

CitiMonthly

W skrócie

- Choć dane o aktywności gospodarczej w kraju są wciąż relatywnie słabe to sądzimy, że dołek w ścieżce wzrostu gospodarczego jest już za nami. W kolejnych kwartałach oczekujemy powolnego przyspieszenia konsumpcji prywatnej oraz wyhamowania spadku inwestycji. W związku ze słabszym wzrostem PKB niż pierwotnie zakładało MF, oczekujemy rewizji deficytu budżetowego o ok. 10 mld zł.
- W czerwcu RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, a komunikat okazał się mniej łagodny niż w poprzednich miesiącach. Komentarze przedstawicieli władz monetarnych sygnalizują, że łagodzenie polityki pieniężnej dobiega końca. Zakładamy, że może dojść do jeszcze jednej obniżki stóp o 25 pb w lipcu.
- Sądzimy, że bank centralny może dokonać kolejnych interwencji na rynku walutowym aby ograniczyć zmienność kursu złotego. Niemniej RPP najprawdopodobniej nie będzie próbować bronić żadnego konkretnego poziomu kursu walutowego. Naszym zdaniem dalsze osłabienie złotego może być wsparciem dla wzrostu gospodarczego, szczególnie w obliczu wciąż słabego popytu krajowego.
- W przypadku otoczenia zewnętrznego, w tym miesiącu prognozy PKB dla gospodarek rozwiniętych zostały nieco podniesione, podczas gdy prognozy dla gospodarek wchodzących obniżone.
- Fed najprawdopodobniej od połowy września rozpocznie redukcję programu skupu aktywów, co po pewnym czasie będzie oddziaływało w kierunku zmniejszenia globalnej płynności. Rząd Japonii najprawdopodobniej wprowadzi kolejny stymulacyjny pakiet fiskalny, który wesprze gospodarkę. Z kolei w strefie euro, spodziewana kolejna obniżka stóp procentowych będzie miała już ograniczony wpływ na aktywność gospodarczą.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

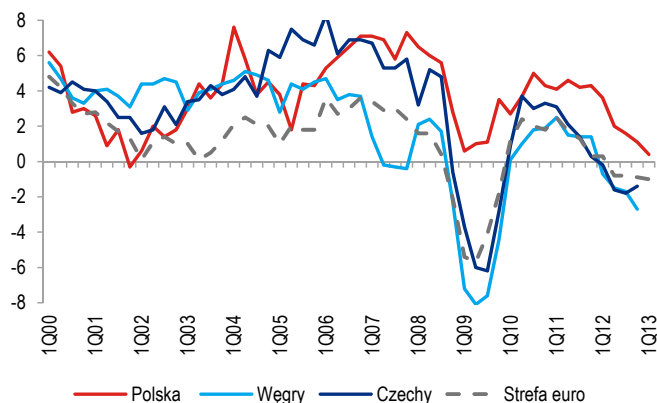
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

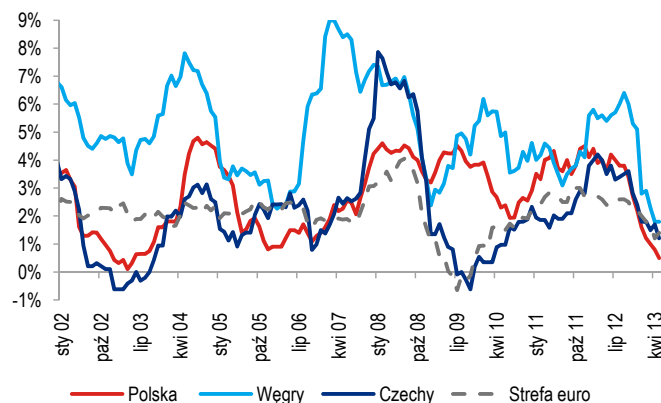
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



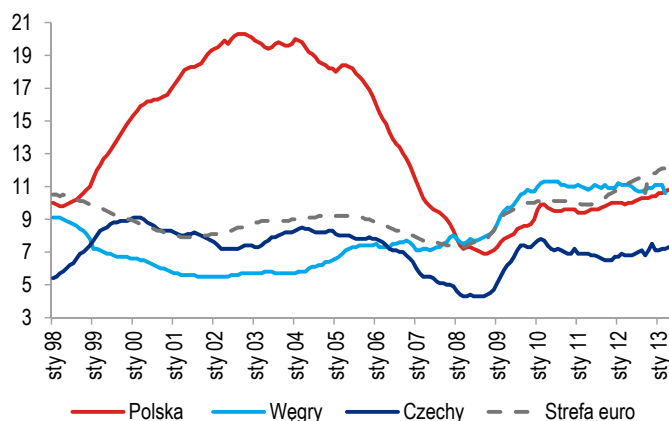
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



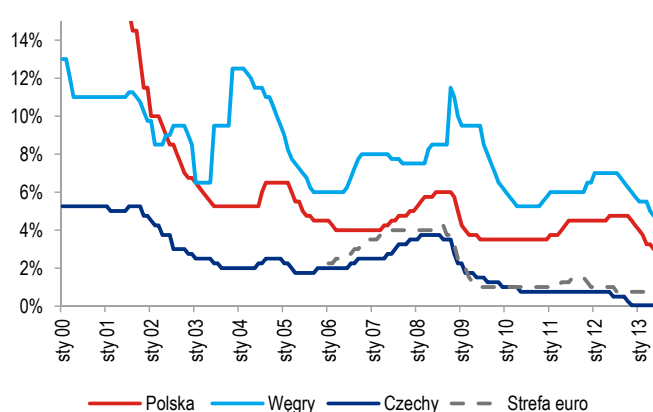
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	2,8	2,3	-2,9	48,3
Węgry	4,6	7,0	-3,0	79,7
Polska	2,7	4,4	-3,9	57,5
Rumunia	4,1	6,4	-2,6	38,6
Kryterium konwergencji	<u>2,3</u>	<u>4,7</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

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

Fed zapowiada zmiany

- W najnowszej rundzie prognoz analitycy Citi zrewidowali w dół szacunki wzrostu dla gospodarek wschodzących oraz podwyższyli prognozę wzrostu PKB dla gospodarek rozwiniętych.
- W najbliższych kwartałach najprawdopodobniej nadwyżka w obrotach bieżących gospodarek wschodzących będzie mniejsza niż w ostatnich latach, za to znacznie większy będzie dług prywatny.
- Rząd Japonii najprawdopodobniej wprowadzi kolejny stymulacyjny pakiet fiskalny, który wesprze gospodarkę. W strefie euro oczekiwana kolejna obniżka stóp procentowych będzie miała już ograniczony wpływ na aktywność gospodarczą. Z kolei w USA Fed najprawdopodobniej od połowy września rozpocznie redukcję programu skupu aktywów.

W najnowszej rundzie prognoz analitycy Citi zrewidowali w dół swoje oczekiwania dotyczące wzrostu w gospodarkach wschodzących (głównie za sprawą rewizji prognoz dla Chin, Tajwanu, Brazylii, Meksyku i Wenezueli) oraz podwyższyli prognozę wzrostu PKB dla gospodarek rozwiniętych (głównie dla Japonii i Wielkiej Brytanii). Spośród głównych partnerów handlowych Polski, na uwagę zasługuje wzrost gospodarczy w Niemczech, który najprawdopodobniej przyspieszy do 1,5% w 2014 r., po zaledwie 0,3% w bieżącym roku. Spodziewamy się również, że Niemcy pozostaną liderem wzrostu w strefie euro. Szczegóły prognoz w Tabeli 2.

Rynki wschodzące. Po wielu latach lepszych perspektyw dla gospodarek wschodzących - szczególnie w odniesieniu do wzrostu PKB, nadwyżki w obrotach bieżących oraz relatywnie dobrej sytuacji fiskalnej - obecnie sytuacja zmienia się na korzyść gospodarek rozwiniętych. Ekonomisci Citi oczekują zmniejszenia nadwyżki w obrotach bieżących oraz wzrostu długu prywatnego w relacji do PKB w gospodarkach rozwijających się. Jednocześnie zakładają, że władze chińskie będą zdania, iż stopniowe wyhamowanie wzrostu PKB do 7%-7,5% będzie mniej szkodliwe dla gospodarki chińskiej niż kolejny kredytowy pakiet stymulacyjny mający podwyższyć tempo wzrostu gospodarczego powyżej 8% r/r. W ostatnich czterech latach w Chinach relacja długu prywatnego do PKB wzrosła o 50%, znacznie bardziej niż w przypadku innych rynków wschodzących i bardziej niż w USA, czy strefie euro w latach 2002-2008. Przyciągnięcie kapitału w obliczu pogarszających się fundamentów oraz w obliczu braku przestrzeni do dalszego wzrostu globalnej płynności będzie wyzwaniem dla gospodarek wschodzących.

Rynki rozwinięte. Analitycy Citi zakładają, że japoński rząd zaprezentuje kolejny znaczny fiskalny pakiet stymulujący gospodarkę w celu uniknięcia negatywnego efektu wprowadzonego podatku od konsumpcji. Choć może to pomóc wzrostowi gospodarczemu, inflacja w wyniku tych działań

¹ Poniższa sekcja raportu powstała w oparciu o raport GEOS z 19.06.2013. Prognozy dla otoczenia zewnętrznego (rozwinęte oraz rozwijające się rynki, poza Polską) zostały przygotowane przez ekonomistów Citigroup odpowiadających za poszczególne rynki.

najprawdopodobniej nie wzrośnie do 2%. Dlatego naszym zdaniem może to zwiększyć oczekiwania rynkowe na kolejny pakiet stymulacyjny Banku Japonii.

W przypadku strefy euro, EBC prawdopodobnie obniży w IV kw. stopy procentowe o kolejne 25pb, kończąc tym samym cykl luzowania polityki pieniężnej. Niemniej w ocenie ekonomistów Citi wpływ tej decyzji na gospodarkę będzie ograniczony. Z kolei Fed zapowiedział stopniowe wycofywanie się z programu skupu aktywów, w miarę poprawy sytuacji gospodarczej. Według członków FOMC w ostatnim czasie negatywne ryzyko dla wzrostu gospodarczego zmniejszyło się. Ponadto, zgodnie z wypowiedziami B. Bernanke, Fed rozpocznie wycofywanie się z programu QE3 w dalszej części tego roku i zakończy ten proces w I połowie przyszłego roku. Według analityków Citi Fed rozpocznie wycofywanie z programu QE3 we wrześniu.

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	2.6	3.2	2.9	3.0	3.2	-4.4	-3.9	-3.3
Kraje rozwinięte	1.2	1.1	1.8	1.8	1.2	1.5	-6.1	-5.0	-3.8
USA	2.2	1.9	2.9	1.8	1.1	1.9	-8.3	-6.0	-4.5
Japonia	1.9	2.2	1.9	0.0	0.0	2.0	-10.7	-9.8	-8.0
Strefa euro	-0.5	-0.8	0.0	2.5	1.4	1.2	-3.7	-3.1	-2.6
Niemcy	0.9	0.3	1.5	2.0	1.5	2.2	0.2	-0.5	0.0
Francja	0.0	-0.3	0.4	2.0	1.0	1.6	-4.8	-3.8	-3.6
Włochy	-2.4	-2.0	-0.6	3.3	1.5	1.2	-3.0	-3.2	-3.0
Hiszpania	-1.4	-1.9	-1.2	2.4	1.6	0.8	-10.6	-6.5	-5.9
Grecja	-6.4	-5.5	-4.5	1.0	-0.5	-1.0	-10.0	-5.1	-4.1
Portugalia	0.9	1.0	2.3	1.9	1.3	1.4	-7.3	-7.3	-4.3
Kraje rozwijające się	4.7	4.8	5.2	4.6	4.7	4.7	-1.7	-2.4	-2.6
Chiny	7.8	7.6	7.3	2.6	2.6	3.0	-2.0	-2.0	-2.0
Czechy	-1.2	-0.8	1.3	3.3	1.4	1.5	-4.4	-2.8	-2.9
Węgry	-1.7	0.4	1.3	5.7	2.0	3.1	-1.9	-2.7	-2.9
Polska	1.9	1.3	2.8	3.7	0.8	1.9	-3.9	-3.9	-3.5
Rumunia	0.4	1.6	2.8	3.3	4.8	3.3	-2.2	-2.2	-2.5
Rosja	3.4	2.1	2.8	5.1	6.7	5.4	-0.7	-2.0	-4.1
Turcja	2.2	4.0	4.3	8.9	7.4	7.3	-2.0	-2.2	-2.7

Źródło: Prognozy Citi Research.

Gospodarka w skrócie²

To już (prawie) koniec cyklu

- W czerwcu RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb a komunikat okazał się mniej łagodny niż w poprzednich miesiącach. Komentarze członków RPP sygnalizują, że łagodzenie polityki pieniężnej dobiega końca. Zakładamy, że może dojść do jeszcze jednej obniżki stóp o 25 pb w lipcu.
- Choć dane o aktywności gospodarczej są wciąż słabe to sądzymy, że dołek w ścieżce wzrostu gospodarczego jest już za nami. W kolejnych kwartałach oczekujemy powolnego przyspieszenia konsumpcji prywatnej, co będzie wspierała m.in. niska inflacja, oraz wyhamowania spadku inwestycji. W związku ze słabszym wzrostem PKB niż MF zakładało na początku roku, oczekujemy rewizji deficytu budżetowego o ok. 10 mld zł.
- Sądzymy, że bank centralny może dokonać kolejnych interwencji na rynku walutowym, aby ograniczyć zmienność kursu złotego, ale biorąc pod uwagę stosunkowo niewielkie rezerwy walutowe nie będzie w stanie trwale przeciwstawić się trendom globalnym.

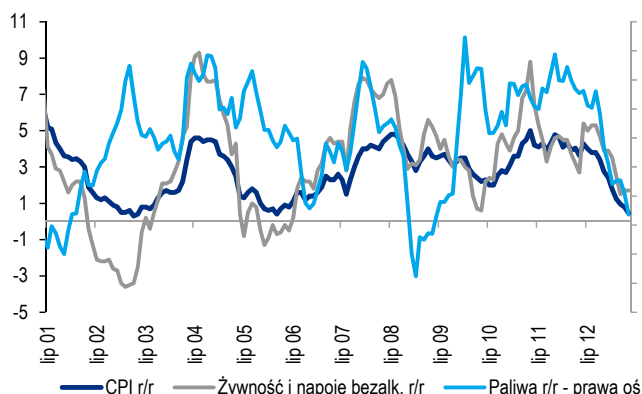
Niewielka przestrzeń dla obniżek stóp

Po obniżeniu stóp procentowych o 25 pb w czerwcu (stopa referencyjna została obniżona do 2,75%) ton RPP zmienił się na **bardziej restrykcyjny**. Według komentarzy prezesa NBP, choć łagodzenie polityki pieniężnej nie zostało zakończone, to zbliża się ono do końca, a już w lipcu RPP może być gotowa, aby w sposób bardziej definitywny wypowiedzieć się w kwestii perspektyw stóp procentowych. Ton oficjalnego komunikatu RPP jak również komentarze prezesa w trakcie konferencji prasowej po posiedzeniu sugerują, że większość członków RPP w Polsce wierzy, że stopy procentowe są bliskie optymalnego poziomu.

Choć inflacja pozostanie wyraźnie poniżej celu inflacyjnego sądzymy, że w lipcu RPP zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej. W maju inflacja spadła do 0,5% r/r z 0,8% w kwietniu, a w czerwcu może spaść do rekordowo niskiego poziomu 0,2%. Według naszych szacunków w kolejnych miesiącach zacznie bardzo powoli rosnąć do ok. 1% r/r na koniec roku oraz do ok. 2% r/r średnio w 2014 r. Mimo niskiej inflacji w kolejnych miesiącach tego roku sądzymy, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych jest ograniczona. Prezes NBP Marek Belka zwrócił uwagę, że Rada skupia się na realnych stopach procentowych liczonych, jako różnica stóp procentowych i oczekiwanej przez analityków inflacji za 12-miesięcy. Biorąc pod uwagę, że obecnie tak liczona stopa realna wynosi około 0,5-1,0%, a w II połowie roku oczekujemy stopniowego ożywienia gospodarczego, spodziewamy się zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej już w lipcu, po jeszcze jednej obniżce stóp o 25pb.

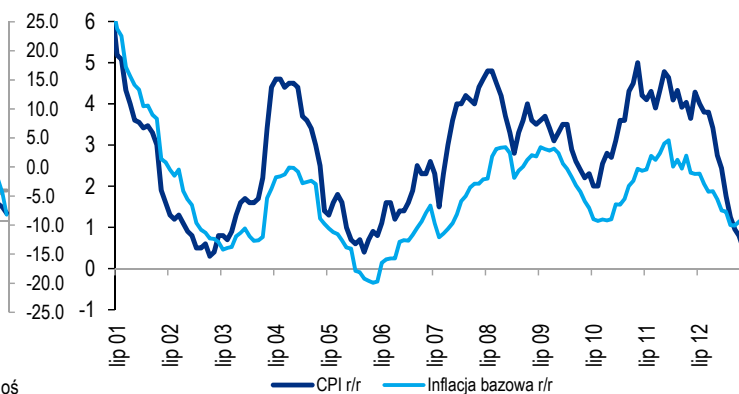
² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 21.06.2013.

Wykres 5. Inflacja i główne składowe



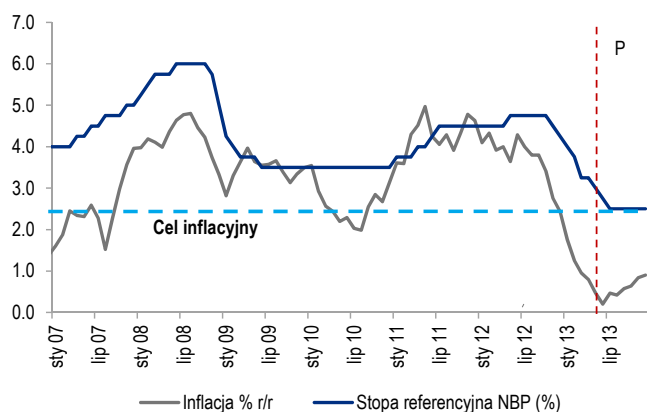
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Inflacja i inflacja bazowa



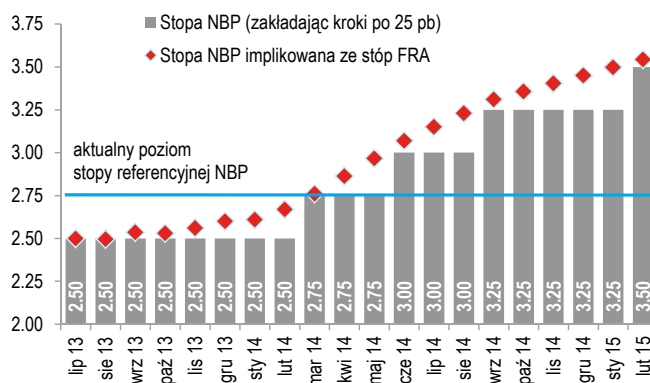
Źródło: NBP GUS, Citi Handlowy.

Wykres 7. Prognoza inflacji i stopy referencyjnej



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 8. Implikowana stopa NBP ze stawek FRA



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Ożywienie w gospodarce będzie powolne

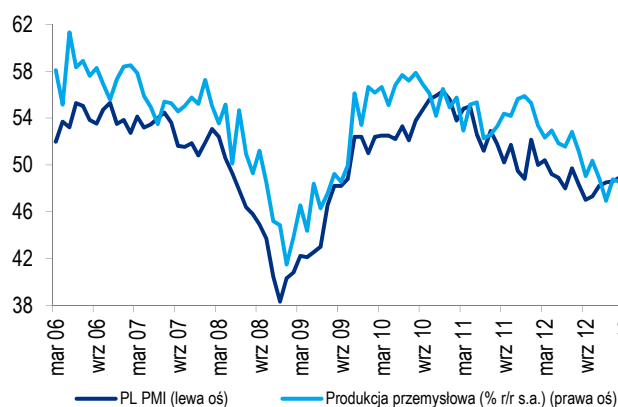
Najnowsze dane z gospodarki pokazują, że aktywność gospodarcza jest wciąż niska i oczekujemy jedynie stopniowej poprawy dopiero w II połowie roku. Produkcja przemysłowa spadła w maju o 1,8% r/r wobec wzrostu o 2,7% r/r w kwietniu, a po eliminacji efektu liczby dni roboczych spadek produkcji przemysłowej pogłębił się do -1,5% r/r z -0,3% w kwietniu. Tymczasem produkcja budowlana spadła aż o 27,5% r/r wobec spadku o 23,1% w kwietniu. W dużym stopniu znaczny spadek produkcji wynikał z bardzo wysokiej bazy w 2012 r. (branej jednak pod uwagę przy formułowaniu prognozy), co było związane z finalizacją projektów infrastrukturalnych przed turniejem Euro 2012. Biorąc pod uwagę wciąż niski indeks PMI (poniżej 50 pkt) nie oczekujemy szybkiej poprawy w przemyśle. Spodziewamy się raczej powolnego ożywienia wraz z poprawą sytuacji u głównych partnerów handlowych w strefie euro, a w szczególności w Niemczech. W przypadku produkcji budowlanej mimo stopniowego spadku bazy statystycznej w II połowie 2012 sądymy, że produkcja budowlana będzie notować spadki w ujęciu rocznym niemal do końca roku, co przełoży się na pogłębienie spadku inwestycji w tym roku do ok. -3,2% r/r z -0,8% w 2012 r.

Choć dane z rynku pracy są wciąż słabe, to biorąc pod uwagę znaczny spadek inflacji dodatnie realne tempo wzrost funduszu płac wspiera

scenariusz ożywienia konsumpcji prywatnej w II kw. Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił do 2,3% r/r z 3% w kwietniu, natomiast zatrudnienie spadło o 0,9% r/r wobec -1% w kwietniu. W rezultacie nominalny wzrost funduszu płac osłabił się w maju do 1,4% r/r z 2%, a po uwzględnieniu sporego spadku inflacji realny wzrost funduszu płac wyhamował jedynie do 0,9% r/r z 1,2% r/r w kwietniu. Średnio w miesiącach kwiecień-maj realny wzrost funduszu płac wyniósł 1,1% r/r wobec spadku o 0,2% r/r w I kw. oraz -0,5% w IV kw. 2012. W związku z tym oczekujemy odreagowania konsumpcji prywatnej w II kwartale.

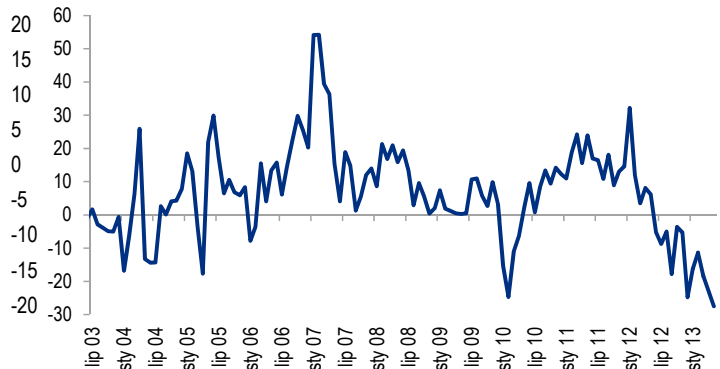
W całym roku wciąż oczekujemy spowolnienia wzrostu gospodarczego do 1,3% r/r przy stopniowym przyspieszaniu wzrostu PKB w kolejnych kwartałach do 2% r/r w IV kw.

Wykres 9. Produkcja przemysłowa i PMI



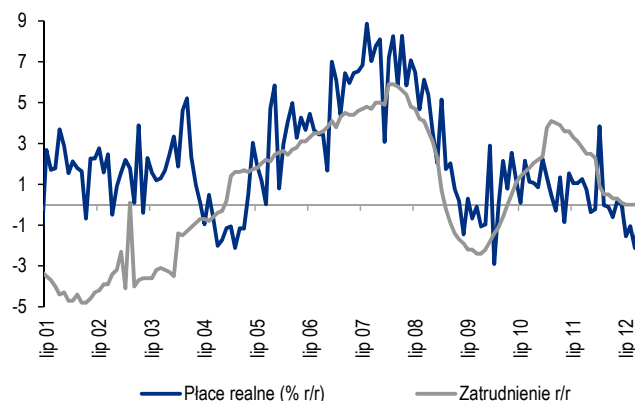
Źródło: GUS, Reuters, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 10. Produkcja budowlana.



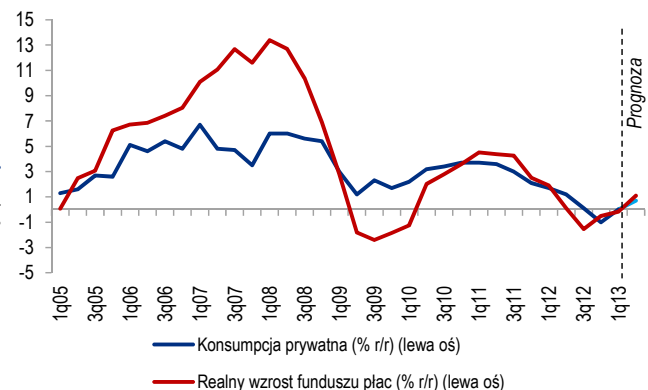
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 11. Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Realny fundusz płac i konsumpcja prywatna



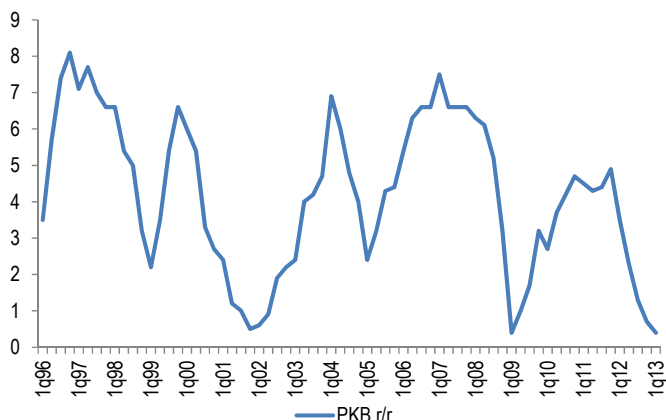
Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Zbliża się moment rewizji budżetu

Ostatnie komentarze przedstawicieli rządu sugerują, że ustawa budżetowa będzie najprawdopodobniej zrewidowana tego lata. Bazując na naszych prognozach makroekonomicznych szacujemy, deficyt budżetowy prawdopodobnie będzie o 10 mld zł większy niż planowano i wyniesie ok 46 mld zł, choć możliwa jest także większa rewizja, jeśli rząd będzie chciał zapewnić sobie dodatkowy bufor bezpieczeństwa. Jedną z rozważanych opcji jest obniżenie wydatków na obronę narodową, co

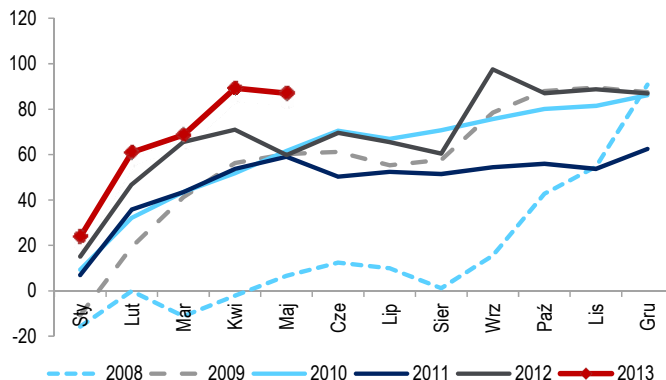
pozwoilioby utrzyma¢ bud¿et pod kontrol bez podnoszenia podatków lub obni¿ania wydatków na inwestycje. Jednak szczegy rewizji bud¿etu zostaną ogłoszone najprawdopodobniej dopiero na przełomie lipca i sierpnia (lub nawet później, po planowanej zmianie ustawy o finansach publicznych). Zakładając, ¿e rd będzie w stanie zmniejszy¢ napływ kapitału netto do otwartych funduszy emerytalnych, deficyt sektora finansów publicznych w 2013 r. prawdopodobnie osiągnie 4% PKB, a w 2014 r. obni¿y si do 3,5%.

Wykres 13. Wzrost PKB (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Realizacja deficytu budżetowego (% rocznego planu)



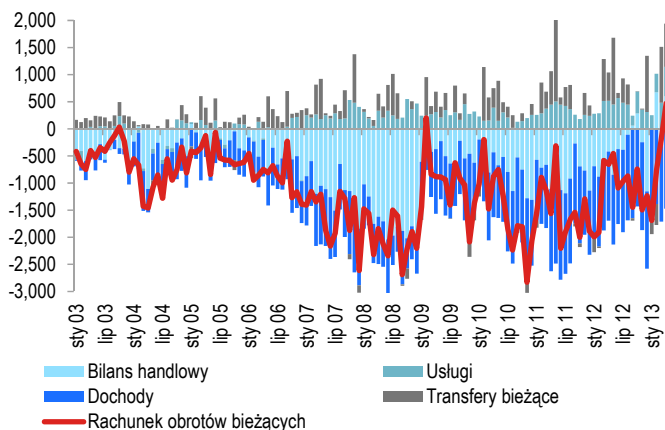
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

Bilans na rachunku obrotów bieżących uległ znaccej poprawie w kwietniu za spraw mocnego eksportu. W kwietniu odnotowano nadwyzk w obrotach bieżących na poziomie 468 mln EUR wobec deficytu 200 mld z EUR w marcu. O¿ywienie eksportu było zgodne z analogicznym przyspieszeniem wzrostu produkcji przemysłowej w kwietniu do 2,7% r/r z -2,9% r/r w marcu co częściowo wynikało z większej liczby dni roboczych. Niemniej jednak skala o¿ywienia eksportu zaskoczyła wszystkich uczestników rynku. Tym samym saldo bilansu handlowego wzrosło do 601 mln EUR z 273 mln EUR w marcu przy przyspieszeniu wzrostu eksportu do 12% r/r z ok. 0% w poprzednim miesiącu i przy odreagowaniu importu do 3,6% r/r z -2% w marcu. Deficyt obrotów bieżących skumulowany za 12-miesięcy obni¿y si do 2,8% PKB, choć ten sam deficyt powiększony o saldo błędów i opuszczeń wzro do ok. 4,2% PKB

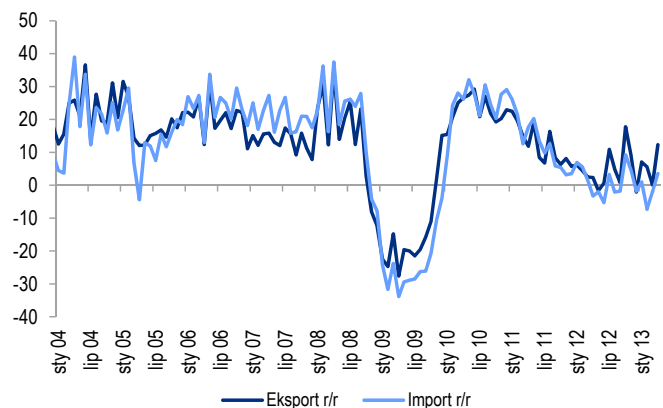
Tak du¿y skok eksportu mógł nastpi pod wpływem czynników jednorazowych, ale oczekujemy, ¿e deficyt obrotów bieżących pozostanie poni¿ej 3% PKB do końca roku. Przynajmniej w pewnym stopniu odreagowanie eksportu wynikało z większej liczby dni roboczych, a w maju ten efekt mo¿e si odwroci. Ponadto, wzrost eksportu powinien by ograniczony za spraw wci¿ słabego popytu w strefie euro, co potwierdza wci¿ bardzo niski indeks nowych zamowie eksportowych w danych PMI. Naszym zdaniem wzrost eksportu przyspieszy dopiero w II polowie roku i oczekujemy, ¿e 12-miesięczny deficyt na rachunku obrotów bieżących pozostanie poni¿ej 3% PKB na koniec roku, co przynajmniej częściowo zmniejszy wra¿liwość złotego na wahania apetytu na ryzyko zakładając spadek deficytu na rachunku błędów i opuszczeń.

Wykres 15. Rachunek bieżący (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 16. Eksport i import (% r/r)



Źródło: NBP, NBP, Citi Handlowy.

Bank centralny nie powstrzyma trendów globalnych

Chociaż sytuacja na rynkach finansowych najprawdopodobniej nie będzie bezpośrednim motorem decyzji banku centralnego to RPP będzie uważnie obserwowała rozwój wydarzeń. Biorąc pod uwagę ryzyko dodatkowego osłabienia złotego w dalszej części roku sądzimy, że RPP pozostanie przy stosunkowo ostrożnej retoryce. Dwa dni po czerwcowej obniżce stóp procentowych bank centralny wkroczył na rynek walutowy i zainterweniował sprzedając waluty obce. Jednak celem interwencji była redukcja nadmiernej zmienności, a NBP nie zamierza bronić żadnego konkretnego poziomu. Choć bank centralny rozpoczął sprzedaż walut obcych, gdy kurs EUR/PLN był blisko 4,32, nie sądzimy, że będzie to poziom, przy którym NBP będzie się uaktywniał w przyszłości. Naszym zdaniem dalsze osłabienie złotego może wspierać eksporterów (i wzrost PKB) bez stwarzania ryzyka dla stabilności finansowej.

W przeszłości interwencje walutowe Ministerstwa Finansów oraz NBP były powiązane z ryzykiem przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% PKB. Biorąc pod uwagę to, że ponad 30% długu publicznego jest wyrażone w walutach obcych deprecjacja automatycznie przekłada się na wzrost długu publicznego. Polska ustawa o finansach publicznych zawiera regułę fiskalną przewidującą, że jeśli relacja długu publicznego do PKB przekroczyłaby 55% wówczas rząd byłby zmuszony do podjęcia działań, które prowadziłyby do znaczącego zacieśnienia polityki fiskalnej (prawdopodobnie eliminując deficyt w ciągu dwóch lat). Próby ograniczenia ryzyka przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% PKB były najprawdopodobniej jedną z głównych przyczyn interwencji walutowych w 2011 r. Tym razem jednak potrzeba dla takich interwencji jest znacznie mniejsza, a to dlatego, że według nowo znowelizowanej ustawy o finansach publicznych reguła fiskalna jest uruchamiana dopiero jeśli dług publiczny obliczony na podstawie średniorocznego kursu walutowego oraz pomniejszony o wielkość prefinansowania potrzeb pożyczkowych na kolejny rok przekroczy 55% (pierwotnie reguły fiskalne były uruchamiane, gdy standardowo liczony dług przekraczał ten próg). Według naszych prognoz w II połowie 2013 r. złoty musiałby się osłabić do około 5.00 i pozostać na tym poziomie do końca roku, aby dług publiczny przekroczył 55% PKB. Uważamy, że takie ryzyko jest stosunkowo niewielkie i tym samym naszym zdaniem prawdopodobieństwo tego, że

resort finansów oraz bank centralny będą zmuszone interweniować, aby uniknąć uruchomienia reguł fiskalnych jest niskie.

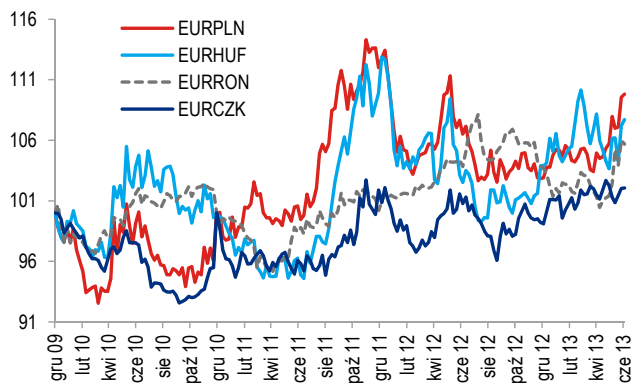
Bank centralny nie będzie w stanie odwrócić trendów globalnych na rynkach rozwijających się, choć prawdopodobnie może próbować ograniczyć zmienność złotego, szczególnie w obliczu niewielkiej płynności na rynkach finansowych. NBP będzie prawdopodobnie interweniował na rynku, jeśli osłabienie złotego okaże się nadmierne. Jeżeli jednak będzie następować stopniowo, gotowość do sprzedaży walut obcych na rynku będzie zdecydowanie mniejsza. Wynika to z dwóch faktów. Po pierwsze, osłabienie waluty byłoby spójne z celem inflacyjnym RPP, gdyż pomogłoby sprowadzić CPI do celu. Po drugie, rezerwy walutowe NBP są i tak zbyt małe aby bank centralny w sposób wiarygodny mógł zaangażować się długoterwale interwencje, które miałyby oprzeć się globalnemu trendowi odpływu kapitału z rynków wschodzących.

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

	21/06*	III kw 13	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14	III kw 14	IV kw 14	I kw 15
EURUSD	1,32	1,37	1,36	1,36	1,37	1,38	1,39	1,39
USDJPY	97,9	102	106	110	110	110	110	110
EURCHF	1,23	1,22	1,24	1,25	1,26	1,27	1,28	1,29
EURGBP	0,85	0,85	0,85	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
EURPLN	4,34	4,37	4,38	4,39	4,36	4,33	4,30	4,27

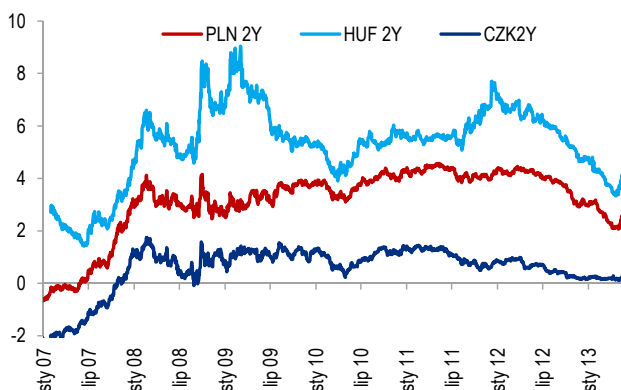
Źródło: Reuters, Prognozy Citi Research. * kurs zamknięcia według Reuters

Wykres 17. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



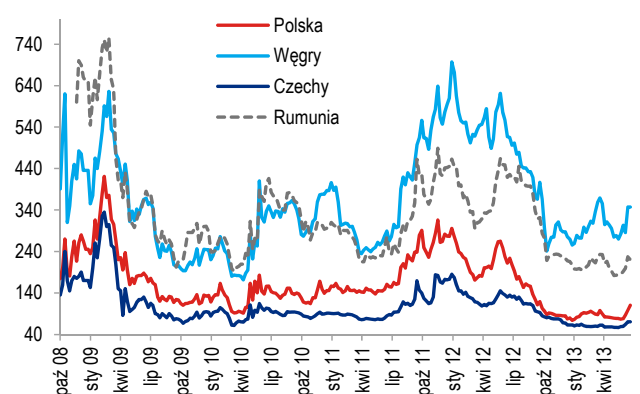
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



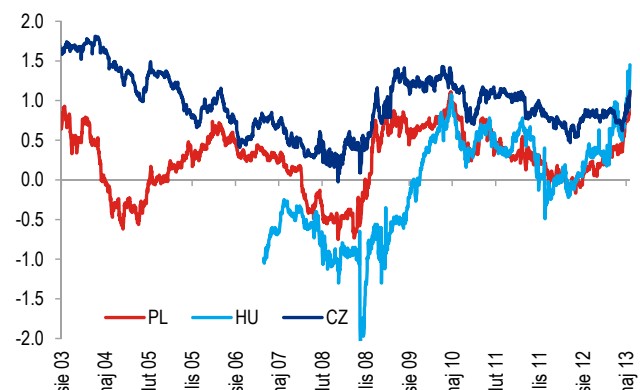
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012						2013						
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4.3	1.2	5.4	0.5	-5.2	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	-2.9	2.7	-1.8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	4.2	-2.0	-2.1	-0.7	6.1	7.8	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	9.2	-2.3	-0.7
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5.0	1.8	6.0	0.7	-5.6	4.6	-1.1	-12.2	-0.4	-1.9	-3.4	2.9	-2.0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	6.2	-5.2	-8.7	-5.0	-17.8	-3.6	-5.3	-24.8	-16.1	-11.4	-18.5	-23.1	-27.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	0.1	-0.2	-
Stopa bezrobocia (%)	12.6	12.4	12.3	12.4	12.4	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	14.3	14.0	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.6	4.3	4.0	3.8	3.8	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	1.0	0.8	0.5
Inflacja (% m/m)	0.2	0.2	-0.5	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.4	-0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	5.2	4.4	3.6	3.0	1.8	1.0	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	-0.7	-2.0	-2.5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.4	-0.5	-0.4	0.0	0.5	-0.7	-0.2	-0.6	0.1	0.3	-0.3	-0.6	0.1
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	1.6	3.0	2.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-454	-1,092	-973	-868	-1,448	-743	-1,495	-1,235	-1,688	-757	-200	468	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.9	-4.6	-4.4	-4.2	-4.1	-3.7	-3.7	-3.5	-3.4	-3.1	-3.0	-2.8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-846	-372	-389	-109	57	286	-249	-1154	-8	676	-273	601	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12,019	11,891	12,219	12,085	12,707	14,426	13,192	10,441	12,153	12,367	12,764	13,279	-
Eksport (% r/r)	-1.6	0.6	10.9	4.8	0.7	17.7	9.2	-2.1	7.1	5.5	0.1	12.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,865	12,263	12,608	12,194	12,650	14,140	13,441	11,595	12,161	11,691	13,037	12,678	-
Import (% r/r)	-2.0	-5.3	3.3	-2.1	-1.8	9.2	4.6	-1.8	1.0	-7.2	-2.0	3.6	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11.3	11.1	11.1	9.8	7.6	8.0	5.7	4.5	4.4	5.5	5.3	7.1	6.0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	9.2	8.9	7.7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4.7	2.4	4.1	2.0	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6	-6.6	-5.7	-0.8	2.8	2.1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	9.7	7.5	3.6	3.5	1.2	1.8	-0.2	0.2	2.0	2.8	2.6	2.0	0.9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	14.1	12.1	10.7	10.6	7.7	6.5	2.8	1.5	2.7	3.2	1.8	1.4	-0.2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25	3.25	3.00
WIBOR 3M (średnio)	4.86	4.91	4.91	4.90	4.90	4.83	4.62	4.35	4.13	3.86	3.48	3.32	2.86
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.92	4.91	4.91	4.90	4.89	4.78	4.51	4.22	4.03	3.81	3.39	3.25	3.00
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.81	4.80	4.55	4.12	4.01	3.61	3.06	3.06	3.41	3.46	3.16	2.68	2.69
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.80	4.63	4.21	4.09	4.05	3.91	3.40	3.15	3.25	3.48	3.15	2.62	2.73
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.04	4.73	4.42	4.34	4.19	4.10	3.60	3.22	3.48	3.63	3.42	2.79	3.10
EUR/PLN (koniec okresu)	4.39	4.26	4.11	4.18	4.15	4.15	4.11	4.07	4.19	4.17	4.18	4.14	4.33
USD/PLN (koniec okresu)	3.54	3.39	3.34	3.34	3.22	3.21	3.16	3.08	3.09	3.18	3.26	3.17	3.27
EUR/USD (koniec okresu)	1.24	1.26	1.23	1.25	1.29	1.29	1.30	1.32	1.36	1.31	1.28	1.31	1.32
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	20.9	24.3	22.9	21.1	34.1	30.5	31.1	30.4	8.4	21.7	24.4	31.7	30.9
Def. budżetowy kum. (% planu)	59.8	69.6	65.5	60.4	97.5	87.0%	88.8%	86.9%	23.7%	60.9%	68.6%	89.3%	87.0%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	510	543
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,596	1,637	1,719
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,727	13,231	14,102
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	12.2	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	8.5	-0.8	-3.2	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	0.9	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.8	1.9
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.8	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.77	3.72
USD/PLN (Koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	3.44	3.09	3.22	3.11
USD/PLN (Średnia)	2.45	3.00	2.87	2.96	2.96	3.26	3.21	3.17
EUR/PLN (Koniec okresu)	2.76	2.39	3.11	3.02	4.47	4.08	4.38	4.30
EUR/PLN (Średnia)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.12	4.18	4.31	4.35
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-13.5	-18.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.7	-5.6
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	216.7
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	203.1	222.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.2	8.2
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-21.9	-25.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	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	-3.9	-3.9	-3.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.2	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.6	54.6
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	36.5	36.9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	4.5	1.9	1.3	2.8	3.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	0.8	1.9	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-3.5	-2.7	-3.5	-3.9	-4.3
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	3.25	4.25	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.22	3.09	3.12	3.04
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.20	3.18	3.11	3.08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.38	4.30	3.90	3.86
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.27	4.36	4.10	3.88

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.