

CitiMonthly

W skrócie

- W najnowszej rundzie prognoz analitycy Citi ponownie zrewidowali w dół szacunki wzrostu dla gospodarek wschodzących, a także nieznacznie obniżyli prognozę wzrostu PKB dla gospodarek rozwiniętych. Podniesiono również prognozę wzrostu PKB dla strefy euro, choć wciąż utrzymuje się ona poniżej rynkowego konsensusu. Z kolei prognozy dla Niemiec pozostały bez zmian.
- Fed najprawdopodobniej rozpocznie program redukcji skupu aktywów we wrześniu, a zakończy go w połowie 2014 r. Chińskie władze będą w jedynie ograniczony sposób stymulować gospodarkę. Z kolei w przypadku EBC i Banku Anglii można spodziewać się dalszego łagodzenia polityki pieniężnej.
- Obniżką stóp procentowych o 25 bp w lipcu RPP zakończyła cykl łagodzenia polityki monetarnej. Oczekujemy, że stopy procentowe nie zmienią się w najbliższych kwartałach, a inflacja zacznie powoli rosnąć pozostając jednak poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Naszym zdaniem wzrost gospodarczy będzie stopniowo przyspieszał, ale zbliży się do poziomu potencjalnego w 2014 r.
- W najbliższym czasie rząd ma przedstawić szczegóły dotyczące rewizji budżetu. Na tym etapie wiadomo jednak, że deficyt ma zostać podniesiony o 16 mld zł w stosunku do wcześniejszych planów. Przed końcem sierpnia spodziewana jest także ostateczna decyzja w sprawie zmian w systemie emerytalnym.
- Poprawa bilansu obrotów bieżących oraz lepsze nastroje na zagranicznych rynkach wspierają scenariusz umocnienia złotego w krótkim okresie. Niemniej jednak w średnim terminie złoty ciągle pozostanie pod presją.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

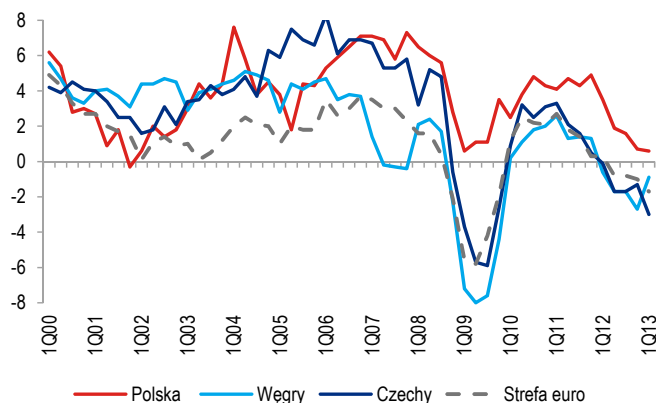
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

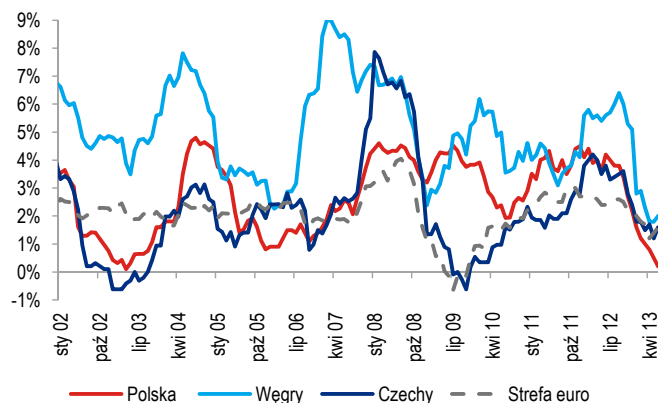
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



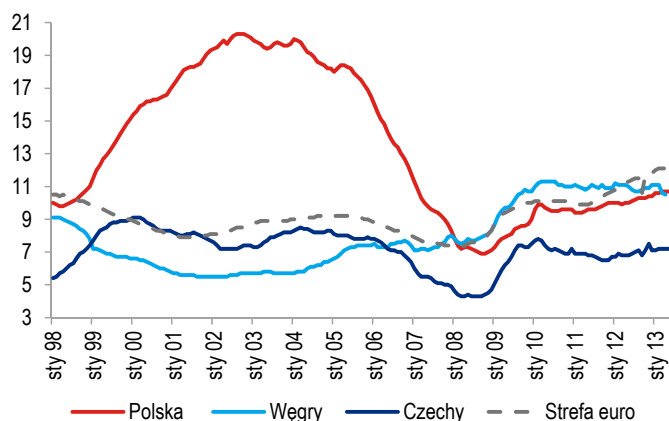
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



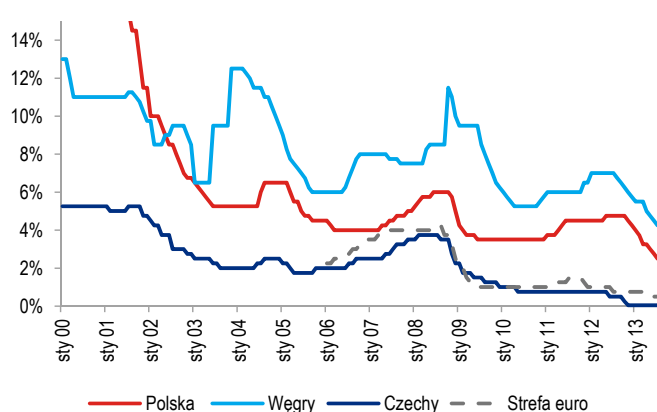
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	2.6	2.2	-2.9	48.3
Węgry	4.3	6.7	-3.0	79.7
Polska	2.4	4.3	-3.9	57.5
Rumunia	4.3	6.3	-2.6	38.6
Kryterium konwergencji	<u>2.6</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

Gorsze prognozy dla krajów EM

- W najnowszej rundzie prognoz analitycy Citi ponownie zrewidowali w dół szacunki wzrostu dla gospodarek wschodzących, a także nieznacznie obniżyli prognozę wzrostu PKB dla gospodarek rozwiniętych. Podniesiono również prognozę wzrostu PKB dla strefy euro, choć wciąż utrzymuje się ona poniżej rynkowego konsensusu. Z kolei prognozy dla Niemiec pozostały bez zmian.
- Fed najprawdopodobniej rozpocznie program redukcji skupu aktywów we wrześniu, a zakończy go w połowie 2014 r. Chińskie władze będą w jedynie ograniczony sposób stymulować gospodarkę. Z kolei w przypadku EBC i banku Anglii można spodziewać się dalszego łagodzenia polityki pieniężnej.

Zdaniem ekonomistów Citi perspektywy wzrostu gospodarki światowej będą kształtować się poniżej długoterminowej średniej. W lipcu prognozy Citi dla światowego PKB na 2013 i 2014 r. zostały zrewidowane w dół odpowiednio do 2,5% i 3,1%. Podobnie jak w ostatnich miesiącach obniżone zostały prognozy wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących, w sumie w ciągu ostatnich czterech miesięcy zostały one zrewidowane o 0,5% dla 2013 r. oraz o 0,4% dla 2014 r. Inaczej jest w przypadku gospodarek rozwiniętych, dla których od końca 2012 prognozy były konsekwentnie podwyższane. W tym miesiącu obniżono prognozy wzrostu gospodarczego dla: Chin, Brazylii, Indonezji, Peru i Turcji. Z kolei w górę zrewidowano szacunki wzrostu w strefie euro. Mimo to prognozy ekonomistów Citi dla strefy euro wciąż kształtują się poniżej rynkowego konsensusu (podobnie jak w przypadku krajów BRIC).

Od kilku lat światowy wzrost gospodarczy i rynki finansowe są wpierane przez ekspansywną politykę monetarną Fed w USA i boom kredytowy w Chinach. Jednak mając na uwadze czynniki wewnętrzne w tych krajach wydaje się, że oba te bodźce pobudzające gospodarkę światową będą stopniowo wygaszane. Najprawdopodobniej niebawem Rezerwa Federalna rozpocznie proces ograniczania skupu aktywów. Program QE3 może zostać zakończony już w połowie 2014 roku, pod warunkiem, że poprawa na amerykańskim rynku pracy okaże się trwała.

W Chinach relacja długu prywatnego do PKB jest obecnie większa niż w USA i strefie euro, wzrosła o przeszło 50 pkt proc. w ciągu zaledwie 4 lat. W tym kontekście wydaje się, że w Chinach obecnie bardziej preferowany jest niższy, choć stabilny wzrost gospodarczy niż wprowadzenie kolejnego bodźca kredytowego, który przywróciłby ponad 8% tempo wzrostu PKB, jednocześnie destabilizując gospodarkę. Oczekujemy, że Chiny będą rosły średnio w tempie 7% w latach 2014-2015 a w kolejnych latach wzrost obniży się poniżej 7%, co będzie ograniczało tempo wzrostu innych gospodarek nastawionych na eksport, szczególnie eksport surowców.

¹ Poniższa sekcja raportu powstała w oparciu o raport GEOS z 17.07.2013. Prognozy dla otoczenia zewnętrznego (rozwinęte oraz rozwijające się rynki, poza Polską) zostały przygotowane przez ekonomistów Citigroup odpowiadających za poszczególne rynki.

Program QE3 Fed prawdopodobnie zakończy się w przyszłym roku, a chińskie władze będą w bardzo ograniczony sposób stymulować gospodarkę. Z drugiej strony EBC i Bank Anglii prawdopodobnie będą szukać sposobów na dalsze złagodzenie polityki monetarnej, m.in. poprzez sygnalizowanie średnioterminowego kierunku polityki pieniężnej (*forward guidance*) – Bank Anglii prawdopodobnie wprowadzi podobny styl komunikacji z rykiem jak Fed na sierpniowym posiedzeniu, a EBC ponownie obniży stopy procentowe w dalszej części roku.

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

	PKB			CPI			Saldo budżetu		
	2012	2013P	2014P	2012	2013P	2014P	2012	2013P	2014P
Świat	2.5	2.5	3.1	2.9	3.0	3.2	-4.4	-3.9	-3.3
Kraje rozwinięte	1.2	1.0	1.8	1.8	1.2	1.6	-6.1	-4.9	-3.7
USA	2.2	1.6	2.9	1.8	1.1	1.9	-8.3	-6.0	-4.5
Japonia	1.9	2.2	2.0	0.0	0.0	1.9	-10.7	-9.8	-8.0
Strefa euro	-0.5	-0.7	0.2	2.5	1.5	1.3	-3.7	-3.0	-2.3
Niemcy	0.9	0.3	1.5	2.0	1.5	2.2	0.2	-0.5	0.1
Francja	0.0	-0.2	0.5	2.2	1.0	1.6	-4.8	-3.9	-3.6
Włochy	-2.4	-2.0	-0.6	3.3	1.5	1.3	-3.0	-3.5	-3.2
Hiszpania	-1.4	-1.7	-0.9	2.4	1.7	0.9	-10.6	-6.5	-6.0
Grecja	-6.4	-5.0	-4.3	1.0	-0.4	-0.9	-10.0	-5.5	-4.9
Portugalia	-3.2	-3.0	-1.4	2.8	0.8	0.3	-6.4	-6.0	-5.7
Kraje rozwijające się	4.7	4.7	5.1	4.6	4.7	4.7	-1.7	-2.4	-2.6
Chiny	7.8	7.4	7.1	2.6	2.7	3.0	-2.0	-2.0	-2.0
Czechy	-1.2	-0.8	1.3	3.3	1.6	1.4	-4.4	-2.8	-2.9
Węgry	-1.7	0.6	1.4	5.7	2.1	2.6	-1.9	-2.8	-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	6.9	5.4	-0.7	-2.0	-4.1
Turcja	2.2	3.5	4.0	8.9	7.3	7.3	-2.0	-2.2	-2.7

Źródło: Prognozy Citi Research.

Gospodarka w skrócie²

Wyższy deficyt zamiast obniżek stóp

- Obniżką stóp procentowych o 25 bp w lipcu RPP zakończyła cykl łagodzenia polityki monetarnej. Oczekujemy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w najbliższych kwartałach, a inflacja zacznie powoli rosnąć pozostając jednak poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Naszym zdaniem wzrost gospodarczy będzie stopniowo przyspieszał, ale zbliży się do tempa potencjalnego w 2014 r.
- W najbliższym czasie rząd ma przedstawić szczegóły dotyczące rewizji budżetu. Na tym etapie wiadomo jednak, że deficyt ma zostać podniesiony o 16 mld zł w stosunku do wcześniejszych planów. Przed końcem sierpnia spodziewana jest także ostateczna decyzja w sprawie zmian w systemie emerytalnym.
- Poprawa bilansu obrotów bieżących oraz lepsze nastroje na zagranicznych rynkach wspierają scenariusz umocnienia złotego w krótkim okresie. Nie mniej jednak w średnim terminie złoty ciągle pozostanie pod presją.

Oczekiwanie stopniowej poprawy koniunktury

Naszym zdaniem po tym jak wzrost gospodarczy osiągnął minimum na poziomie 0,5% w I kw. 2013 w nadchodzących kwartałach dojdzie do stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej.

Dane za ostatnie miesiące potwierdzają, że sytuacja w przemyśle jest wciąż nienajlepsza, choć ostatnie dane zaskoczyły dosyć pozytywnie. Po kilku miesiącach wahań tempa wzrostu produkcji wokół zera, w czerwcu wzrost w przemyśle przyspieszył do 3% r/r, a pozytywną niespodzianką był także wzrost produkcji po eliminacji efektu liczby dni roboczych o 4,5% r/r, po kilku miesiącach spadków w ujęciu rocznym. Sytuacja w sektorze budowlanym jest wyraźnie słabsza niż w przemyśle i gorsza niż oczekiwano na początku roku, choć i w tym przypadku ostatnie dane za czerwiec zaskoczyły pozytywnie (spadek o 18,3 %r/r wobec -27,5% r/r w maju). Jednocześnie wciąż nienajlepsze warunki panują na rynku pracy. Nominalne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w czerwcu jedynie o 1,4% r/r. W tym samym okresie zatrudnienie zmalało o 0,8% r/r. Co prawda dzięki spadkowi inflacji do bardzo niskich poziomów (0,2% r/r w czerwcu) realny wzrost płac nieco przyspieszył w II kwartale. Jednak przełożyło się to jedynie na minimalne przyspieszenie realnego wzrostu sprzedaży detalicznej.

Na prawdopodobny wzrost aktywności w przemyśle w kolejnych miesiącach wskazuje indeks PMI, który wzrósł w lipcu do 49,3 pkt, w wyniku poprawy w zakresie nowych zamówień, a szczególnie nowych zamówień eksportowych (wartość sub-indeksu wzrosła powyżej 50 pkt po raz pierwszy od przełomu 2011/2012). Z kolei zanotowane załamanie produkcji budowlano-montażowej w znacznej mierze wynika z efektu bazy z I-go półrocza 2012 r. Utwierdza to nas w przekonaniu, że skala spadku

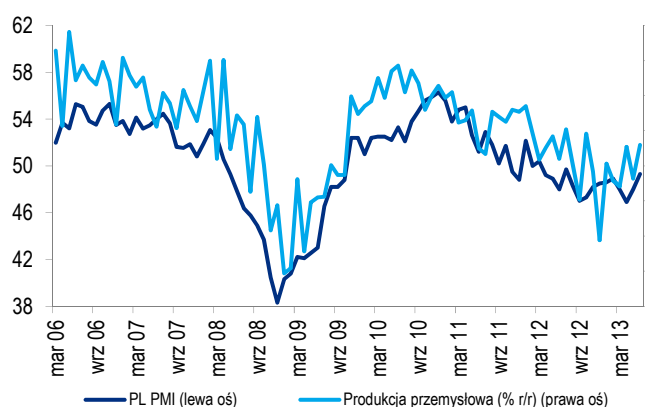
² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 22.07.2013.

produkcji budowlanej zmniejszy się w II połowie 2013 r., choć wzrostu produkcji budowlanej oczekujemy dopiero na przełomie roku.

Poprawa na rynku pracy w dalszej części roku

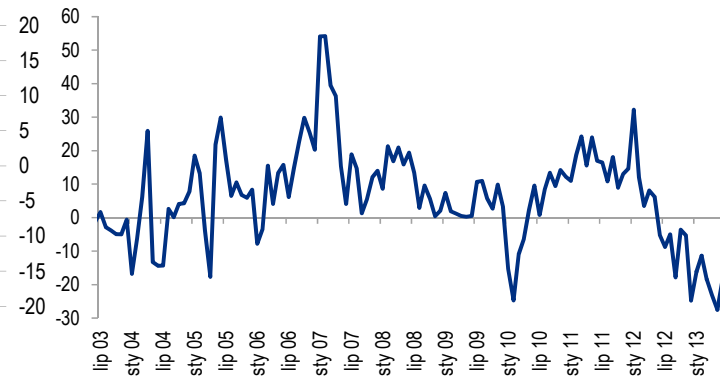
Naszym zadaniem upłyne też jeszcze trochę czasu zanim nastąpi widoczna i trwała poprawa na rynku pracy. Po stabilizacji w najbliższym czasie oczekujemy polepszenia nastrojów na rynku pracy dopiero pod koniec roku. Według kwartalnej ankiety NBP przeprowadzanej wśród firm, wzrósł odsetek przedsiębiorstw planujących zwiększenie zatrudnienia przy jednoczesnym spadku udziału tych, które myślą o zwolnieniach. Niemniej jednak proces strukturalnego dostosowania w budownictwie pozostaje największą przeszkodą stojącą na drodze odbicia w zatrudnieniu. Badanie NBP pokazało także, że w krótkim okresie wzrost płac pozostanie pod kontrolą i będzie wolniejszy niż wzrost produktywności. Naszym zdaniem poprawi to pozycję konkurencyjną eksporterów przekładając się na przyspieszenie dynamiki PKB w przyszłym roku.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa i PMI



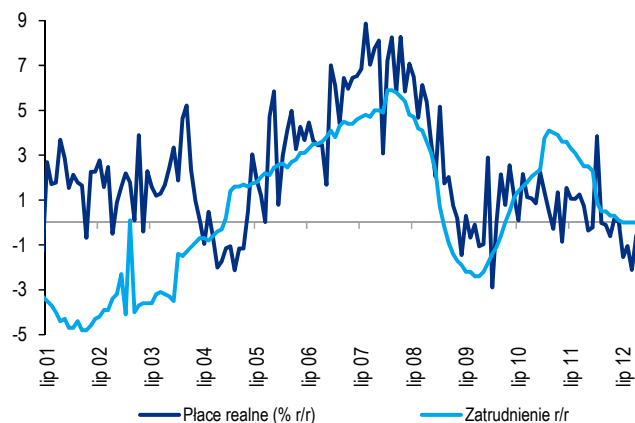
Źródło: GUS, Reuters, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja budowlana.



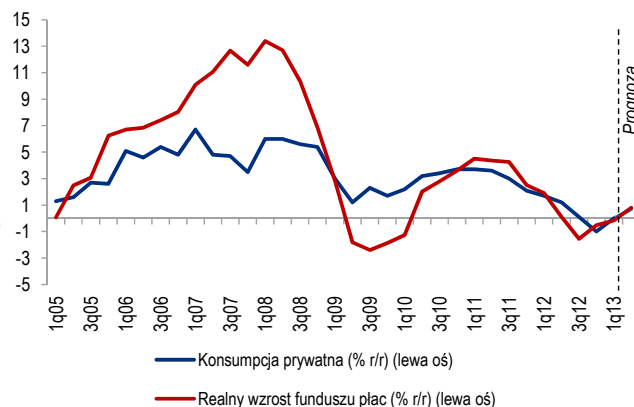
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 7. Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Realny fundusz płac i konsumpcja prywatna



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wierzmy, że niska inflacja i złagodzenie kryteriów kredytowych przez KNF przełoży się na pobudzenie konsumpcji prywatnej. Sądymy, że na skutek obniżki stóp procentowych o 225 punktów bazowych dynamika wzrostu gospodarczego może zyskać 0,4-0,8 punktu procentowego. Zgodnie z naszymi prognozami wzrost PKB może być większy o dodatkowe 0,3 punktu procentowego w rezultacie oddziaływania bodźców

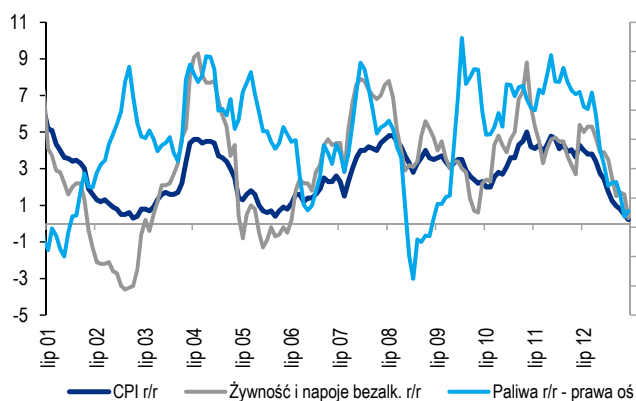
fiskalnych, które mogą się pojawić po rewizji budżetu. Ten wzrost może okazać się jeszcze większy, jeżeli rząd zdecyduje się na dodatkowe zwiększenie wydatków przed wyborami w 2014 r.

W II kwartale wciąż oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB do 0,9% r/r z 0,5% r/r, a ryzyka w dół dla naszej prognozy płynące ze słabych danych o produkcji budowlanej niwelują dane o bilansie handlowym, które pokazują znacznie lepsze saldo eksportu netto niż wcześniej oczekiwano. Jednocześnie zakładamy stopniowe przyspieszenie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach do 2% r/r w IV kw., głównie za sprawą ożywienia w konsumpcji prywatnej oraz coraz mniejszej skali spadku inwestycji. W całym roku wciąż oczekujemy spowolnienia wzrostu gospodarczego do 1,3% r/r.

Inflacja pozostanie poniżej celu inflacyjnego

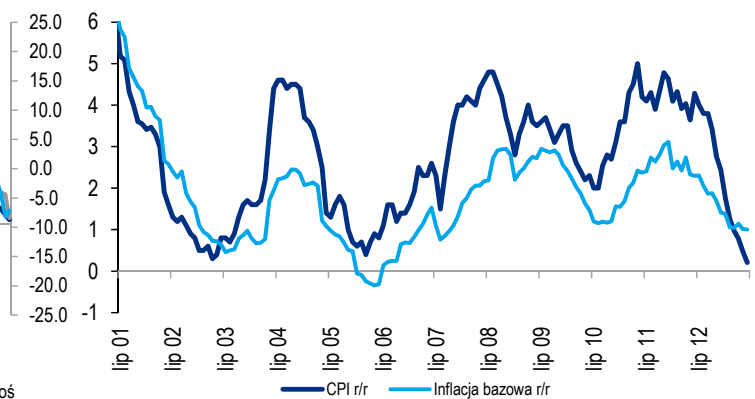
Po spadku inflacji do rekordowo niskiego poziomu w czerwcu (tj. 0,2% r/r) w kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji do poziomu 1% na koniec roku. Presja inflacyjna pozostaje niska, dlatego inflacja bazowa pozostanie stłumiona. Niemniej jednak oddziaływanie zestawu czynników takich jak efekt bazy, osłabienie złotego oraz wyższe ceny paliw powinno doprowadzić do wzrostu wskaźnika CPI przed końcem 2013 r. W tym kontekście oczekujemy, że CPI osiągnie poziom 0,8-1,0% w grudniu 2013 oraz będzie wciąż rósł w 2014 r. Zgodnie z naszymi prognozami inflacja zbliży do celu inflacyjnego 2,5% w sierpniu 2014 r., choć w naszej opinii w całym 2014 r. inflacja ukształtuje się na poziomie ok. 2%.

Wykres 9. Inflacja i główne składowe



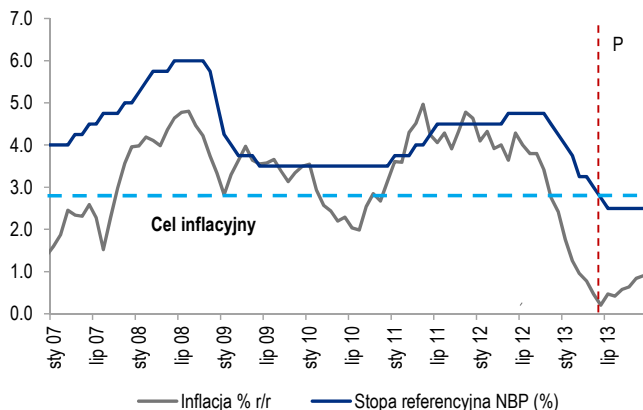
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Inflacja i inflacja bazowa



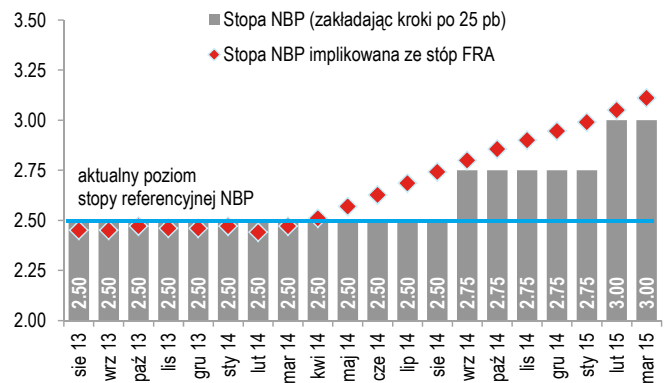
Źródło: NBP GUS, Citi Handlowy.

Wykres 11. Prognoza inflacji i stopy referencyjnej



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 12. Implikowana stopa NBP ze stawek FRA



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej

W lipcu RPP obniżyła stopy procentowe o 25 punktów bazowych i jednocześnie ogłosiła koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Mimo, że najnowsza projekcja NBP dotycząca zarówno wzrostu gospodarczego i inflacji została zrewidowana w dół, RPP zmieniła nieformalne nastawienie na neutralne. Decyzja o zakończeniu cyklu obniżek uzyskała poparcie najbardziej gołębih członków Rady, którzy w czasie poprzedniego posiedzenia Rady widzieli jeszcze pewną przestrzeń do dalszego rozluźnienia polityki monetarnej. Pomimo notowanych obecnie słabych odczytów wskaźników gospodarczych, co mogłoby potencjalnie uzasadniać dalsze obniżki stóp procentowych, Rada oczekuje stopniowego przyspieszenia wzrostu gospodarczego i inflacji w II połowie roku. Z drugiej strony Rada ma ciągle na uwadze ryzyko osłabienia złotego w sytuacji, w której zrealizowałby się scenariusz wyprzedaży aktywów na rynkach wschodzących na skutek wycofywania się Fed z programu skupu aktywów „QE3”. Mając na uwadze powyższe czynniki oraz stanowczy ton komunikatu po lipcowych obradach RPP, sądzimy, że członkowie Rady będą zdeterminowani, aby utrzymać bieżący poziom stóp (o ile nie dojdzie do znaczącego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego oraz dalszego istotnego spadku inflacji). Oczekujemy, że stopy pozostaną na niezmiennym poziomie w najbliższych kilku kwartałach. Naszym zdaniem pierwszy ruch stóp procentowych w górę może mieć miejsce w II połowie 2014 r lub później. Fakt, że zapowiedziana rewizja budżetu może być w pewnej mierze postrzegana, jako substytut rozluźnienia monetarnego, wzmacnia nasze przekonanie, że Rada utrzyma swoje neutralne nastawienie i nie będzie dokonywać dalszych obniżek stóp procentowych.

Rewizja budżetu i zmiany w systemie emerytalnym

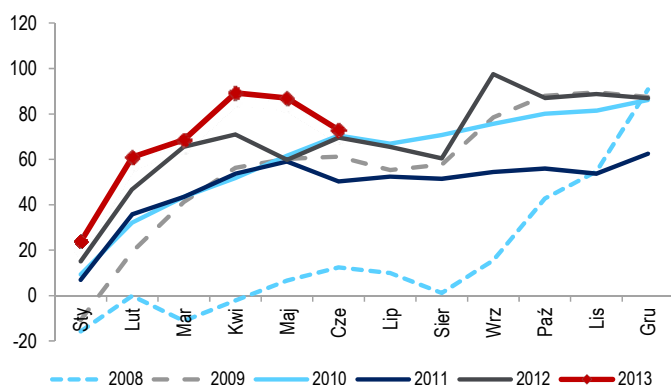
Premier Donald Tusk zapowiedział rewizję deficytu budżetowego na rok bieżący o dodatkowe 16 mld PLN, tj. ok 1% PKB (z poziomu 35,6 mld). Rząd zdecydował, że niedobór dochodów szacowany na ok. 24 mld zł zostanie tylko częściowo skompensowany po przez redukcję wydatków.

Dla przeprowadzenia procedury rewizji budżetu konieczna jest zmiana zapisów w Ustawie o finansach publicznych, które zakazują zwiększenia relacji deficytu do dochodów w sytuacji, kiedy dług publiczny przekracza poziom 50% PKB. Minister Finansów zapowiedział, że sankcje

za przekroczenie przez dług publiczny progu na poziomie 50% PKB zostaną zawieszane w latach 2013-2014. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami rząd zamierza również wprowadzić nową regułę fiskalną, która zakłada, że wzrost wydatków publicznych będzie uzależniony od średnioterminowego tempa wzrostu PKB. Pozytywnie oceniamy zaproponowany mechanizm regulacji tempa wzrostu wydatków budżetowych i uważamy, że daje on rządowi szersze pole manewru przy prowadzeniu elastycznej i antycyklicznej polityki fiskalnej.

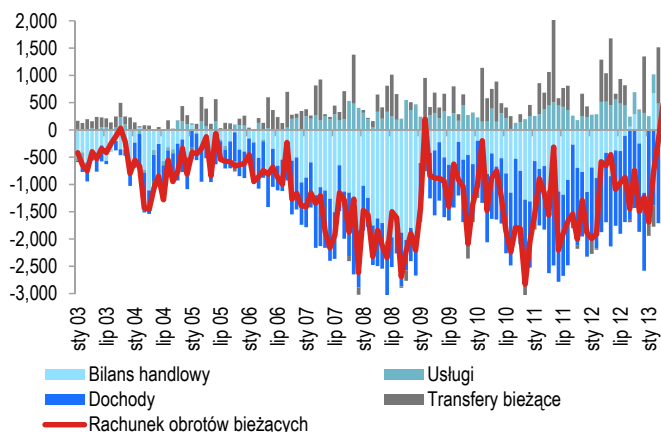
Naszym zdaniem, rewizja budżetu może przyspieszyć wzrost gospodarczy o ok 0,3 pkt. proc. w porównaniu do scenariusza bez rewizji.

Wykres 13. Realizacja deficytu budżetowego (% rocznego planu)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 14. Bilans obrotów bieżących (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

Majowy odczyt bilansu obrotów bieżących na poziomie 574 mln EUR był mniejszy niż rekordowe 714 mln EUR (po rewizji z poziomu ok. 0,5 mld EUR) odnotowane w kwietniu, ale saldo było znacznie wyższe od oczekiwań. Mimo pogorszenia bilansu handlowego (spadek z 581 mln EUR w kwietniu do 113 mln EUR w maju), mniejszej nadwyżki w usługach oraz transferach bilans obrotów bieżących pogorszył się nieznacznie za sprawą dużej niespodzianki na rachunku dochodów. Deficyt w dochodach w maju obniżył się do 0,8 mld EUR z 1,2 mld EUR w kwietniu głównie za sprawą dużych przychodów. Sądzymy, że ograniczenie deficytu na rachunku dochodów w maju może mieć charakter tymczasowy i oczekujemy jego pogorszenia w kolejnych miesiącach.

Dwunastomiesięczny skumulowany deficyt obrotów bieżących pozostanie na niskim poziomie w II połowie 2013 r., co w naszej opinii będzie ograniczało zmienność złotego. Po maju dwunastomiesięczny skumulowany deficyt obrotów bieżących spadł do poziomu ok. 2,2% PKB (w porównaniu do 3,5% PKB w grudniu 2012), a na koniec roku najprawdopodobniej utrzyma się poniżej 3% PKB. Deficyt obrotów bieżących jest całkowicie i w coraz większym stopniu pokrywany przez napływ kapitału długoterminowego, co wraz z obniżeniem się deficytu w relacji do PKB zmniejsza zależność złotego od wahań nastrojów inwestorów krótkoterminowych.

Złoty pozostanie pod presją w średnim terminie

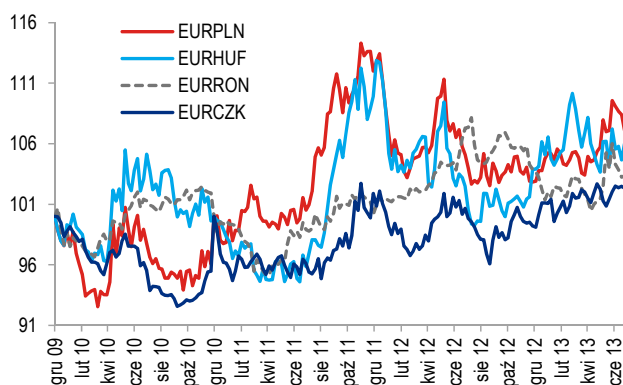
Oczekujemy pewnej stabilizacji złotego w krótkim okresie, ale w średnim terminie polska waluta może znów znaleźć się pod presją. Naszym zadaniem wciąż istnieje pewna przestrzeń do umocnienia złotego. W najbliższym czasie złoty będzie wspierany przez zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych i poprawę salda na rachunku obrotów bieżących, a także poprawę nastrojów na rynkach międzynarodowych w reakcji na uspokajające słowa Bena Bernanke. Jednakże na skutek utrzymującej się ujemnej luki popytowej, oczekiwanego umocnienia dolara w dalszej części roku oraz prawdopodobnego wzrostu premii za ryzyko na rynkach wschodzących złoty może ponownie znaleźć się pod presją. Pewne osłabienie złotego byłoby akceptowalne dla banku centralnego z punktu widzenia utrzymującej się zbyt niskiej inflacji. Niemniej jednak skala i tempo potencjalnego osłabienia będą raczej ograniczone z uwagi na możliwe interwencje Ministerstwa Finansów i NBP.

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

	19/07*	III kw 13	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14	III kw 14	IV kw 14	I kw 15
EURUSD	1,3142	1,30	1,29	1,28	1,29	1,31	1,32	1,33
USDJPY	100,64	100	105	109	110	110	110	110
EURCHF	1,2364	1,25	1,25	1,25	1,26	1,27	1,28	1,29
EURGBP	0,8601	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,87	0,87
EURPLN	4,2330	4,31	4,33	4,35	4,29	4,22	4,15	4,08
EURHUF	295,66	300	300	300	298	296	294	292
EURCZK	25,926	26,00	26,00	26,00	25,71	25,36	25,02	24,68

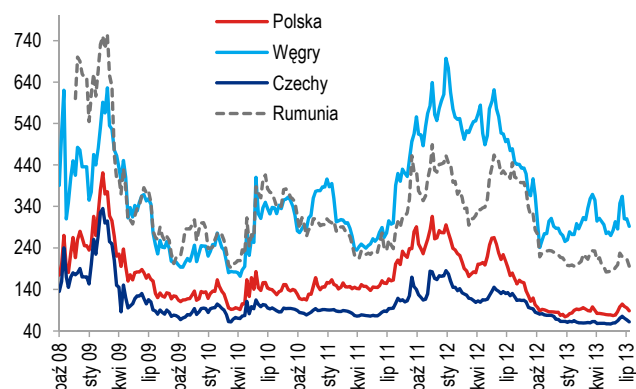
Źródło: Reuters, Prognozy Citi Research. * kurs zamknięcia według Reuters

Wykres 15. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



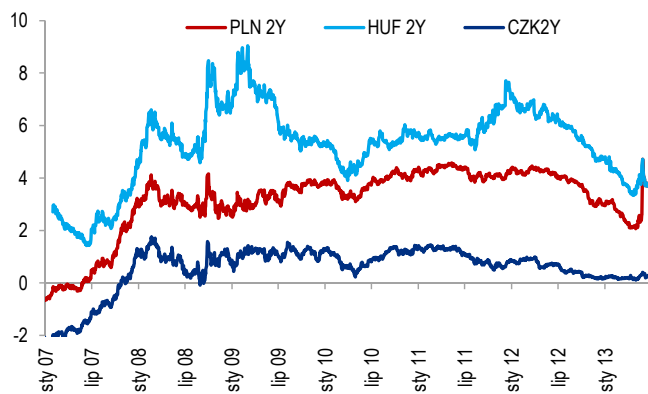
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Stawki CDS (5-letnie)



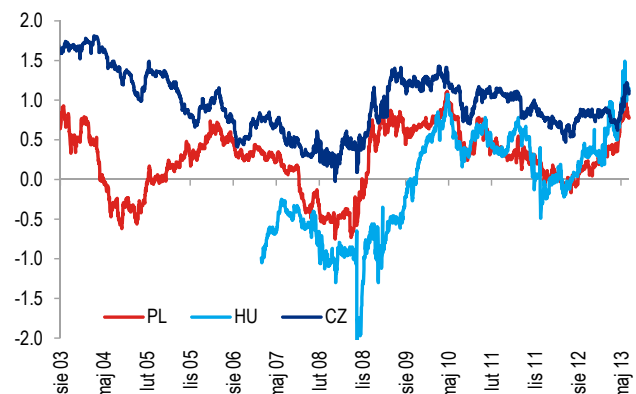
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012						2013						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1.2	5.4	0.5	-5.2	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	-2.9	2.7	-1.8	3.0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-2.0	-2.1	-0.7	6.1	7.8	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	9.3	-2.3	-0.7	2.8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	1.8	6.0	0.7	-5.6	4.6	-1.1	-12.2	-0.4	-1.9	-3.3	2.9	-2.0	3.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-5.2	-8.7	-5.0	-17.8	-3.6	-5.3	-24.8	-16.1	-11.4	-18.5	-23.1	-27.5	-18.3
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	6.4	6.9	5.8	3.1	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	0.1	-0.2	0.5	-
Stopa bezrobocia (%)	12.4	12.3	12.4	12.4	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	14.3	14.0	13.5	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.3	4.0	3.8	3.8	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	1.0	0.8	0.5	0.2
Inflacja (% m/m)	0.2	-0.5	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.4	-0.1	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4.4	3.6	3.0	1.8	1.0	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	-0.7	-2.0	-2.5	-1.5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.5	-0.4	0.0	0.5	-0.7	-0.2	-0.6	0.1	0.3	-0.3	-0.6	0.1	0.5
Plące - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	4.3	2.4	2.7	1.6	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	1.6	3.0	2.3	1.4
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,092	-973	-868	-1,448	-729	-1,478	-1,120	-1,335	-620	-104	714	574	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.6	-4.4	-4.2	-4.1	-3.7	-3.7	-3.5	-3.4	-3.1	-3.0	-2.8	-2.2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-372	-389	-109	57	286	-249	-1154	-108	452	-484	581	113	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	11,891	12,219	12,085	12,707	14,426	13,192	10,441	12,079	12,334	12,600	13,322	12,385	-
Eksport (% r/r)	0.6	10.9	4.8	0.7	17.7	9.2	-2.1	6.4	5.3	-1.2	12.7	3.0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,263	12,608	12,194	12,650	14,140	13,441	11,595	12,187	11,882	13,084	12,741	12,272	-
Import (% r/r)	-5.3	3.3	-2.1	-1.8	9.2	4.6	-1.8	1.2	-5.7	-1.6	4.1	-4.6	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11.0	11.0	9.8	7.6	8.0	5.7	4.5	4.4	5.5	5.3	7.4	6.5	7.1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	13.1	12.4	11.9	10.3	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	9.2	8.9	7.7	7.6
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.4	4.1	2.0	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6	-6.7	-5.7	-0.8	2.8	2.1	4.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	7.5	3.6	3.5	1.2	1.8	-0.2	0.2	2.0	2.7	2.6	2.0	0.9	2.4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.1	10.7	10.6	7.7	6.5	2.8	1.4	2.5	2.9	1.8	1.5	-0.1	2.2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25	3.25	3.00	2.75
WIBOR 3M (średnio)	4.91	4.91	4.90	4.90	4.83	4.62	4.35	4.13	3.86	3.48	3.32	2.86	2.90
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.91	4.91	4.90	4.89	4.78	4.51	4.22	4.03	3.81	3.39	3.25	3.01	2.78
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.80	4.55	4.12	4.01	3.61	3.06	3.06	3.41	3.46	3.16	2.68	2.69	2.81
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.63	4.21	4.09	4.05	3.91	3.40	3.15	3.25	3.48	3.15	2.62	2.73	3.08
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.15	4.90	4.86	4.71	4.60	4.03	3.74	3.92	3.98	3.93	3.28	3.59	4.37
EUR/PLN (koniec okresu)	4.26	4.11	4.18	4.15	4.15	4.11	4.07	4.19	4.17	4.18	4.14	4.33	4.32
USD/PLN (koniec okresu)	3.39	3.34	3.34	3.22	3.21	3.16	3.08	3.09	3.18	3.26	3.17	3.27	3.32
EUR/USD (koniec okresu)	1.26	1.23	1.25	1.29	1.29	1.30	1.32	1.36	1.31	1.28	1.31	1.32	1.30
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	24.3	22.9	21.1	34.1	30.5	31.1	30.4	8.4	21.7	24.4	31.7	30.9	26.0
Def. budżetowy kum. (% planu)	69.6	65.5	60.4	97.5	87.0%	88.8%	86.9%	23.7%	60.9%	68.6%	89.3%	87.0%	73.0%

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	493	526
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	12,805	13,656
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, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	0.0	0.0	2.4	1.0	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	2.67	3.62
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.36	3.14
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.24	3.30
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.33	4.15
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.23	4.28
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	-3.6
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	37.2

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	-3.6	-3.8	-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	3.36	3.14	3.20	3.12
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.24	3.30	3.17	3.16
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.33	4.15	4.00	3.96
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.23	4.28	4.08	3.98

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.
