

CitiMonthly

W skrócie

- Najnowsza seria danych z Polski sprawiła, że „konsensus rynkowy” ostatecznie pogodził się z tym, iż gospodarka krajowa weszła w okres głębokiego spowolnienia.
- Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający spowolnienie wzrostu gospodarczego w kraju do 1,3% r/r w 2013 roku, choć spodziewamy się, że 2014 przyniesie już widoczne przyspieszenie. Słaby wzrost to efekt między innymi załamania aktywności inwestycyjnej oraz popytu konsumpcyjnego.
- Realizuje się scenariusz stopniowego, ale wyraźnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Słabnąca presja płacowa oraz popytowa powinna pomóc sprowadzić inflację do około 1,5% w kwietniu, a więc wyraźnie poniżej celu RPP.
- Po styczniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej ewidentnie starała się złagodzić oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych, jednak słabe dane z gospodarki sprawiły, że rynek FRA wciąż wycenia scenariusz wyraźnego luzowania polityki pieniężnej.
- Oczekujemy, że do kolejnej obniżki stóp o 25pb dojdzie już w lutym, a w kolejnych miesiącach (do 3Q 2013) stopa referencyjna spadnie do 3,25%, a więc do najniższego poziomu w historii.
- Dzięki serii nienajgorszych danych z amerykańskiej gospodarki, ekonomiści Citi oczekują obecnie nieco szybszego wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Na szybszy wzrost może liczyć również Japonia, podczas gdy strefa euro najprawdopodobniej pozostanie w recesji w 2013 i 2014 roku.
- Poniższy scenariusz przewiduje utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej lub jej dalsze poluzowanie przez główne banki centralne mimo ostatnio obserwowanej wyraźnej poprawy warunków na rynkach finansowych.
- Jednocześnie spośród wszystkich walut gospodarek wschodzących najgorsze perspektywy rysują się przed walutami krajów Europy Środkowej.
- Naszym zdaniem spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz obniżenie dysparytetu stóp procentowych może negatywnie oddziaływać na złotego w najbliższych miesiącach.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

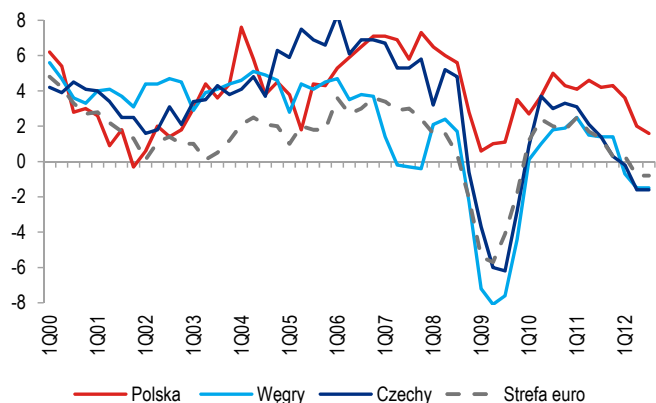
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

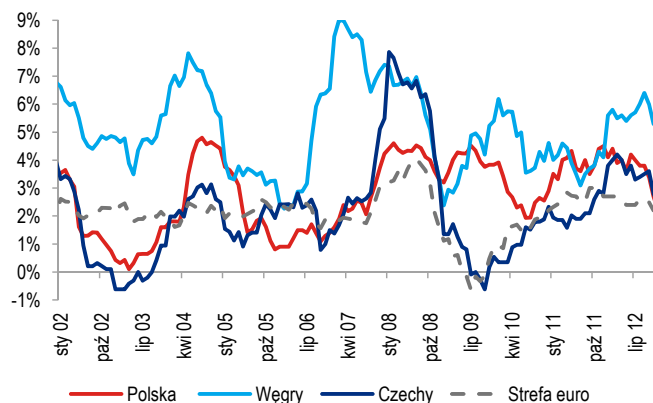
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



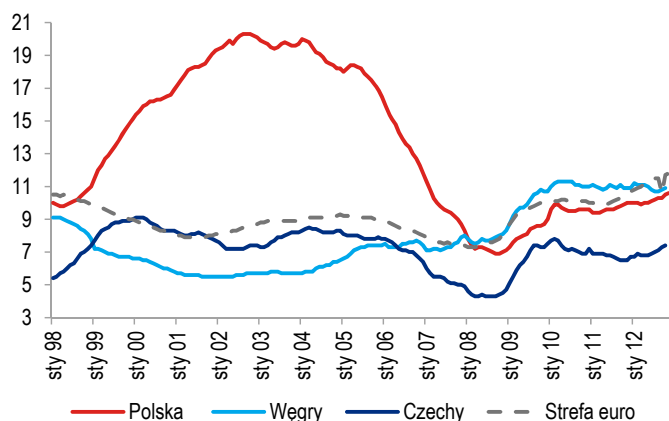
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



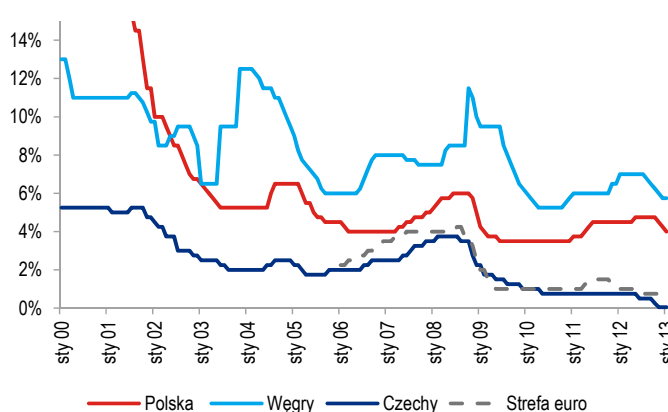
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	-3.4	46.9
Węgry	5.6	8.1	-2.9	77.1
Polska	3.9	5.2	-3.1	55.8
Rumunia	3.3	6.7	-2.4	34.8
Kryterium konwergencji	2.8	3.6	-3.0	60.0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2013, przygotowane jesienią 2012.

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

Trochę więcej optymizmu

- Dzięki serii nienajgorszych danych z amerykańskiej gospodarki, ekonomiści Citi oczekują obecnie nieco szybszego wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Na szybszy wzrost może liczyć również Japonia, podczas gdy strefa euro najprawdopodobniej pozostanie w recesji w 2013 i 2014 roku.
- Poniższy scenariusz przewiduje utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej lub jej dalsze poluzowanie przez główne banki centralne mimo ostatnio obserwowanej wyraźnej poprawy warunków na rynkach finansowych.

Ekonomiści Citi podtrzymali prognozy wzrostu gospodarczego na świecie na poziomie 2,6% r/r oraz nieznacznie podwyższyli prognozę na rok 2014 do 3,2% r/r z 3,1% r/r). Nieznacznie zrewidowano prognozy PKB na 2013 r. i 2014 r. dla krajów uprzemysłowionych (głównie USA i Japonia) w górę, a dla krajów rozwijających się w dół. Najnowsze prognozy wciąż zakładają kontynuację recesji w strefie euro w tym (-0,6% r/r) i w przyszłym roku (-0,4% r/r), choć w 2013 r. może być ona nieznacznie mniejsza niż wcześniej oczekiwano. Jednocześnie prognozy wzrostu dla kilku mniejszych krajów rozwiniętych zostały zrewidowane w dół (Szwecja, Wielka Brytania, Australia).

Scenariusz ten przewiduje utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej lub jej dalsze poluzowanie przez główne banki centralne mimo ostatnio obserwowanej wyraźnej poprawy warunków na rynkach finansowych. W szczególności jako prawdopodobne można uznać: kontynuację skupu obligacji przez Fed oraz Bank Japonii, kolejne obniżki stóp procentowych przez EBC oraz wznowienie ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez Bank Anglii. Według prognoz Citi, do zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych dojdzie dopiero w 2015 r., a w przypadku Banku Japonii, EBC i Banku Anglii nastąpi ono jeszcze później. W wybranych krajach wschodzących możliwe jest dalsze łagodzenie polityki pieniężnej, jednak w tym roku szereg banków centralnych w gospodarkach rozwijających się rozpocznie podwyżki stóp procentowych.

Zagrożenia które dostrzegają ekonomiści Citi uwzględniają możliwość większego od oczekiwań łagodzenia polityki pieniężnej w Japonii w przypadku trudności z realizacją podwyższonego celu inflacyjnego, oraz w Wielkiej Brytanii, po zmianie prezesa banku Anglii i złagodzeniu warunków dotyczących osiągnięcia celu inflacyjnego. W USA ryzyko olbrzymiego zacieśnienia fiskalnego już na początku roku wyraźnie się zmniejszyło, ale nie zostało wyeliminowane całkowicie. Choć w strefie euro warunki finansowe uległy poprawie, to ekonomiści Citi wciąż podtrzymują scenariusz wyjścia Grecji ze strefy euro (prawdopodobnie w 2014 r.) oraz oczekują, że szereg krajów peryferyjnych będzie potrzebował pewnej formy restrukturyzacji długu, prawdopodobnie począwszy od 2015 r. Ten scenariusz obejmuje również kolejne redukcje ratingów w strefie euro w najbliższych kwartałach, a w USA oraz Japonii w kolejnych latach.

¹ Poniższa sekcja raportu powstała w oparciu o raport GEOS z 23.01.2013 i EMMSO z 25.01.2013.

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	2.8	2.7	3	-4.4	-4,0	-3.2
<i>Kraje rozwinięte</i>	1.2	1,0	1.6	1.9	1.4	1.9	-5.9	-5.3	-3.9
USA	2.2	1.9	3.1	1.7	1.5	2.1	-8.3	-7.2	-5,0
Japonia	2,0	1.3	1.2	0,0	-0.3	1.9	-10.7	-9.8	-7,0
Australia	3.6	2.4	3,0	1.8	2.9	2.5	-3,0	-0.8	0,0
<i>strefa euro</i>	-0.5	-0.6	-0.4	2.5	1.8	1.5	-3.2	-2.8	-2.4
Niemcy	0.9	0.5	0.5	2,0	2,0	2.3	0.1	-0.3	-0.4
Francja	0,0	-0.2	0.2	2.2	1.3	1.7	-4.5	-3.6	-2.8
Włochy	-2.1	-1.4	-1.4	3.3	2.1	1.3	-2.8	-2.5	-2.6
Hiszpania	-1.4	-2.2	-2,0	2.4	1.1	0.3	-8.1	-6.3	-5.8
Grecja	-6.1	-6.5	-11.5	1,0	0.3	16.8	-7.2	-5.7	-1.4
Irlandia	0.5	0.5	1.5	2.3	1.2	1.4	-7.8	-7.3	-4.8
Portugalia	-3.1	-3.7	-2.8	2.8	1.7	0.9	-5,0	-5.2	-4.8
Szwecja	1.1	1,0	2.5	0.9	0.4	1.7	-0.5	-1.2	-1.1
Szwajcaria	1,0	1.4	1.2	-0.7	-0.9	-0.6	0.6	0.6	0.6
Wlk. Brytania	0.1	0.4	0.7	2.8	2.9	2.3	-5.4	-6.9	-6.7
<i>Kraje rozwijające się</i>	4.7	5.2	5.5	4.4	4.6	4.7	-1.9	-2,0	-2.2
Chiny	7.8	7.8	7.3	2.6	2.8	3.6	-2.4	-2,0	-2,0
Indie	5.4	6.2	6.9	7.5	7,0	6,0	-8.5	-8,0	-7.5
Korea Płd.	2,0	3.2	4.1	2.2	2.6	3,0	1.4	1.1	1.4
Czechy	-1.1	-0.2	0.9	3.3	2,0	1.2	-4.8	-3.1	-2.7
Węgry	-1.7	0.2	1.3	5.7	3.5	3.6	-2.8	-2.9	-3.6
Polska	1.9	1.3	2.8	3.7	2.1	2.4	-3.5	-3.5	-2.8
Rumunia	0.4	1.7	2.9	3.3	4.6	3.5	-2.2	-2.2	-2.5
Rosja	3.5	3,0	3.7	5.1	6.5	5.7	-0.4	-1.2	-2.1
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	6.1	5.5	-2.6	-2.4	-2.2
Meksyk	3.9	3.6	3.8	4.1	3.8	3.7	-2.2	-2.1	-2,0

Źródło: Prognozy Citi Research.

Prognozy wzrostu gospodarczego dla krajów rozwijających się zostały zrewidowane nieznacznie w dół, jednak optymizm dotyczący perspektyw wzrostu gospodarczego stopniowo rośnie. Wspierają to wzrosty indeksów aktywności PMI oraz rewizje prognoz wzrostu PKB w górę dla USA, Japonii i Niemiec (na 2014 r.), które poprawiają perspektywy popytu zewnętrznego. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost PKB w gospodarkach wschodzących jest złagodzenie polityki pieniężnej dokonane w ubiegłym roku (poza obniżkami stóp procentowych, także złagodzenie warunków kredytowych, m.in. w Chinach). Ekonomisci Citi oczekują utrzymania wzrostu gospodarczego w Chinach na poziomie 7-8% r/r w tym roku oraz 7-7,5% r/r w latach 2014-2017. Przy takim scenariuszu możliwe jest stopniowe domykanie luki popytowej oraz ponowne pojawienie się presji popytowej oddziałującej na wzrost inflacji bazowej, co mogłoby owocować niespodziankami po stronie wyższej inflacji w następnych kilku miesiącach. Jednocześnie może to doprowadzić do przeszacowania oczekiwań co do perspektyw stóp procentowych w krajach rozwijających się. Umocnienie walut wydaje się czynnikiem niwelującym ewentualny wzrost inflacji, ale oczekiwany wzrost napływu kapitału do gospodarek wschodzących poza umocnieniem walut może też pozytywnie wpłynąć na ponowne ożywienie akcji kredytowej.

Gospodarka w skrócie²

Początek roku na niskich obrotach

- Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający spowolnienie wzrostu gospodarczego w kraju do 1,3% r/r w 2013 roku, choć spodziewamy się, że 2014 przyniesie już widoczne przyspieszenie. Słaby wzrost to efekt między innymi załamania aktywności inwestycyjnej oraz popytu konsumpcyjnego.
- Po styczniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej najwidoczniej starała się złagodzić oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych, jednak słabe dane z gospodarki sprawiły, że rynek FRA wciąż wycenia scenariusz wyraźnego luzowania polityki pieniężnej.
- Oczekujemy, że do kolejnej obniżki stóp o 25pb dojdzie już w lutym, a w kolejnych miesiącach (do 3Q 2013) stopa referencyjna spadnie do 3,25%, a więc do najniższego poziomu w historii. Sprzyjać będzie temu słabnąca presja płacowa oraz popytowa jak również spadek inflacji wyraźnie poniżej celu inflacyjnego (nawet do 1,5% r/r w kwietniu).

Zmiana w komunikacie RPP

W styczniu uwaga inwestorów koncentrowała się przede wszystkim na perspektywach polityki pieniężnej. Choć RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, a stopa referencyjna osiągnęła 4%, zmiana tonu komunikatu wyraźnie zaskoczyła inwestorów. Podczas konferencji prasowej po styczniowej decyzji prezes banku centralnego Marek Belka zasygnalizował, że pierwsza runda łagodzenia polityki pieniężnej dobiega końca, a kolejne redukcje stóp nie powinny być traktowane jako automatyczne i pewne. Biorąc pod uwagę, że przed styczniowym posiedzeniem rynek FRA wyceniał obniżki stóp procentowych aż o 125-150 pb w ciągu najbliższych dziewięciu miesięcy, mała zmiana w retoryce RPP była jasnym sygnałem, że rynkowe oczekiwania są przeszacowane. W rezultacie doszło do wzrostu rentowności obligacji skarbowych na całej krzywej, a rentowności 10-letnich obligacji wróciły do ok. 4%, podczas gdy stawki FRA wzrosły o ponad 25 pb. Komentarze poszczególnych członków RPP sugerują, że Rada jest gotowa do kolejnej obniżki stóp procentowych o 25 pb w lutym. Jednak wydaje się, że w Radzie nie ma konsensusu, co do zmian stóp w kolejnych miesiącach oraz ich docelowego poziomu.

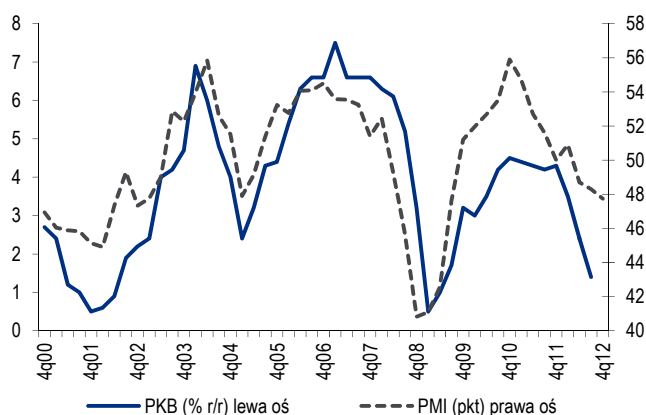
Nie oczekujemy szybkiego zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W naszej interpretacji komunikat RPP sugeruje, że tempo obniżek stóp procentowych w najbliższych miesiącach może być nieco wolniejsze niż do niedawna oczekiwał rynek. Ponieważ zwracaliśmy na to uwagę już od dłuższego czasu, nie zmieniamy naszego podstawowego scenariusza, w którym zakładamy obniżenie stopy referencyjnej w tym roku do rekordowo niskiego poziomu 3,25%. Niemniej taki scenariusz wciąż zakłada większą liczbę obniżek stóp procentowych niż RPP dotychczas sygnalizowała. Nasza opinia jest oparta na prognozie wzrostu PKB poniżej potencjału oraz spadku inflacji do ok. 1,5% r/r w kwietniu 2013 r., co pozwalałoby Radzie na odpowiednie dostosowanie stóp procentowych.

² Poniższa sekcja została oparta o raport EMMSO z dnia 25.01.2013.

Wzrost gospodarczy pozostanie słaby

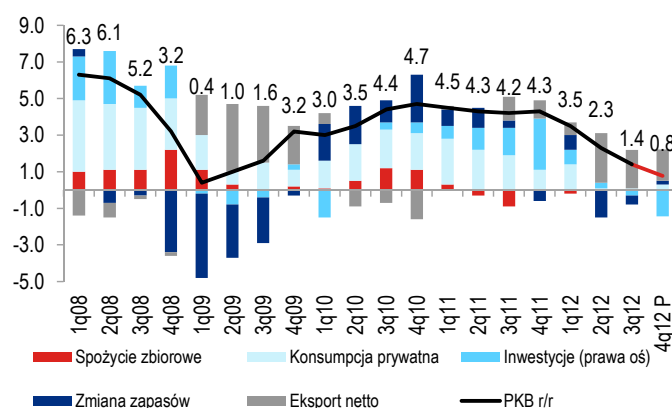
Dane opublikowane w ostatnich tygodniach potwierdziły, że **gospodarka wyhamowuje** i najprawdopodobniej będzie rosła w tempie poniżej potencjału w najbliższych kwartałach. W III kwartale wzrost PKB wyhamował do 1,4% r/r przy wyraźnym spowolnieniu wzrostu konsumpcji prywatnej. Słaby wzrost płac, stosunkowo wysoka stopa bezrobocia oraz bardzo niska stopa oszczędności przyczyniły się do ograniczenia wzrostu wydatków przez gospodarstwa domowe, a konsumpcja prywatna wzrosła jedynie o 0,1% r/r w III kw. Ponadto inwestycje spadły o 1,5% r/r, podczas gdy kontrybucja zmiany zapasów była znacznie bardziej negatywna niż zakładaliśmy. Ponadto, miesięczne dane za okres październik-grudzień pokazały dalsze osłabienie aktywności gospodarczej. Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do -2,3% r/r z 0,2% r/r w III kwartale, natomiast produkcja budowlana spadła o 11,2% r/r wobec -10,5% r/r w III kwartale.

Wykres 5. Niski PMI sygnalizuje dalsze wyhamowanie wzrostu gospodarczego



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Główne składowe wzrostu PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

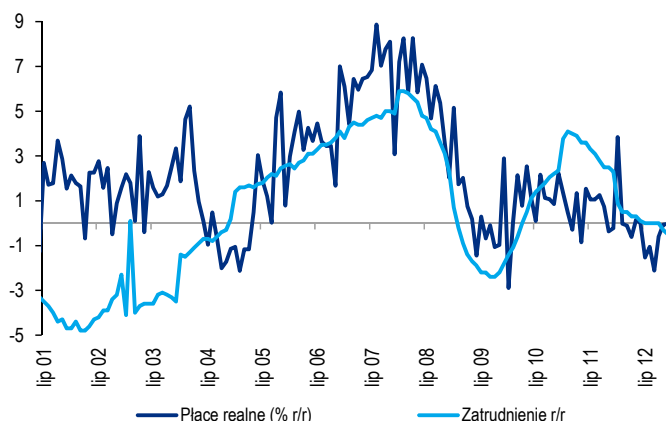
Niewielkie ożywienie koniunktury może nastąpić w dalszej części roku. Oczekujemy, że wzrost gospodarczy spowolni do 0,5% r/r w I kw. 2013 r. i choć efekt niskiej bazy powinien przynieść pewną poprawę wzrostu w ujęciu rok-do-roku w kolejnych kwartałach, to sądzimy, że gospodarka wzrośnie w 2013 r. jedynie o 1,3% r/r. Stosunkowo stabilny złoty oraz brak przestrzeni do znacznego poluzowania polityki fiskalnej będą negatywnie wpływały na aktywność gospodarczą. Biorąc pod uwagę, że cykl obniżek stóp procentowych rozpoczął się stosunkowo późno oraz to, że RPP wolałaby prowadzić zbyt restrykcyjną politykę pieniężną niż zbyt łagodną, oczekujemy, że krajowa polityka gospodarcza raczej nie przyczyni się w istotny sposób do ożywienia. W związku z tym uważamy, że wyraźniejsze i szybsze od oczekiwanego przyspieszenie gospodarcze mogłoby przyjść jedynie w wyniku większego niż obecnie oczekujemy ożywienia globalnego wzrostu gospodarczego.

Inflacja spada szybciej niż oczekiwano

Inflacja najprawdopodobniej pozostanie poniżej celu banku centralnego przez większą część 2013 r. Już w grudniu tempo wzrostu cen wyhamowało poniżej poziomu celu NBP na poziomie 2,5% r/r i oczekujemy, że trend ten utrzyma się również w najbliższych miesiącach. Redukcja taryf gazowych, która weszła w życie wraz z początkiem 2013 r.

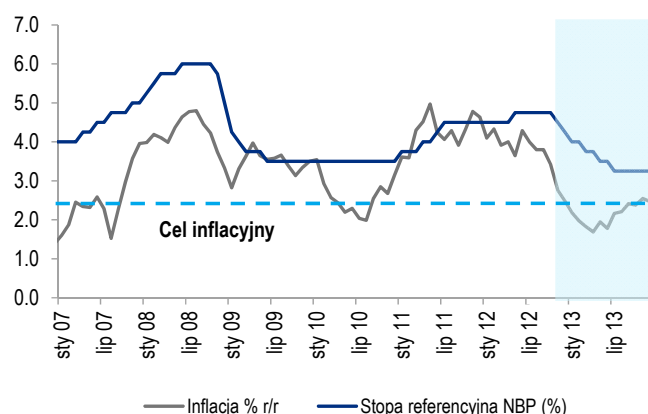
jak również niskie ceny paliw powinny ograniczyć wzrost cen administracyjnie kontrolowanych. Z kolei gorsza sytuacja na rynku pracy oraz spadająca inflacja oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne powinny sprowadzić w dół miary inflacji bazowej w tym zwłaszcza inflację netto. Nawet w przypadku większego niż oczekujemy osłabienia złotego zagrożenia inflacyjne byłyby najprawdopodobniej ograniczone, a efekt przeniesienia wpływu ruchów kursu walutowego na inflację byłby słaby, szczególnie biorąc pod uwagę aktualny moment w cyklu koniunktury. Naszym zdaniem potencjalne zagrożenia dla inflacji są związane z czynnikami pozostającymi poza kontrolą polskiego banku centralnego, a należą do nich m.in. możliwy wzrost cen żywności lub odwrócenie korzystnego spadkowego trendu cen na rynkach paliw. Biorąc to pod uwagę oczekujemy spadku inflacji do około 1,5% r/r w kwietniu i stopniowego lekkiego odbicia inflacji pod koniec roku, głównie za sprawą efektu niskiej bazy.

Wykres 7. Wzrost realnych wynagrodzeń oraz zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Prognoza inflacji i stóp procentowych

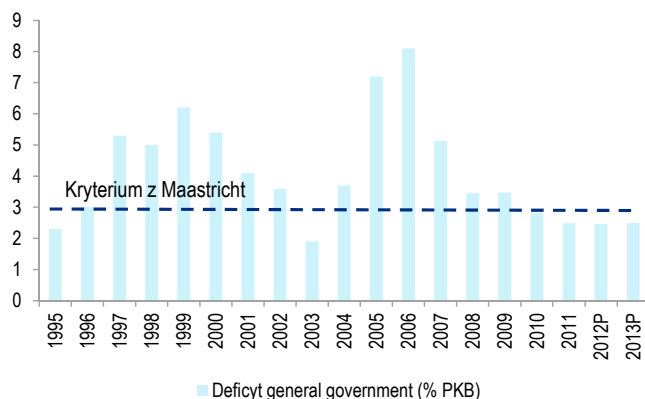


Źródło: Reuters, GUS, prognozy Citi Handlowy.

Budżet pod wpływem spowolnienia

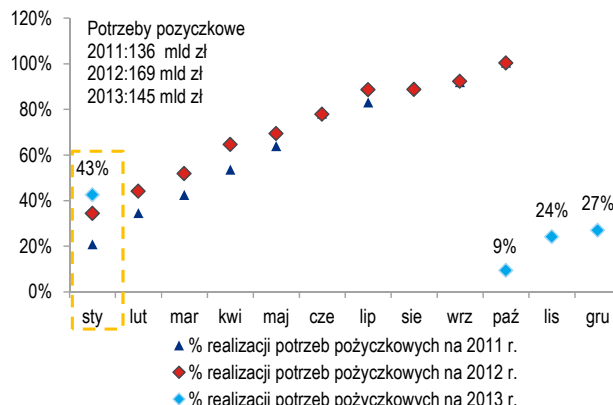
Spowolnienie gospodarcze, a zwłaszcza wyraźne wyhamowanie wzrostu konsumpcji prywatnej, zdążyły odbić się negatywnie na dochodach budżetu. W związku z tym, że wykonanie dochodów budżetu okazało się gorsze od wstępnych planów już w 2012 r. zakładamy, że ubytek dochodów będzie znaczący także w 2013 r., a Ministerstwo Finansów nie będzie w stanie zrównoważyć ubytku dochodów poprzez ostrożną politykę wydatkową. Nawet zakładając dodatkowy niezaplanowany dochód np. w postaci zysku banku centralnego, naszym zdaniem Ministerstwo Finansów najprawdopodobniej zdecyduje się na nowelizację budżetu i zwiększy deficyt budżetowy o ok. 10 mld zł (wobec 35 mld zł planowanych początkowo). Spodziewamy się tego kroku dopiero w dalszej części roku, gdy resort finansów będzie w stanie lepiej ocenić kondycję budżetu oraz skalę spowolnienia gospodarczego.

Wykres 9. Deficyt sektora rządowego i samorządowego



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 10. Wykonanie potrzeb pożyczkowych budżetu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Złoty pozostaje pod presją

Według najnowszych prognoz walutowych Citi mocniejszy apetyt na ryzyko oraz odbicie na rynkach akcji doprowadziło do stopniowej przeceny dolara. Jednak ruchy na rynkach walutowych są stosunkowo łagodne głównie za sprawą obniżek stóp procentowych przez inne kraje oraz za sprawą relatywnie dobrego zachowania amerykańskiej gospodarki. Prognozy Citi zakładają kontynuację tego trendu w najbliższych miesiącach wobec większość walut. Wyjątkiem pozostanie japoński jen, który powinien dalej osłabiać się wobec dolara za sprawą oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej przez Bank Japonii. W Europie prognozy Citi zakładają umocnienie walut skandynawskich wobec euro w perspektywie najbliższych miesięcy oraz stabilizację funta wobec euro, który będzie pod dużym wpływem perspektyw strefy euro. Wraz z dalszym stopniowym spadkiem premii za ryzyko kurs EUR/CHF pozostanie powyżej poziomu 1,20, a szwajcarski bank centralny najprawdopodobniej nie zdecyduje się na podwyższenie minimalnego poziomu kursu EUR/CHF w perspektywie najbliższych 12. miesięcy. Wśród walut krajów rozwijających się najkorzystniejsze perspektywy rysują się dla niedowartościowanych walut krajów o wysokich stopach procentowych i poprawiającej się sytuacji gospodarczej. Zyskiwać mogą waluty krajów regionu Latam (Ameryka Południowa i Środkowa) i waluty azjatyckie o wysokich nadwyżkach handlowych, a najgorsze perspektywy przedstawiają się dla walut regionu Europy Środkowej.

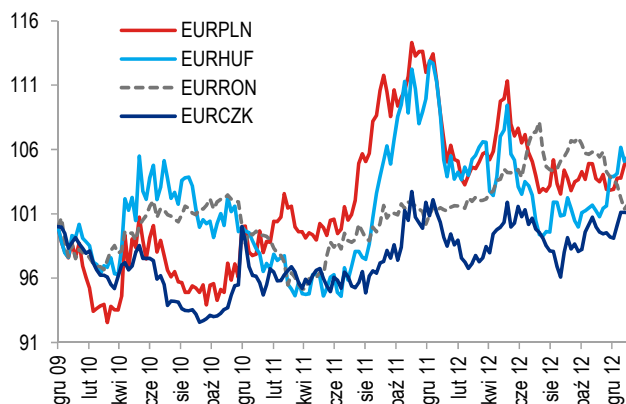
Naszym zdaniem spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz obniżenie dysparytetu stóp procentowych może negatywnie oddziaływać na złotego w najbliższych miesiącach. Z drugiej strony, szybka realizacja potrzeb pożyczkowych (ponad 40% po styczniu) powinna pomóc stabilizować sytuację na krajowym rynku długu, rekompensując częściowo niekorzystny wpływ coraz gorszych informacji z polskiej gospodarki i pogarszających się perspektyw fiskalnych. Na razie ryzyko odpływu zagranicznych inwestorów z krajowego rynku jest ograniczone, jednak w naszej ocenie istnieje zagrożenie, że w dalszej części roku popyt na krajowy dług mógłby nieco się obniżyć w przypadku oczekiwanego dalszego wzrostu rentowności obligacji w Stanach Zjednoczonych.

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	1,34	1,32	1,32	1,31	1,31	1,30	1,30
USDJPY	94	95	96	95	94	93	91	90
DXY- Dollar index	79,4	80	80,6	80,7	80,8	80,9	80,9	80,9
AUDUSD	1,05	10,5	1,04	1,02	1,01	1,00	0,99	0,97
EURCHF	1,24	1,22	1,20	1,22	1,24	1,26	1,28	1,30
EURGBP	0,84	0,83	0,82	0,82	0,81	0,81	0,80	0,80
EURSEK	8,67	8,59	8,51	8,48	8,46	8,44	8,42	8,40
EURNOK	7,47	4,72	7,36	7,33	7,31	7,29	7,27	7,25
USDCNY	6,17	6,14	6,11	6,09	6,08	6,07	6,06	6,05
USDKRW	1047	1039	1031	1024	1017	1010	1003	996
EURCZK	25,95	26,06	26,18	26,01	25,77	25,53	25,29	25,05
EURHUF	308	305	301	298	296	294	292	290
EURPLN	4,22	4,25	4,29	4,24	4,16	4,08	4,00	3,92
USDILS	3,65	3,76	3,88	3,95	4,01	4,07	4,13	4,19
USDRUB	29,6	30,5	31,3	31,7	32,0	32,3	32,7	33,0
USDTRY	1,77	1,80	1,84	1,86	1,87	1,88	1,89	1,90
USDBRL	2,04	2,07	2,09	2,09	2,08	2,07	2,06	2,05
USDMXN	12,4	12,4	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5

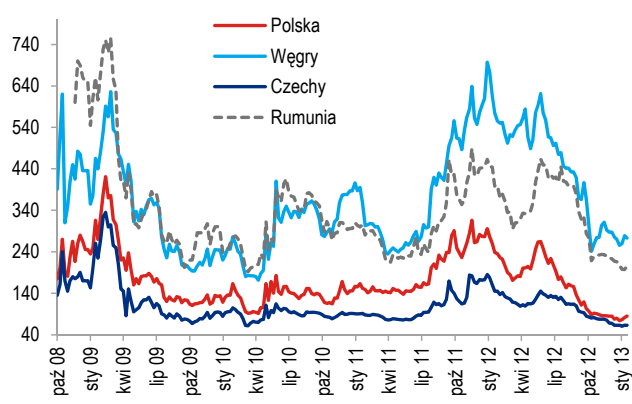
Źródło: Prognozy Citi Research.

Wykres 11. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



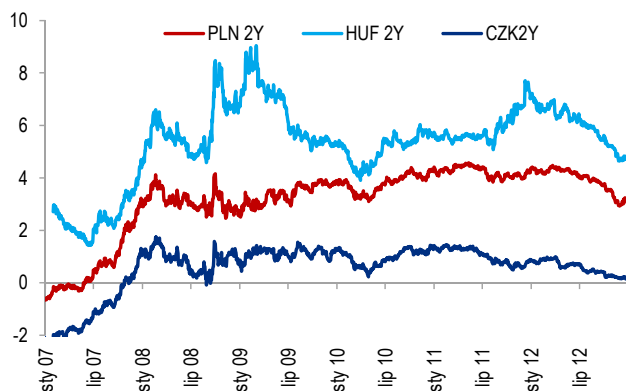
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. Stawki CDS (5-letnie)



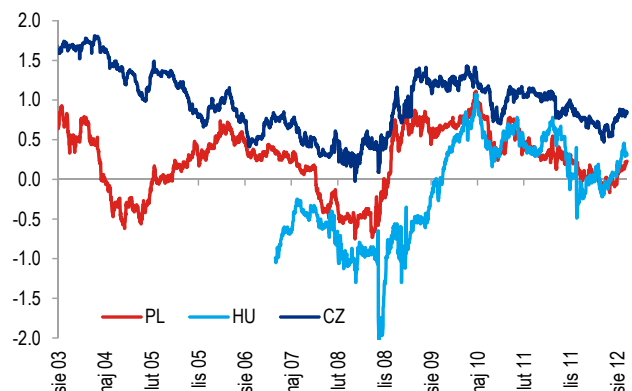
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 13. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



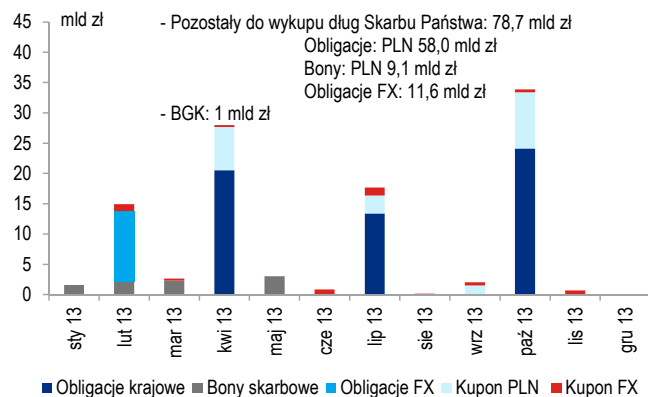
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



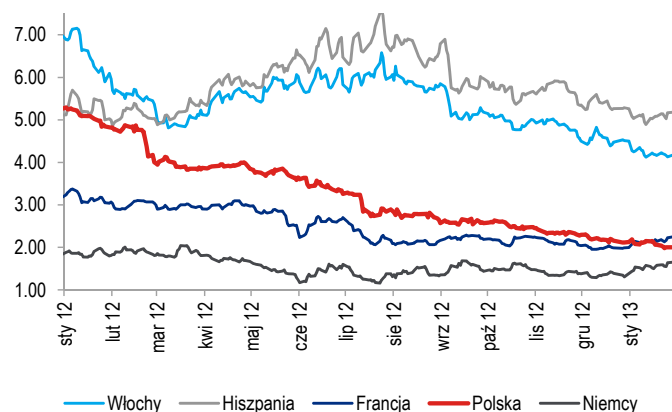
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Profil zapadalności papierów skarbowych i obligacji BGK.



Źródło: Ministerstwo Finansów, stan na dzień 6.12.2012.

Wykres 16. Rentowności 10-letnich obligacji w euro (%)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2011					2012							
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7.7	9.0	4.6	0.8	2.8	4.3	1.2	5.4	0.5	-5.2	4.6	-0.8	-10.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-4.9	-5.0	-0.8	10.7	-7.6	4.2	-2.0	-2.1	-0.7	6.1	7.8	-4.8	-14.2
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8.6	10.7	5.0	1.1	3.0	5.0	1.8	6.0	0.7	-5.6	4.6	-1.1	-12.2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	14.6	32.2	12.0	3.5	8.1	6.2	-5.2	-8.7	-5.0	-17.8	-3.6	-5.3	-24.8
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	8.6	14.3	13.7	10.7	5.5	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1	3.3	2.4	-2.5
Stopa bezrobocia (%)	12.5	13.2	13.5	13.3	12.9	12.6	12.4	12.3	12.4	12.4	0.0	0.0	13.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.3	0.9	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.6	4.1	4.3	3.9	4.0	3.6	4.3	4.0	3.8	3.8	3.4	2.8	2.4
Inflacja (% m/m)	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	8.2	7.9	6.0	4.4	4.4	5.2	4.4	3.6	3.0	1.8	1.0	-0.1	-1.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.4	0.1	-0.5	0.1	0.7	0.4	-0.5	-0.4	0.0	0.5	-0.7	-0.2	-0.6
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.4	8.1	4.3	3.8	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6	2.8	2.7	2.4
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,890	-1,994	-1,909	-585	-655	-454	-1,092	-1,005	-901	-1,457	-755	-1,490	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.9	-5.0	-5.3	-5.1	-4.9	-4.9	-4.6	-4.4	-4.2	-4.1	-3.7	-3.8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1139	-687	-883	-544	-420	-846	-372	-367	-98	44	221	-394	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	10,663	11,351	11,717	12,755	11,821	12,019	11,891	12,097	11,954	12,518	14,143	13,023	-
Eksport (% r/r)	5.7	6.2	4.4	2.5	2.4	-1.6	0.6	9.8	3.7	-0.8	15.4	7.8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	11,802	12,038	12,600	13,299	12,241	12,865	12,263	12,464	12,052	12,474	13,922	13,417	-
Import (% r/r)	3.5	6.9	5.6	1.5	-3.3	-2.0	-5.3	2.1	-3.2	-3.2	7.5	4.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	12.5	13.7	12.5	9.3	10.3	11.3	11.1	11.1	9.8	7.6	8.0	5.7	4.5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	13.5	14.7	13.4	12.3	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3	9.9	8.8	7.7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.1	12.5	12.5	7.9	4.2	4.7	2.4	4.1	2.0	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	11.9	11.1	9.5	9.7	10.0	9.7	7.5	3.6	3.5	1.2	1.8	-0.2	0.2
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	18.1	15.9	14.8	15.0	13.3	14.1	12.1	10.7	10.6	7.7	6.5	2.8	1.5
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.50	4.25
WIBOR 3M (średnio)	4.98	4.99	4.97	4.95	4.94	5.05	5.12	5.13	5.11	4.96	4.83	4.62	4.23
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.98	4.99	4.96	4.94	4.95	5.11	5.13	5.12	4.99	4.93	4.75	4.49	3.98
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.55	4.51	4.48	4.50	4.63	4.81	4.80	4.60	4.55	4.12	3.93	3.60	3.06
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.78	4.70	4.67	4.61	4.70	4.80	4.63	4.21	4.09	4.05	3.91	3.40	3.15
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.33	5.00	4.86	4.86	4.88	5.04	4.73	4.42	4.34	4.19	4.10	3.60	3.22
EUR/PLN (koniec okresu)	4.41	4.23	4.14	4.16	4.18	4.39	4.26	4.11	4.18	4.15	4.15	4.11	4.07
USD/PLN (koniec okresu)	3.41	3.20	3.07	3.12	3.17	3.54	3.39	3.34	3.34	3.22	3.21	3.16	3.08
EUR/USD (koniec okresu)	1.29	1.32	1.35	1.33	1.32	1.24	1.26	1.23	1.25	1.29	1.29	1.30	1.32
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	21.6	25.1	5.3	16.4	23.0	24.8	20.9	24.3	22.9	21.1	34.1	30.5	31.1
Def. budżetowy kum. (% planu)	53.6	62.4	15.1	46.8	65.6	70.9	59.8	69.6	65.5	60.4	97.5	87.0%	88.8%

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	526	573
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,612	1,676	1,768
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,209	13,362	12,854	13,640	14,871
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	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	-1.1	-3.1	2.7
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.7	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.9	1.1	3.1
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.5	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	2.5	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	2.1	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	1.8	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	4.55	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.21	3.02
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.18	3.12
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	3.92
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.23	4.08
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-22.1	-16.5	-15.6	-20.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.3	-3.3	-3.0	-3.6
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-5.5	-1.4	-3.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	193.4	188.7	207.2	216.0
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	207.5	194.2	208.7	219.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	6.0	6.4	7.7	8.3
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-20.1	-21.6	-25.6	-28.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	3.6	9.1	4.2	8.0	10.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	94.0	102.0	106.0
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	52.3	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.5	36.0	35.8

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	1.9	1.3	2.8	3.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	2.1	2.4	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.3	-3.3	-3.0	-3.6	-4.3	-4.5
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	3.21	3.02	2.95	2.89
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.18	3.12	2.98	2.92
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.24	3.92	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.23	4.08	3.91	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.