale presja na osłabienie krajowej waluty może wzrosnąć w dalszej części roku. Sądzymy, że lepsze od oczekiwań dane o produkcji, przemysłowej i sprzedaży detalicznej za styczeń, dane o PKB za IV kw. oraz pauza w łagodzeniu polityki pieniężnej lub zmiana nastawienia na neutralne mogą działać w kierunku umocnienia złotego. Jednocześnie sądzymy, że RPP zdecyduje się ostatecznie na obniżenie stóp procentowych jeszcze dwukrotnie po 25 pb w związku ze spadającą inflacją (znacznie poniżej celu banku centralnego) oraz słabymi danymi o aktywności gospodarczej. Jednocześnie najprawdopodobniej budżet będzie musiał zostać nowelizowany, a deficyt budżetowy podwyższony. Te czynniki mogą doprowadzić do wzrostu presji na osłabienie złotego, podobnie jak oczekiwane umocnienie dolara wobec euro i możliwe napięcia związane z negocjacjami w amerykańskim Kongresie w kwestii podwyższenia limitu zadłużenia (do 19 maja). Sądzymy, że w ciągu kilku najbliższych miesięcy złoty osłabi się wobec euro w kierunku 4,25-4,30.

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

	I kw 13	II kw 13	III kw 13	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14	III kw 14	IV kw 14
EURUSD	1,35	1,33	1,32	1,31	1,31	1,31	1,30	1,30
USDJPY	95	95	96	95	94	93	92	91
EURCHF	1,54	1,25	1,25	1,25	1,26	1,27	1,28	1,29
EURGBP	0,86	0,87	0,88	0,89	0,88	0,87	0,86	0,85
EURCZK	25,81	25,92	26,04	26,00	25,76	25,52	25,28	25,04
EURHUF	310	306	302	299	297	295	293	291
EURPLN	4,16	4,21	4,27	4,27	4,19	4,11	4,03	3,95

Źródło: Prognozy Citi Research.

Głównym ryzykiem dla tego scenariusza jest możliwe szybsze odreagowanie gospodarcze w strefie euro, a w szczególności w Niemczech. Jeśli wzrost gospodarczy w Niemczech wyraźnie przyspieszy zgodnie z sygnałami płynącymi ze wzrostów indeksów ZEW oraz Ifo i przełoży się to na zachowanie krajowej gospodarki to mogłoby to ograniczyć skalę osłabienia złotego.

Rentowności obligacji mogą jeszcze wzrosnąć

Oczekujemy, że presja na wzrost rentowności może się utrzymać, ale spodziewamy się większej wyżki rentowności w II połowie roku. Choć wciąż oczekujemy, że po prawdopodobnej pauzie w łagodzeniu polityki pieniężnej RPP może jeszcze dwukrotnie zdecydować się na obniżenie stóp procentowych, sądzymy, że kolejne komunikaty i wypowiedzi członków Rady będą coraz mniej gołębne. To może zmniejszyć skalę możliwego umocnienia obligacji w reakcji na obniżki stopy referencyjnej. Wraz ze zbliżeniem się końca cyklu łagodzenia polityki pieniężnej sądzymy, że krótki koniec krzywej może znaleźć się pod presją. Ponadto, biorąc pod uwagę oczekiwane słabe wyniki gospodarki, potrzebę nowelizacji budżetu naszym zdaniem utrzyma się także presja na długi koniec krzywej rentowności. Taki scenariusz będzie wspierał oczekiwany przez Citi znaczący wzrost rentowności amerykańskich Treasuries, co będzie wyraźnie poprawiało

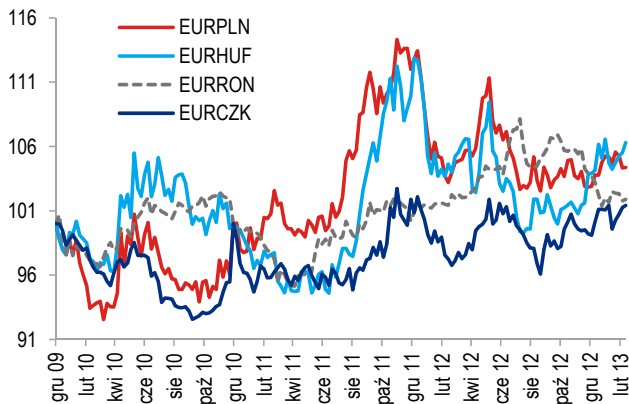
atrakcyjność amerykańskich papierów w oczach inwestorów międzynarodowych.

Tabela 4. Prognozy stóp procentowych (na koniec kwartału)

	I kw 13	II kw 13	III kw 13	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14
<i>Stopa NBP</i>	3,75	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
<i>WIBOR 3M</i>	3,48	3,41	3,54	3,58	3,58	3,65
<i>5-letnie obligacje</i>	3,68	3,55	3,75	3,90	4,05	4,20
<i>10-letnie obligacje</i>	4,05	4,07	4,31	4,45	4,60	4,75
<i>10-letnie Treasuries (US)</i>		2,05	2,30	2,60	2,85	3,00
<i>Stopa EBC</i>	0,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25
<i>10-letnie Bundy (DE)</i>		1,40	1,75	1,55	1,35	1,55

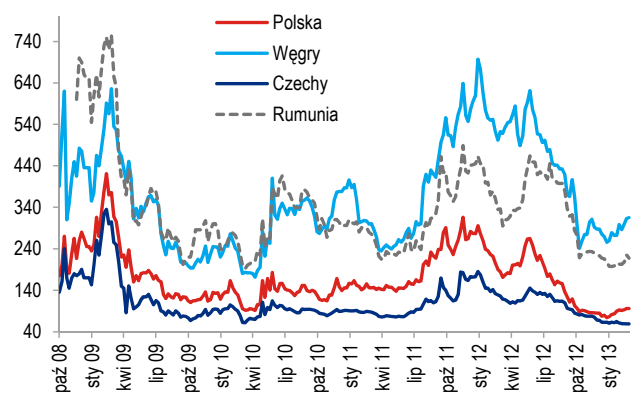
Źródło: Prognozy Citi Research.

Wykres 15. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



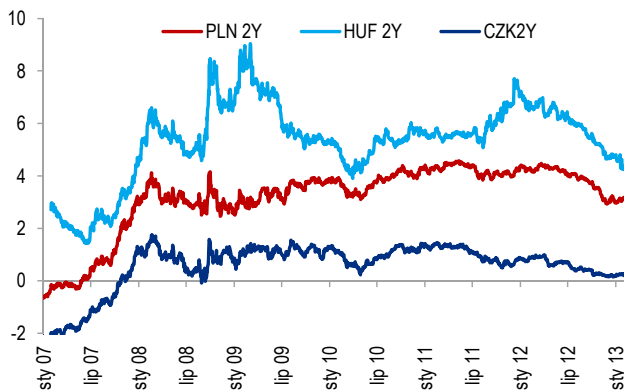
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Stawki CDS (5-letnie)



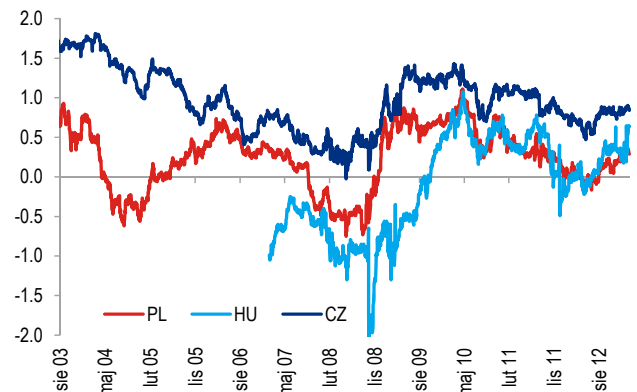
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



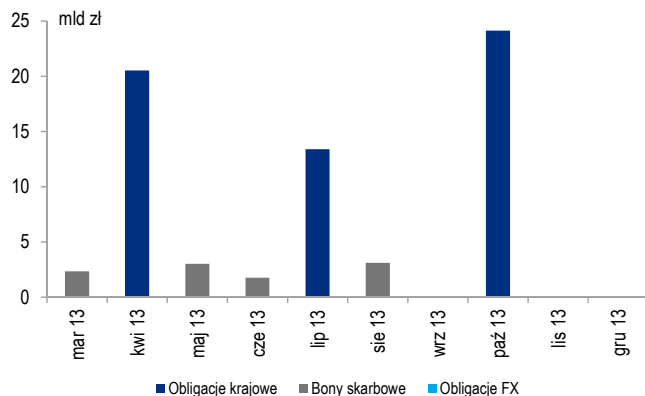
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



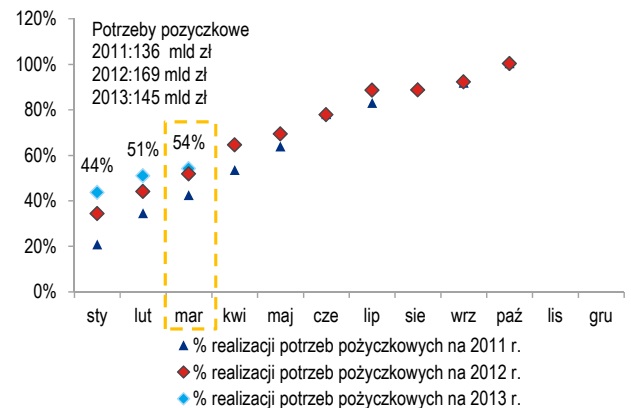
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Profil zapadalności papierów skarbowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów, stan na dzień 5.3.2013.

Wykres 20. Rentowności 10-letnich obligacji w euro (%)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy. Realizacja potrzeb pożyczkowych według stanu na dzień 5.3.2013 r.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012												2013
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9.0	4.6	0.8	2.8	4.3	1.2	5.4	0.5	-5.2	4.6	-0.8	-10.6	0.3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-5.0	-0.8	10.7	-7.6	4.2	-2.0	-2.1	-0.7	6.1	7.8	-4.8	-14.2	5.4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	10.7	5.0	1.1	3.0	5.0	1.8	6.0	0.7	-5.6	4.6	-1.1	-12.2	-0.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	32.2	12.0	3.5	8.1	6.2	-5.2	-8.7	-5.0	-17.8	-3.6	-5.3	-24.8	-16.1
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	14.3	13.7	10.7	5.5	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1	3.3	2.4	-2.5	3.1
Stopa bezrobocia (%)	13.2	13.5	13.3	12.9	12.6	12.4	12.3	12.4	12.4	12.5	12.9	13.4	14.2
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.9	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.1	4.3	3.9	4.0	3.6	4.3	4.0	3.8	3.8	3.4	2.8	2.4	1.7
Inflacja (% m/m)	0.7	0.4	0.5	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.1	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	7.9	6.0	4.4	4.4	5.2	4.4	3.6	3.0	1.8	1.0	-0.1	-1.1	-1.2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.1	-0.5	0.1	0.7	0.4	-0.5	-0.4	0.0	0.5	-0.7	-0.2	-0.6	0.1
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	8.1	4.3	3.8	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6	2.8	2.7	2.4	0.4
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,994	-1,909	-585	-655	-454	-1,092	-1,005	-901	-1,457	-755	-1,477	-1,204	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-5.0	-5.3	-5.1	-4.9	-4.9	-4.6	-4.4	-4.2	-4.1	-3.7	-3.8	-3.5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-687	-883	-544	-420	-846	-372	-367	-98	44	221	-382	-1212	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	11,351	11,717	12,755	11,821	12,019	11,891	12,097	11,954	12,518	14,143	13,022	10,640	-
Eksport (% r/r)	6.2	4.4	2.5	2.4	-1.6	0.6	9.8	3.7	-0.8	15.4	7.8	-0.2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,038	12,600	13,299	12,241	12,865	12,263	12,464	12,052	12,474	13,922	13,404	11,852	-
Import (% r/r)	6.9	5.6	1.5	-3.3	-2.0	-5.3	2.1	-3.2	-3.2	7.5	4.3	0.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	13.7	12.5	9.3	10.3	11.3	11.1	11.1	9.8	7.6	8.0	5.7	4.5	4.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	14.7	13.4	12.3	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3	9.9	8.8	7.7	7.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.5	12.5	7.9	4.2	4.7	2.4	4.1	2.0	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6	-6.6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	11.1	9.5	9.7	10.0	9.7	7.5	3.6	3.5	1.2	1.8	-0.2	0.2	2.0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	15.9	14.8	15.0	13.3	14.1	12.1	10.7	10.6	7.7	6.5	2.8	1.5	2.7
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00
WIBOR 3M (średnio)	4.76	4.75	4.72	4.71	4.86	4.91	4.91	4.90	4.90	4.83	4.62	4.35	4.13
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.75	4.74	4.72	4.72	4.92	4.91	4.91	4.90	4.89	4.78	4.51	4.22	4.03
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.50	4.45	4.50	4.63	4.81	4.80	4.55	4.12	4.01	3.61	3.06	3.06	3.41
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.70	4.67	4.61	4.70	4.80	4.63	4.21	4.09	4.05	3.91	3.40	3.15	3.25
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.00	4.86	4.86	4.88	5.04	4.73	4.42	4.34	4.19	4.10	3.60	3.22	3.48
EUR/PLN (koniec okresu)	4.23	4.14	4.16	4.18	4.39	4.26	4.11	4.18	4.15	4.15	4.11	4.07	4.19
USD/PLN (koniec okresu)	3.20	3.07	3.12	3.17	3.54	3.39	3.34	3.34	3.22	3.21	3.16	3.08	3.09
EUR/USD (koniec okresu)	1.32	1.35	1.33	1.32	1.24	1.26	1.23	1.25	1.29	1.29	1.30	1.32	1.36
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	5.3	16.4	23.0	24.8	20.9	24.3	22.9	21.1	34.1	30.5	31.1	30.4	8.4
Def. budżetowy kum. (% planu)	15.1	46.8	65.6	70.9	59.8	69.6	65.5	60.4	97.5	87.0%	88.8%	86.9%	23.7%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	495	522	562
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,610	1,663	1,754
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,209	13,362	12,837	13,554	14,609
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.0	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	0.6	-3.1	2.7
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.1	3.1
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	2.2	8.5
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	-0.1	9.0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	2.2	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.8	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.3	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	3.50
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.47	3.97
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.45	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.26	3.04
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.17	3.15
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.27	3.95
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.21	4.11
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.0	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	194.7	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	208.7	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.6	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-22.8	-21.9	-22.6	-26.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	3.6	11.4	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.2	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.5	35.7	35.5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	4.3	2.0	1.3	2.8	3.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	1.8	2.4	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5	-4.0	-4.2
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	4.50	4.25	3.25	3.50	4.50	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.26	3.04	2.95	2.89
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.17	3.15	3.00	2.92
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.27	3.95	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.21	4.11	3.93	3.90

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.