

CitiMonthly - Polska

W skrócie

- W tym miesiącu przedstawiamy scenariusz dla światowej gospodarki na 2013 r. oraz perspektywy sytuacji gospodarczej w kraju.
- Oczekujemy kontynuacji recesji w strefie euro w 2013 i 2014 r. oraz kontynuacji procesu oddłużania sektora prywatnego, a w Stanach Zjednoczonych stosunkowo umiarkowanego wyhamowania wzrostu gospodarczego za sprawą zacieśnienia fiskalnego.
- Ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro zmniejszyło się, ale Citi wciąż przypisuje temu scenariuszowi 60% prawdopodobieństwo. Ponadto spodziewamy się serii restrukturyzacji długu innych krajów peryferyjnych oraz obniżek ratingów kredytowych wielu państw rozwiniętych w najbliższych latach.
- W krajach wschodzących Citi oczekuje przyspieszenia wzrostu gospodarczego w 2013 r. do 5,3% r/r z 4,7% r/r w 2012 r. Ponadto Citi zakłada, że w 2013 r. utrzyma się napływ kapitału do gospodarek wschodzących w związku z polityką bardzo niskich stóp procentowych prowadzonej przez główne banki centralne, co z jednej strony będzie pożądane z punktu widzenia pogarszających się bilansów handlowych, ale będzie niepożądane z uwagi na presję na aprecjację walut.
- W Polsce oczekujemy kontynuacji spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2013 r. przede wszystkim w wyniku osłabienia popytu krajowego. W takim środowisku presja inflacyjna najprawdopodobniej zaniknie, a cel inflacyjne zostanie osiągnięty na początku 2013 r.
- Spodziewamy się kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej w 2013 r. Naszym zdaniem stopa referencyjna zostanie obniżona do rekordowo niskiego poziomu 3,25%, a pozycja fiskalna będzie pod negatywną presją ze strony pogarszających się wyników gospodarki oraz przychodów podatkowych.
- Wciąż dostrzegamy przestrzeń do osłabienia waluty biorąc pod uwagę skalę oczekiwanego wyhamowania wzrostu gospodarczego. Jednocześnie oczekujemy, że większa niż wcześniej zakładaliśmy skala poluzowania polityki pieniężnej oraz większe ryzyko pogorszenia wskaźników fiskalnych doprowadzą do wystromienia krzywej rentowności w przyszłym roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

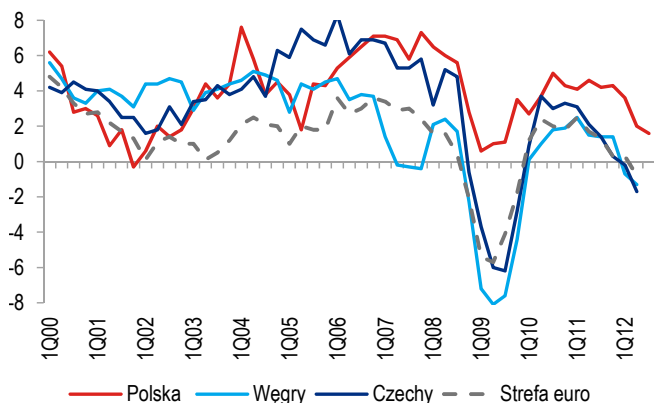
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

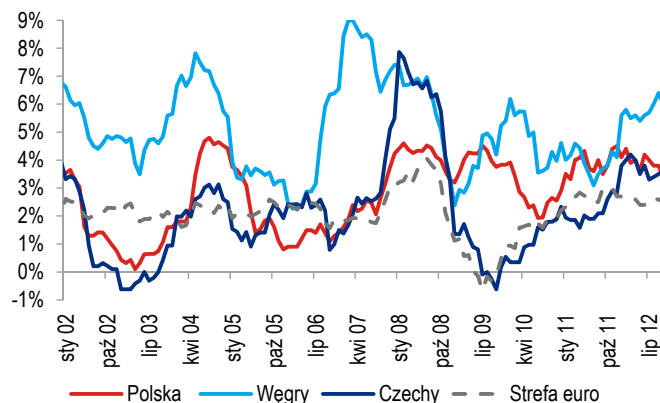
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



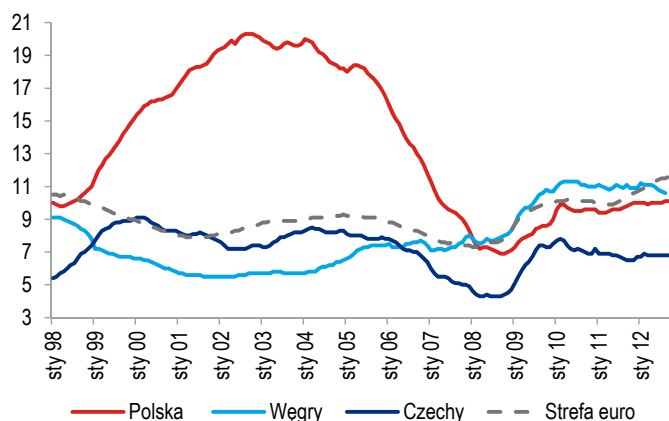
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



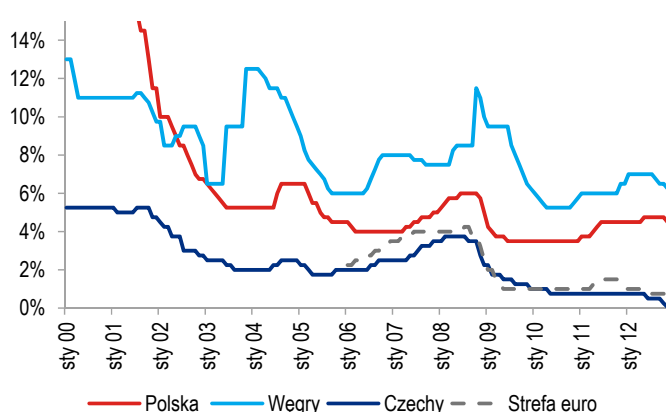
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	3.5	3.2	-3.4	46.9
Węgry	5.3	8.3	-2.9	77.1
Polska	4.1	5.4	-3.1	55.8
Rumunia	3.1	6.9	-2.4	34.8
Kryterium konwergencji	3.0	3.7	-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

Bez przełomu w strefie euro

- Oczekujemy kontynuacji recesji w strefie euro w 2013 i 2014 r. oraz kontynuacji procesu oddłużania sektora prywatnego przy stosunkowo wysokim wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych.
- Zakładamy, że ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro zmniejszyło się, ale Citi wciąż przypisuje temu scenariuszowi prawdopodobieństwo 60%. Ponadto spodziewamy się serii restrukturyzacji zadłużenia innych krajów peryferyjnych oraz obniżek ratingów kredytowych wielu państw rozwiniętych w najbliższych latach.
- W krajach wschodzących Citi oczekuje przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 5,3% r/r z 4,7% r/r w 2012 r. Ponadto Citi zakłada, że w 2013 r. utrzyma się napływ kapitału do gospodarek wschodzących w związku z polityką bardzo niskich stóp procentowych prowadzonej przez główne banki centralne.

Recesja w strefie euro potrwa dłużej

Chociaż globalny kryzys w latach 2007-2009 dotknął zarówno Stany Zjednoczone, jak i Europę, spodziewamy się, że ścieżka ożywienia w tych dwóch regionach będzie się istotnie różnić. Naszym zdaniem będzie to odzwierciedleniem odmiennego sposobu prowadzenia polityki gospodarczej w odpowiedzi na proces „delewarowania”, różnic po stronie podaży oraz dostępności energii.

W 2012 roku realne tempo wzrostu w Stanach okazało się prawdopodobnie o 2,75% wyższe niż w strefie euro i była to największa różnica od 1993. Oczekujemy, że podobna różnica w tempie wzrostu utrzyma się również w najbliższych latach. Naszym zdaniem dzięki poprawiającym się bilansom sektora prywatnego oraz spadającym kosztom pracy, amerykański wzrost gospodarczy powinien pod koniec 2013 roku przejść do fazy ponad trzyprocentowego wzrostu (o ile zacieśnienie fiskalne będzie stopniowe). Dla porównania, w strefie euro spodziewamy się dalszej recesji w 2013 oraz 2014 i przedłużającego się słabego wzrostu w kolejnych latach.

Powyższy scenariusz zakłada dalsze napięcia w sektorze finansowym, wyjście Grecji ze strefy euro (Grexit) oraz rozłożoną na lata serię restrukturyzacji zadłużenia kilku krajów. Europejskie gospodarki wciąż posiadają potencjał by rosnąć, jednak oczekujemy, że proces oddłużania sektora prywatnego, osłabiony sektor bankowy, wczesne zacieśnienie fiskalne i napięcia w sektorze finansowym (wynikające z niedoskonałości struktur UGW) będą przez dłuższy okres ograniczać popyt. Prognozy Citi dotyczące wzrostu gospodarczego na świecie znajdują się w Tabeli 2.

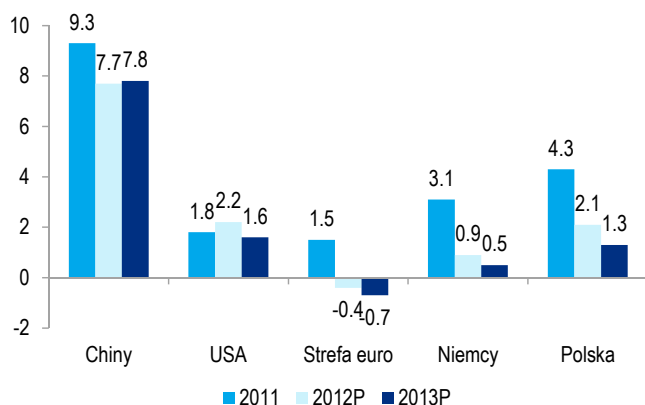
¹ Poniższa sekcja raportu powstała w oparciu o „GEOS - Prospects for Economies and Financial Markets in 2013 and Beyond” (26.11.2012) oraz „EMMSO - Prospects for 2013” (29.11.2012).

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	3.1	2.9	2.8	3.0	-4.5	-3.8	-3.2
USA	2.2	1.6	3.0	1.8	1.9	2.0	-8.3	-7.0	-5.0
Japonia	1.6	0.7	0.7	0.0	-0.3	1.6	-10.7	-8.1	-6.6
Australia	3.7	3.1	3.1	1.9	2.9	2.7	-3.0	0.1	0.1
strefa euro	-0.4	-0.7	-0.4	2.6	2.0	1.5	-3.3	-2.9	-2.4
Niemcy	0.9	0.5	0.3	2.0	1.9	2.5	0.0	-0.3	-0.5
Francja	0.1	-0.2	0.2	2.3	1.5	1.8	-4.3	-3.7	-3.0
Włochy	-2.1	-1.2	-1.5	3.3	1.8	1.2	-3.0	-2.6	-2.6
Hiszpania	-1.5	-2.4	-1.9	2.4	1.9	0.4	-8.2	-6.4	-5.8
Irlandia	-0.1	4.0	1.0	1.7	1.2	1.4	-8.3	-7.9	-5.5
Portugalia	-3.3	-4.6	-2.4	2.8	1.7	0.9	-5.0	-5.0	-4.3
Grecja	-7.2	-7.4	-11.8	1.0	0.3	16.7	-8.0	-6.7	-1.5
Szwecja	1.0	1.6	2.3	0.9	0.6	1.7	0.3	-0.9	-0.3
Szwajcaria	1.1	0.9	0.6	-0.7	-1.4	-0.9	0.6	0.4	0.3
Wlk. Brytania	-0.1	0.8	1.0	2.8	2.5	2.1	-5.9	-5.0	-5.9
Chiny	7.7	7.8	7.3	2.7	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.	2.3	3.4	4.0	2.3	2.7	3.1	0.8	1.3	1.6
Czechy	-1.2	0.0	0.9	3.3	2.4	1.0	-3.2	-3.2	-2.7
Węgry	-1.3	0.3	1.3	5.8	4.8	3.9	-2.8	-2.9	-3.2
Polska	2.1	1.3	2.8	3.7	2.2	2.4	-3.5	-3.5	-2.8
Rumunia	0.8	1.7	2.8	3.4	4.8	3.5	-2.4	-2.2	-2.5
Rosja	3.6	3.2	3.8	5.1	6.8	5.8	-0.1	-1.2	-2.4
Turcja	2.8	4.0	4.3	9.2	7.3	6.3	-2.5	-2.7	-2.7
Brazylia	1.4	3.9	4.0	5.4	5.3	5.4	-2.6	-2.4	-2.1
Meksyk	3.9	3.6	3.8	4.2	4.1	3.6	-2.2	-2.1	-2.0

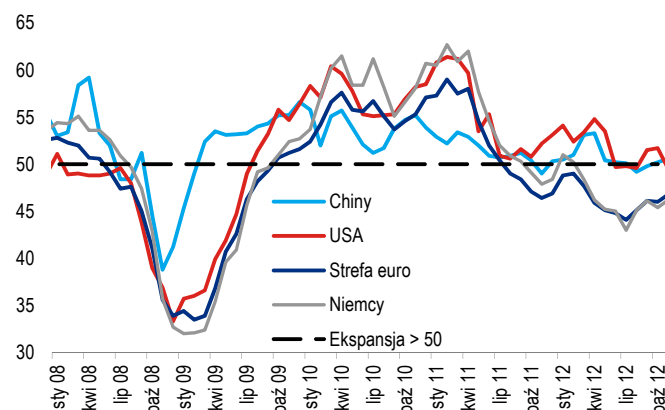
Źródło: Prognozy Citi Research.

Wykres 5. Wzrost PKB w wybranych gospodarkach (prognozy na lata 2012-2013)



Źródło: Prognozy Citi Research.

Wykres 6. Indeks aktywności w przemyśle (PMI / ISM) w czołowych gospodarkach



Źródło: Bloomberg.

Pod koniec 2012 roku dynamika wskaźników fiskalnych krajów peryferyjnych strefy euro (Grecja, Irlandia, Portugalia, Hiszpania, Włochy, Cypr oraz Słowenia) wydaje się nie do utrzymania w dłuższym horyzoncie, i to pomimo wprowadzanych pakietów oszczędnościowych. Kraje te borykają się bowiem z niskim wzrostem lub recesją, słabą - choć poprawiającą się - konkurencyjnością oraz rosnącym zmęczeniem społeczeństw ciągłym zacieśnieniem fiskalnym.

Naszym zdaniem odpowiedzią na te problemy będzie mieszanka rzeczywistych działań z dziedziny polityki gospodarczej oraz innowacji o charakterze instytucjonalnym. Analitycy Citi uważają, że częściowa integracja fiskalna oraz unia bankowa nie wystarczą, aby w pełni wyeliminować finansowe oraz fiskalne nierównowagi w strefie euro. Na razie szefowie rządów strefy euro podtrzymują stanowisko, że sytuacja Grecji ma wyjątkowy charakter i że restrukturyzacja długu publicznego w innych krajach nie jest ani potrzebna ani wskazana. Spodziewamy się, że chęć ograniczenia ekspozycji na ryzyko krajów peryferyjnych oraz/lub żądania ograniczenia zadłużenia krajów peryferyjnych przyczynią się z czasem do zmiany tego stanowiska. Dlatego spodziewamy się, że do 2017 roku dojdzie do pewnej formy restrukturyzacji długu przynajmniej kilku krajów (Grecja, Irlandia, Portugalia, Hiszpania, Włochy). Naszym zdaniem w 2013 roku, powaga sytuacji fiskalnej w Portugalii stanie się bardziej widoczna. Włochy oraz Hiszpania mogą sięgnąć po programy pomocowe dla rządów. W naszej ocenie restrukturyzacja greckiego długu wydaje się nieunikniona niezależnie od tego, czy Grecja pozostanie w strefie euro, czy też ją opuści (bazowy scenariusz Citi przypisuje scenariuszowi Grexit 60% prawdopodobieństwo w ciągu 12-18 miesięcy).

Przyspieszenie w gospodarkach wschodzących

W krajach wschodzących Citi oczekuje przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 5,3% r/r z 4,7% r/r w 2012 r., głównie za sprawą Brazylii i Indii, oraz kilku krajów, gdzie poluzowanie polityki pieniężnej powinno pozytywnie wpłynąć na niewielkie odreagowanie wzrostu, m.in. w Chinach, Korei Płd., Turcji.

Jeśli chodzi o główny motor napędowy gospodarki światowej w ostatnich latach, tj. Chiny, to według bazowego scenariusza Citi nowi przywódcy w Chinach przeprowadzą stopniowe reformy wspierające zrównoważony wzrost gospodarczy. Celem ilościowym rządu może być podwojenie PKB z 2010 do 2020 r. oraz redystrybucja dochodów od przedsiębiorstw i państwa do gospodarstw domowych. Rząd może przyjąć w związku z tym cel wzrostu PKB na poziomie 7% w ujęciu rocznym do 2020 r. Wydaje się, że chińskie władze pogodziły się z perspektywą coraz wolniejszego wzrostu gospodarczego i tym, że wyższe tempo wzrostu mogłoby prowadzić do napięć inflacyjnych w gospodarce. W związku z tym nie są oczekiwane dodatkowe pakiety stymulacyjne pobudzające inwestycje czy konsumpcję. Analitycy Citi spodziewają się również, że nowe władze Chin zaangażują się w reformy podnoszące potencjalne tempo wzrostu PKB.

Jeśli chodzi o region Europy Środkowej to choć Citi zakłada lekkie odreagowanie wzrostu na Węgrzech (do 0,3% r/r z -1,3% w 2012 r.) oraz w Czechach (do 0% r/r z -1,2% r/r w 2012 r.) to wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej będzie wciąż pod negatywnym wpływem spowolnienia gospodarczego w strefie euro.

Ponadto Citi zakłada, że w 2013 r. utrzyma się napływ kapitału do gospodarek wschodzących w związku z polityką bardzo niskich stóp procentowych prowadzoną przez główne banki centralne. To z jednej strony będzie pozytywne ze względu na korzystne warunki finansowania rosnących deficytów na rachunku bieżącym w wielu krajach. Z drugiej strony nadmierny napływ kapitału będzie niepożądany z uwagi na preferencje władz wielu gospodarek wschodzących do utrzymywania słabszego kursu walutowego, który miałby wspierać eksport.

Perspektywy polskiej gospodarki

2013 trudniejszy niż 2012

- Oczekujemy kontynuacji spowolnienia wzrostu gospodarczego w 2013 r. przede wszystkim w wyniku osłabienia popytu krajowego. W takim środowisku presja inflacyjna najprawdopodobniej zaniknie, a cel inflacyjny zostanie osiągnięty na początku 2013 r.
- Spodziewamy się kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej w 2013 r. Naszym zdaniem stopa referencyjna zostanie obniżona do rekordowo niskiego poziomu 3,25%.
- Wciąż dostrzegamy przestrzeń do osłabienia waluty biorąc pod uwagę skalę oczekiwanego wyhamowania wzrostu gospodarczego. Jednocześnie oczekujemy, że większa niż wcześniej zakładaliśmy skala poluzowania polityki pieniężnej oraz większe ryzyko pogorszenia wskaźników fiskalnych doprowadzą do wystromienia krzywej rentowności w przyszłym roku.

Wzrost wolniejszy od oczekiwań

Polska gospodarka wchodzi w 2013 rok z wzrostem gospodarczym poniżej potencjału. W samym III kwartale PKB wyhamował do 1,4% r/r, a największą negatywną niespodzianką okazał się wyjątkowo słaby wzrost konsumpcji indywidualnej (0,1% r/r). Nakłady inwestycyjne odnotowały spadek o 1,5% r/r, prawdopodobnie na skutek ograniczenia inwestycji infrastrukturalnych. Co ważniejsze, najnowsze odczyty wskaźników wyprzedzających jak również twarde dane potwierdzają, że osłabienie aktywności gospodarczej nie ograniczyło się jedynie do pierwszych trzech kwartałów roku, a bieżący wzrost PKB jak również wzrost w kolejnych kwartałach może okazać się gorszy od wcześniejszych oczekiwań. W szczególności dotyczy to sytuacji na rynku pracy, która najprawdopodobniej będzie wciąż się pogarszać i naszym zdaniem w 2013 r. dojdzie do spadku zatrudnienia oraz stagnacji płac realnych w ujęciu rocznym. W porównaniu do poprzedniego okresu spowolnienia gospodarczego w 2009 r., tym razem wyhamowanie wzrostu PKB wydaje się bardziej długotrwałe w związku z czym sądzimy, że przedsiębiorstwa będą mniej skłonne do „chomikowania” pracy².

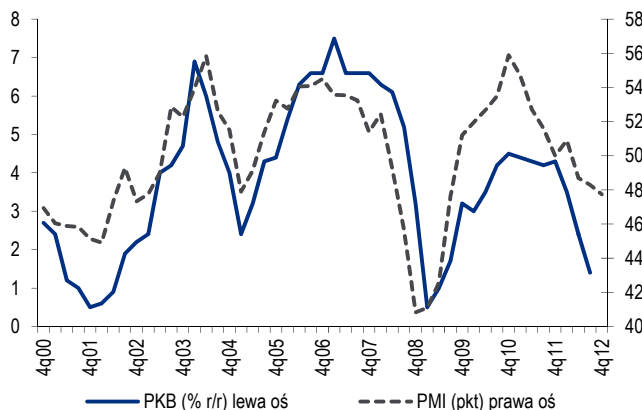
Ponieważ słaba sytuacja na rynku pracy zaczęła już wpływać negatywnie na wydatki gospodarstw domowych, w najbliższych kwartałach oczekujemy kontynuacji niekorzystnych trendów w konsumpcji. Co prawda plany złagodzenia regulacji dotyczących udzielania kredytów konsumpcyjnych mogą okazać się wsparciem dla konsumpcji, naszym zdaniem jej wzrost najprawdopodobniej wyniesie zaledwie ok. 1% r/r w 2013 r. Naszym zdaniem w obecnych warunkach również szanse na ożywienie w inwestycjach są niewielkie. Zacieśnienie polityki fiskalnej jak również wolniejszy napływ funduszy europejskich powinny prowadzić do spadku inwestycji infrastrukturalnych w najbliższych

² Chomikowanie pracy (ang. *labour hoarding*) występuje, gdy przedsiębiorstwa nie dostosowują w pełni zatrudnienia do spadającego popytu. Takie zachowanie jest racjonalne, gdy spowolnienie jest postrzegane jako przejściowe, a zwalnianie oraz zatrudnianie pracowników wiąże się z pewnymi kosztami dla firm.

kwartałach. Ponadto, spowalniający wzrost gospodarczy oraz większa niepewność dotycząca przyszłego popytu powinny utrzymać inwestycje prywatne na niskim poziomie.

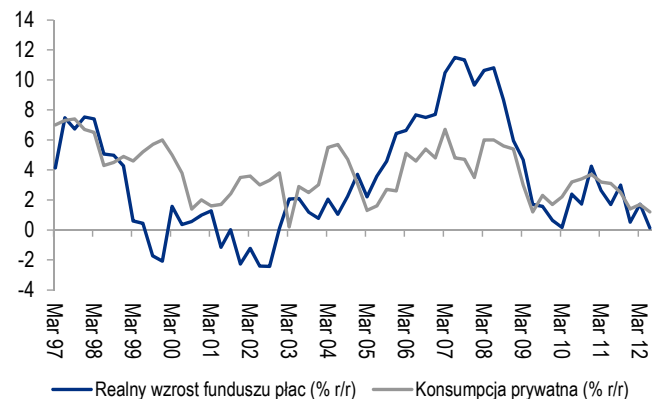
Nasze bardziej pesymistyczne niż dotychczas prognozy na konsumpcję oraz założenie słabszej aktywności inwestycyjnej powodują, że obecnie oczekujemy wzrostu PKB na poziomie 1,3% r/r w 2013 r. Nasza prognoza jest niższa niż oczekiwania rynkowe, które kształtują się obecnie w pobliżu 2% (ankieta Reutera: 1,9% w 2013 roku).

Wykres 7. Niski PMI sygnalizuje dalsze wyhamowanie wzrostu gospodarczego



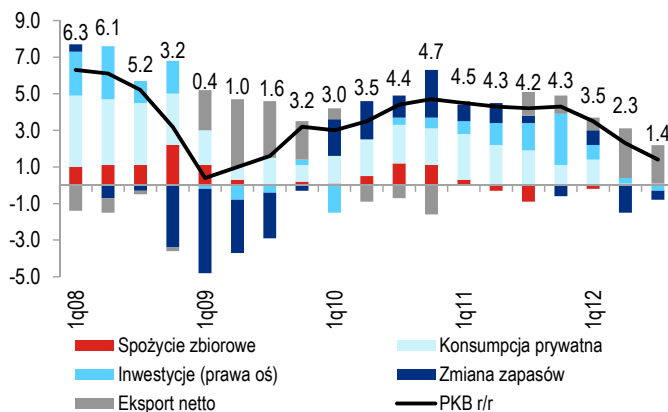
Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Słaba konsumpcja prywatna i realny wzrost funduszu płac



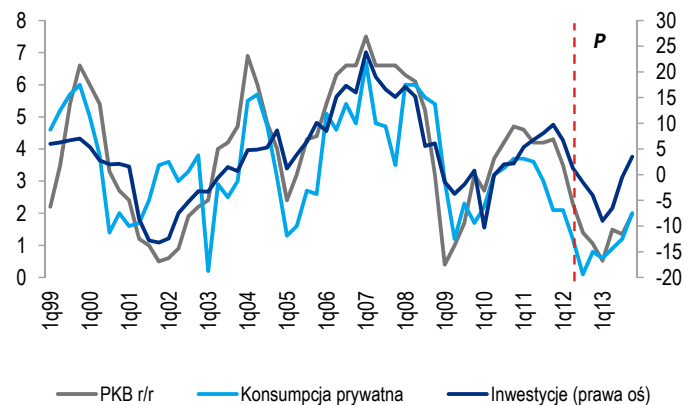
Źródło: GUS.

Wykres 9. Kontrybucja do wzrostu PKB (pkt proc.)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Główne składowe wzrostu PKB



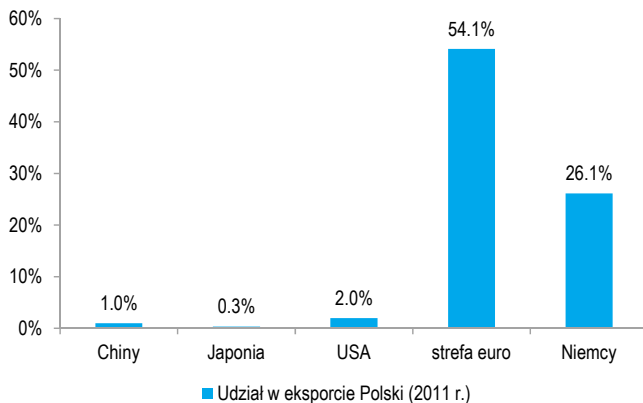
Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy.

Słabsza presja inflacyjna

Presja inflacyjna w 2013 roku najprawdopodobniej osłabnie. Biorąc pod uwagę, że spowolnienie gospodarcze wynika głównie ze słabszego popytu krajowego, rodzi to poważne implikacje dla inflacji. Uwzględniając już ograniczone żądania płacowe sądzimy, że presja cenowa spadnie jeszcze bardziej w kolejnych kwartałach sprowadzając inflację ponownie poniżej celu inflacyjnego (2,5% r/r) na początku 2013 r. Co więcej, sygnały płynące od regulatora rynku energetycznego sugerują, że w przyszłym roku ceny gazu zostaną najprawdopodobniej obniżone podczas gdy ceny energii elektrycznej utrzymają się na niezmiennym poziomie. To pomogłoby zniwelować wpływ wzrostu innych cen administracyjnie

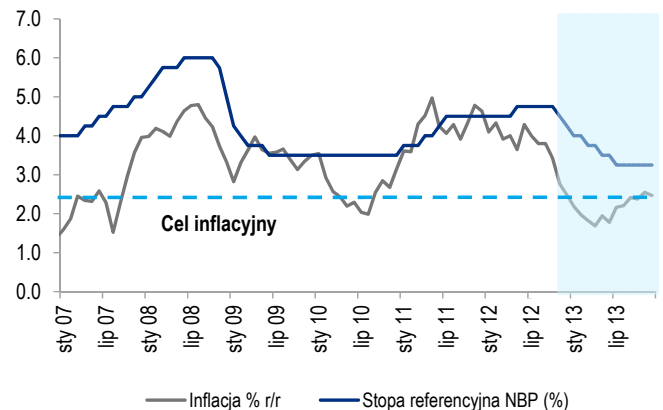
kontrolowanych i biorąc pod uwagę wysoki efekt bazy powinno szybko sprowadzić inflację poniżej celu. Choć ryzyka dla cen żywności i surowców są trudne do skwantyfikowania uważamy, że bilans ryzyka dla inflacji bazowej jest wyraźnie przechylony w dół, odzwierciedlając ogólne osłabienie popytu krajowego w Polsce.

Wykres 11. Udziały w eksporcie Polski według regionów (2011 r.)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Prognoza inflacji i stóp procentowych



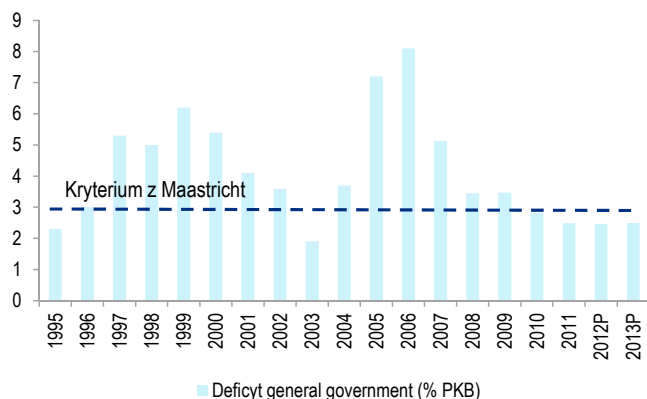
Źródło: Reuters, GUS, prognozy Citi Handlowy.

Dług publiczny pozostanie poniżej 55%

Przy niższym wzroście popytu krajowego dostrzegamy niewielkie szanse na zmniejszenie deficytu fiskalnego w relacji do PKB. Rząd wydaje się zdecydowany do prowadzenia stosunkowo ostrożnej polityki fiskalnej i najprawdopodobniej nie zdecyduje się na działania, które mogłyby zbyt silnie zwiększyć deficyt fiskalny. Rozwiązania, które zostały przyjęte w przeszłości powinny pomóc utrzymać deficyt strukturalny (deficyt skorygowany o wpływ spowolnienia gospodarczego) na ścieżce spadkowej. Jednak spowolnienie gospodarcze oznacza, że mimo poprawionego strukturalnego deficytu deficyt ogółem nie zmieni się istotnie i osiągnie 3,5% PKB w 2013 r.

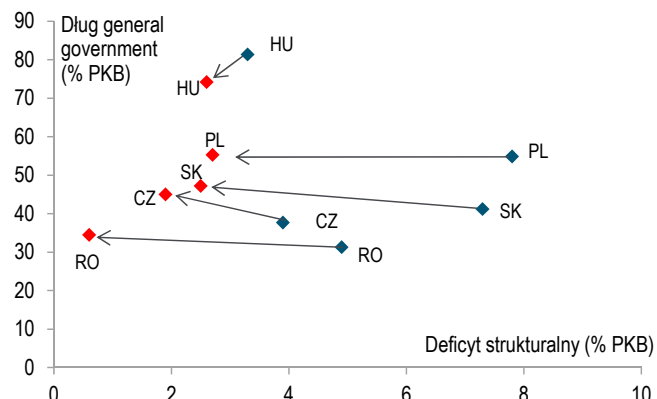
Dostrzegamy poważne zagrożenia dla prognozy deficytu, szczególnie biorąc pod uwagę głębsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz to, że spadająca zyskowność przedsiębiorstw może obniżyć bazę podatkową oraz prowadzić do nieproporcjonalnego wyhamowania wzrostu przychodów. Jednak uważamy, że nawet mimo pewnego pogorszenia deficytu w relacji do PKB pozostanie on na stosunkowo niskim poziomie w porównaniu do innych krajów europejskich. Zakładamy, że dług publiczny liczony zgodnie z polską metodologią utrzyma się poniżej 55% PKB – a więc poniżej poziomu progowego według polskiego prawa, złamanie którego doprowadziłoby do uruchomienia automatycznego zacieśnienia fiskalnego.

Wykres 13. Deficyt sektora rządowego i samorządowego



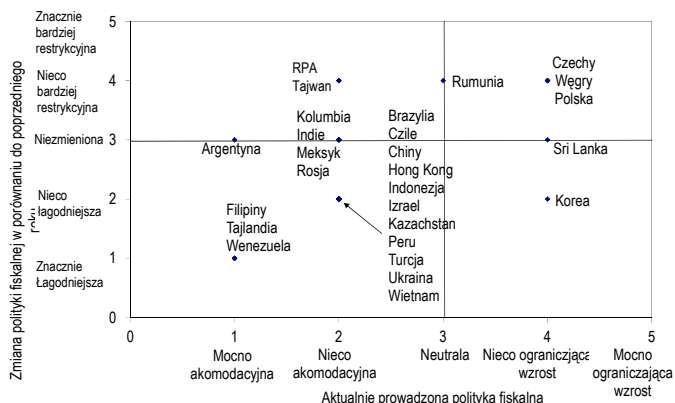
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 14. Zmiany w polityce fiskalnej (2010 vs 2013)



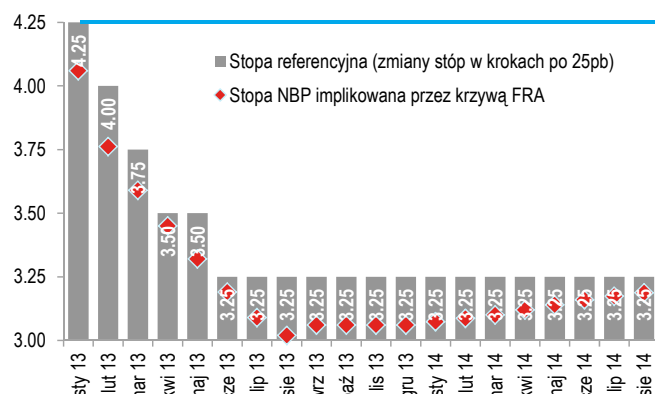
Źródło: MFW, Citi Handlowy

Wykres 15. Nastawienie w polityce fiskalnej



Źródło: Citi Research.

Wykres 16. Stopa referencyjna implikowana ze stawek FRA



Źródło: Reuters, Citi Research.

Stopy procentowe będą rekordowo niskie?

Cykl łagodzenia polityki pieniężnej będzie kontynuowany w 2013 r. Po kilku miesiącach opóźnienia Rada Polityki Pieniężnej w końcu rozpoczęła cykl łagodzenia polityki pieniężnej i obniżyła stopy procentowe w listopadzie o 25 pb, a następnie w grudniu o kolejne 25pb do 4,25%. Komentarze członków Rady sugerują, że wciąż jest przestrzeń do dalszych obniżek stóp, jednak opinia poszczególnych członków RPP odnośnie optymalnej skali redukcji stóp procentowych różni się dosyć istotnie. Naszym zdaniem większość członków RPP zgadza się co do tego, że obniżki powinny następować w umiarkowanym tempie, po 25 punktów bazowych w każdym kroku. Co prawda część przedstawicieli RPP opowiada się za głębszymi cięciami, jednak zwolennicy tej strategii nie przekonali dotychczas większości w Radzie.

W naszym bazowym scenariuszu oczekujemy, że bank centralny obniży w 2013 roku stopy procentowe do 3,25%, wobec obecnego poziomu 4,25%. Sądzymy jednak, że cykl obniżek będzie rozłożony w czasie – stopy mogą spaść do około 3,75% w I kwartale, a później tempo obniżek może być nieco wolniejsze i będzie uzależnione od publikowanych danych o inflacji. Jeżeli stopa referencyjna spadnie – tak jak oczekujemy – do poziomu 3,25%, byłaby to najniższy poziom stóp procentowych w

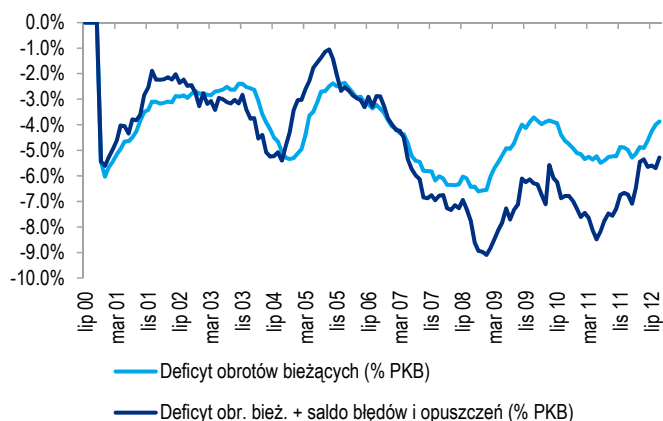
polskiej historii. Niemniej naszym zdaniem byłby on wciąż zgodny ze strategią Rady Polityki Pieniężnej polegającą na utrzymywaniu wyraźnie dodatnich realnych stóp procentowych.

Złoty może się osłabić

Oczekujemy, że złoty pozostanie pod presją w najbliższych miesiącach. Biorąc pod uwagę oczekiwaną skalę spowolnienia polskiej gospodarki spodziewamy się, że złoty będzie się stopniowo osłabiał. Taki scenariusz będzie wsparty przez oczekiwane poluzowanie polityki pieniężnej i znaczne zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych wobec euro. Biorąc pod uwagę perspektywę spadku inflacji do celu członkowie Rady raczej byłiby skłonni zaakceptować słabszego złotego, gdyż deprecjacja byłaby spójna z podstawowym mandatem władz monetarnych – tj. ze stabilnością cen. Niemniej naszym zdaniem, podobnie jak w poprzednich latach bank centralny, który dysponuje rezerwami walutowymi w wysokości 81 mld EUR, jak również Ministerstwo Finansów mogą być skłonne do zwiększenia aktywności na rynku walutowym, jeśli wahania waluty staną się zbyt silne. Według naszych prognoz kurs EUR/PLN w trakcie przyszłego roku może sięgnąć około 4,3.

Jeżeli chodzi o czynniki fundamentalne wpływające na złotego, sądzymy, że deficyt obrotów bieżących ustabilizuje się w przyszłym roku na stosunkowo niskim poziomie (3,5% PKB w 2013) co mogłoby w pewien sposób ograniczyć ryzyko nadmiernego osłabienia PLN. Jednocześnie jednak napływ kapitału notowany na rachunku finansowym i kapitałowym będzie najprawdopodobniej również mniejszy. Z uwagi na to, że rząd planuje przychody z prywatyzacji w 2013 r. na poziomie 5 mld zł (połowa planu na 2012 r. i jedną trzecią planu na 2011 r.) oraz to, że zwykle 30% udziałów w prywatyzowanych spółkach obejmują inwestorzy zagraniczni, pozytywne przepływy dla złotego mogą być mniejsze niż w ostatnich dwóch latach. Jednocześnie również napływ środków z UE będzie najprawdopodobniej mniejszy niż w ostatnich latach w związku ze zbliżaniem się końca perspektywy budżetowej 2007-2013.

Wykres 17. Deficyt obrotów bieżących oraz deficyt powiększony o saldo błędów i opuszczeń (% PKB).



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 18. Pokrycie deficytu w rachunku bieżącym napływem FDI i kapitału długoterminowego.

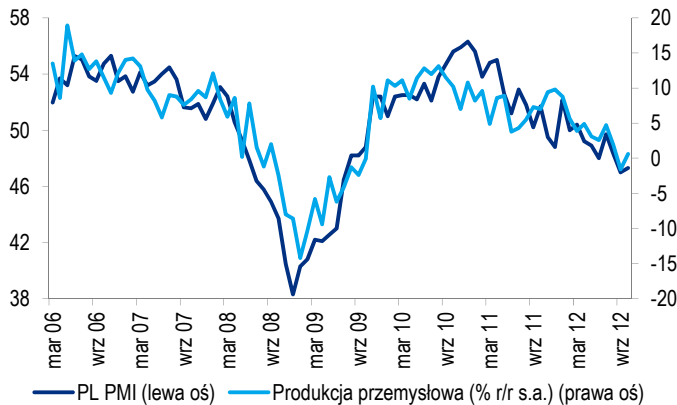


Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Dalszy napływ kapitału portfelowego

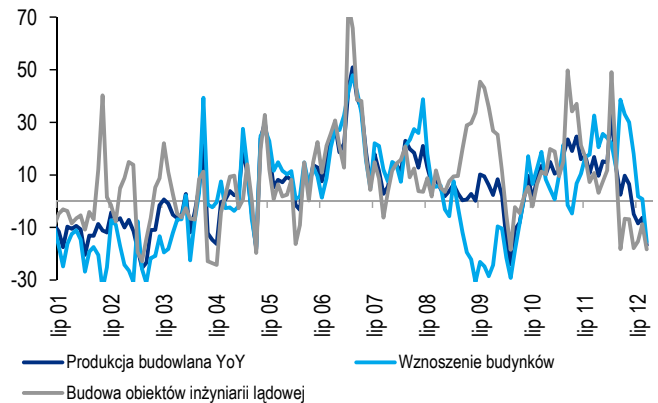
Biorąc pod uwagę zestawienie mniejszej niż w ubiegłych latach podaży obligacji oraz utrzymanie napływu funduszy na rynki obligacji gospodarek wschodzących w przyszłym roku można przypuszczać, że resort finansów nie powinien mieć dużych problemów z zaspokojeniem planu finansowania na 2013. Tym bardziej, że takie założenie wspiera fakt, iż na początku października resort finansów zakończył finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych, a na początku grudnia ma sfinansowane ponad 25% potrzeb pożyczkowych na 2013 r. Wysokie prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb może ograniczyć ryzyko znacznego osłabienia na rynku długu. Jednak choć popyt na obligacje skarbowe wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie, to biorąc pod uwagę pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego, wzrost ryzyka gorszego wykonania budżetu i wyższego deficytu fiskalnego sądzimy, że trudno będzie o podobne umocnienie na rynku długu jakie miało miejsce w 2012 r. Oczekujemy większej zmienności na rynku oraz wystromienia krzywej rentowności w związku z obniżkami stóp procentowych oraz pogorszeniem perspektyw fiskalnych.

Wykres 19. Spowolnienie wzrostu produkcja przemysłowej potwierdza sygnały płynące ze spadków indeksu PMI



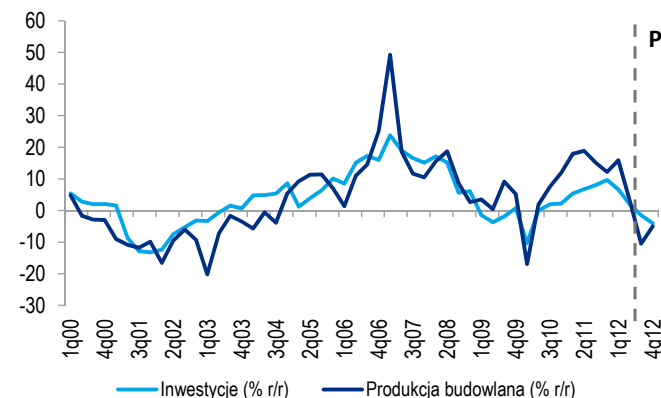
Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 20. Wzrost produkcji budowlanej wyraźnie wyhamował we wszystkich kategoriach



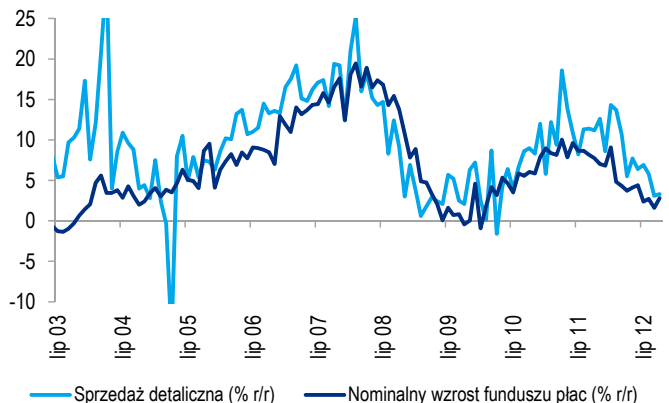
Źródło: Eurostat.

Wykres 21. Duże spadki produkcji budowlanej sygnalizują dalsze osłabienie inwestycji.



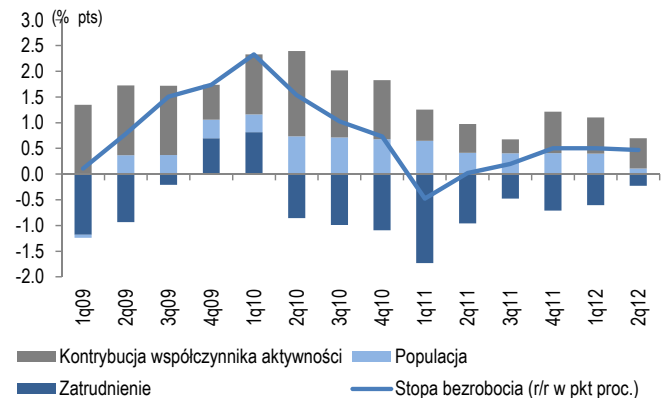
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 22. Wyhamowanie nominalnego wzrostu funduszu płac negatywnie wpływa na nominalny wzrost sprzedaży detalicznej (w dużych sklepach)



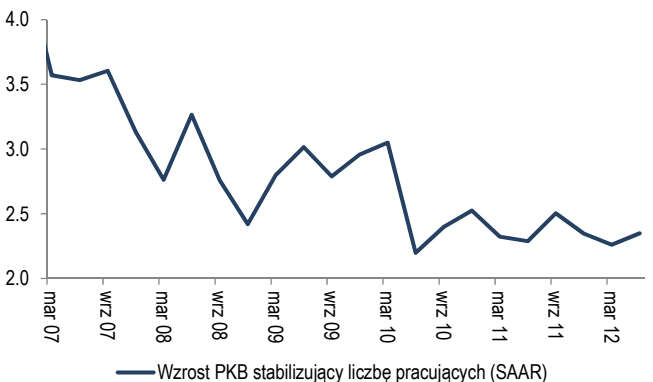
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 23. Dotychczas głównym czynnikiem wzrostu stopy bezrobocia był wzrost współczynnika aktywności...



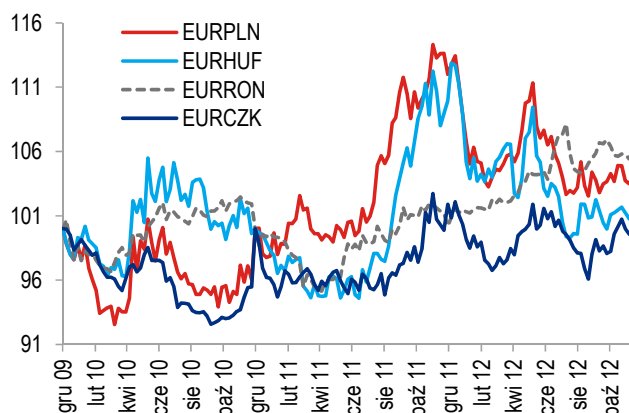
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 24. ... ale wzrost PKB obniżył się poniżej tempa stabilizującego liczbę pracujących



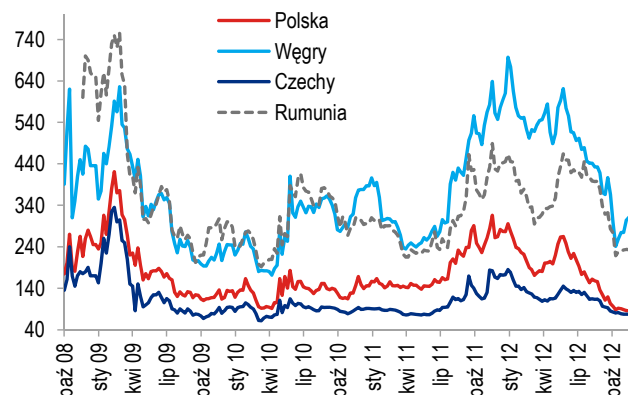
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 25. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



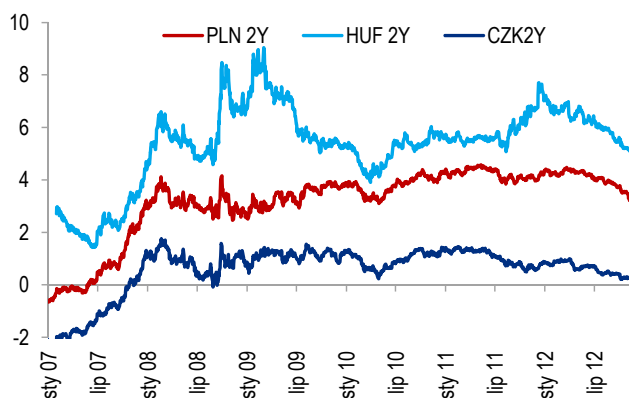
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Stawki CDS (5-letnie)



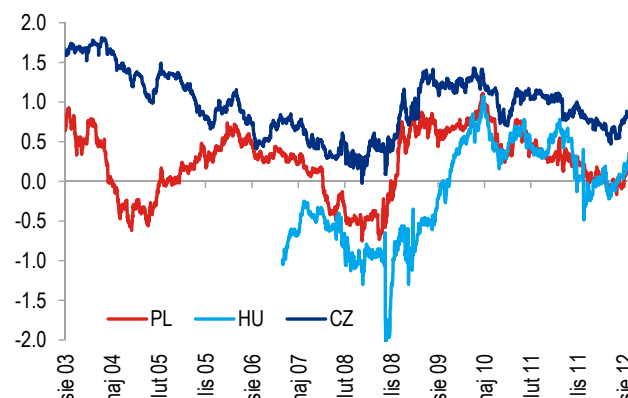
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 27. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



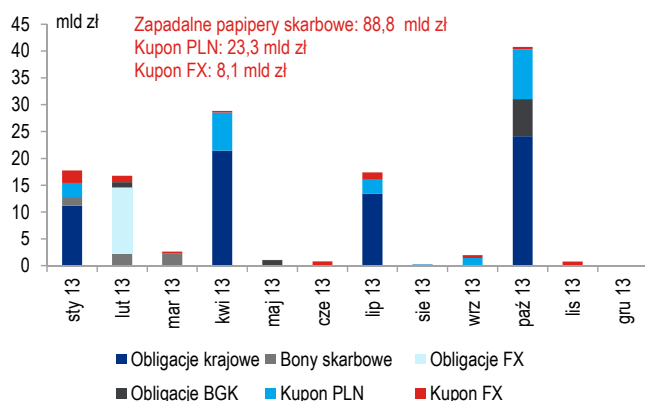
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 28. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



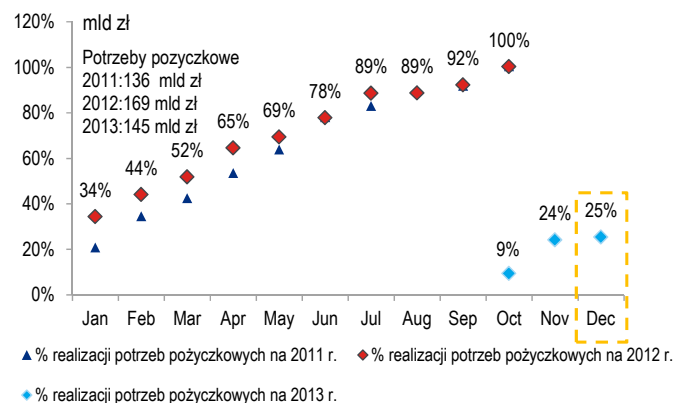
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 29. Profil zapadalności papierów skarbowych i obligacji BGK.



Źródło: Ministerstwo Finansów, stan na dzień 6.12.2012.

Wykres 30. Realizacja potrzeb pożyczkowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2011			2012									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6	0.8	2.8	4.3	1.2	5.4	0.5	-5.2	4.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	10.7	-7.6	4.2	-2.0	-2.1	-0.8	6.1	-0.8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	7.1	9.5	8.6	10.7	5.0	1.1	3.0	5.0	1.8	6.0	0.7	-5.6	4.6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	8.9	13.0	14.6	32.2	12.0	3.5	8.1	6.2	-5.2	-8.7	-5.0	-17.8	-0.9
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	11.2	12.6	8.6	14.3	13.7	10.7	5.5	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1	3.3
Stopa bezrobocia (%)	11.8	12.1	12.5	13.2	13.5	13.3	12.9	12.6	12.4	12.3	12.4	12.4	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9	4.0	3.6	4.3	4.0	3.8	3.8	3.4
Inflacja (% m/m)	0.7	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3	0.1	0.4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	8.5	8.9	8.2	7.9	6.0	4.4	4.4	5.2	4.4	3.6	3.0	1.8	1.0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.1	0.7	0.4	0.1	-0.5	0.1	0.7	0.4	-0.5	-0.4	0.0	0.5	-0.7
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3	3.8	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6	2.8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,999	-1,294	-1,890	-1,994	-1,909	-585	-734	-403	-1,025	-711	-609	-1,137	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-5.2	-4.9	-4.9	-5.0	-5.3	-5.1	-4.9	-4.9	-4.6	-4.3	-4.0	-3.9	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-695	-772	-1139	-687	-883	-544	-421	-842	-376	-231	-63	84	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12,252	12,077	10,663	11,351	11,717	12,755	11,843	12,016	11,873	12,221	11,982	12,578	-
Eksport (% r/r)	6.3	8.1	5.7	6.2	4.4	2.5	2.6	-1.6	0.4	10.9	3.9	-0.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,947	12,849	11,802	12,038	12,600	13,299	12,264	12,858	12,249	12,452	12,045	12,494	-
Import (% r/r)	5.4	3.2	3.5	6.9	5.6	1.5	-3.1	-2.1	-5.4	2.0	-3.3	-3.0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10.5	11.8	12.5	13.7	12.5	9.3	10.3	11.3	11.1	11.1	9.8	7.6	8.0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4	12.3	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3	9.9
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.6	13.5	12.1	12.5	12.5	7.9	4.2	4.7	2.4	4.1	2.0	-2.7	-1.2
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	14.5	13.3	11.9	11.1	9.5	9.7	10.0	9.7	7.5	3.6	3.5	1.2	1.9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.5	16.1	18.1	15.9	14.8	15.0	13.3	14.1	12.1	10.7	10.6	-98.1	9.0
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
WIBOR 3M (średnio)	4.81	4.94	4.98	4.99	4.97	4.95	4.94	5.05	5.12	5.13	5.11	4.96	4.83
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.81	4.94	4.98	4.99	4.96	4.94	4.95	5.11	5.13	5.12	4.99	4.93	4.75
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.45	4.79	4.55	4.51	4.48	4.50	4.63	4.81	4.80	4.60	4.55	4.12	3.93
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.58	4.87	4.78	4.70	4.67	4.61	4.70	4.80	4.63	4.21	4.09	4.05	3.91
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.10	5.29	5.33	5.00	4.86	4.86	4.88	5.04	4.73	4.42	4.34	4.19	4.10
EUR/PLN (koniec okresu)	4.34	4.55	4.41	4.23	4.14	4.16	4.18	4.39	4.26	4.11	4.18	4.15	4.15
USD/PLN (koniec okresu)	3.10	3.42	3.41	3.20	3.07	3.12	3.17	3.54	3.39	3.34	3.34	3.22	3.21
EUR/USD (koniec okresu)	1.40	1.33	1.29	1.32	1.35	1.33	1.32	1.24	1.26	1.23	1.25	1.29	1.29
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	21.9	22.5	21.6	25.1	5.3	16.4	23.0	24.8	20.9	24.3	22.9	21.1	34.1
Def. budżetowy kum. (% planu)	54.5	56.1	53.6	62.4	15.1	46.8	65.6	70.9	59.8	69.6	65.5	60.4	97.5

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	480	531
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,416	1,525	1,614	1,678	1,771
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,313	13,488	12,949	12,561	13,910
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.1	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	0.3	-3.1	2.7
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	1.0	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	1.2	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	-2.0	-0.1	9.0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	2.5	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	2.2	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.5	1.8	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	4.25
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.23	3.45	4.40
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	4.33	4.98	5.35
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.43	3.48	3.25
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.29	3.50	3.04
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.25	4.18	3.90
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.20	4.26	4.09
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-22.1	-17.9	-18.7	-25.1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.3	-3.6	-3.9	-4.7
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-10.6	-8.2	-11.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	193.4	186.7	188.5	215.1
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	207.5	197.3	196.7	226.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	6.0	6.6	5.3	6.8
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-20.1	-18.9	-20.6	-24.6
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	-5.1	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.7	52.2	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	35.4	35.6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	4.3	2.1	1.3	2.8	3.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	2.2	2.4	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.3	-3.6	-3.9	-4.7	-4.7	-4.2
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	4.50	4.25	3.25	4.25	4.75	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.43	3.48	3.25	3.15	2.98
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.29	3.50	3.04	2.94	2.90
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.25	4.18	3.90	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.20	4.26	4.09	3.90	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

Analitik 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.