

CitiMonthly - Polska

W skrócie

- Ponieważ ostatnie tygodnie przyniosły serię publikacji danych świadczących o spowolnieniu gospodarczym, w niniejszym raporcie zastanawiamy się nad konsekwencjami wolniejszego wzrostu dla rynku walutowego oraz obligacji.
- W przeszłości okresom spowolnienia PKB towarzyszyło również osłabienie złotego i naszym zdaniem ten scenariusz może zostać powtórzony również tym razem. Gdyby mimo wszystko złoty pozostawał mocny, MF oraz NBP mogłyby podjąć działania w kierunku jego osłabienia.
- Wolniejsze tempo wzrostu najprawdopodobniej odbije się również na dochodach podatkowych, stwarzając ryzyko rewizji budżetu w 2013 roku. Naszym zdaniem jednoczesne pogorszenie sytuacji fiskalnej oraz obniżki stóp przez NBP mogą przyczynić się do wystromienia krzywej dochodowości.
- Jeżeli chodzi o perspektywy wzrostu w Polsce, to miesięczne dane za sierpień oraz dane o PKB za II kw. wyraźnie rozczarowały, sygnalizując dalsze wyhamowanie wzrostu gospodarczego.
- Inflacja spadła w lipcu do 4%, a w sierpniu do 3,8% zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami. Stopniowe pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz osłabienie popytu krajowego ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy i sprzyja spadkowi inflacji do celu, co może nastąpić na początku 2013 r.
- Członkowie RPP dostrzegli oznaki spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz poprawę perspektyw inflacji, co zaowocowało zmianą nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej na łagodne. Sądzymy, że pierwsza obniżka stóp procentowych nastąpi w październiku lub listopadzie, a do końca roku RPP obniży stopy łącznie o 50 pb (w dwóch krokach po 25pb). W całym cyklu oczekujemy łącznej skali obniżek stóp o około 100 pb.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

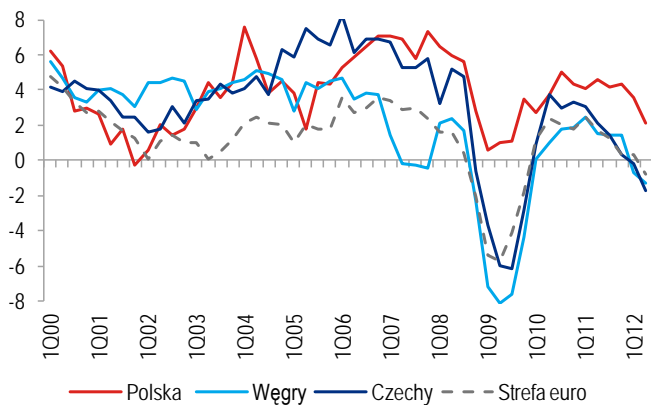
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

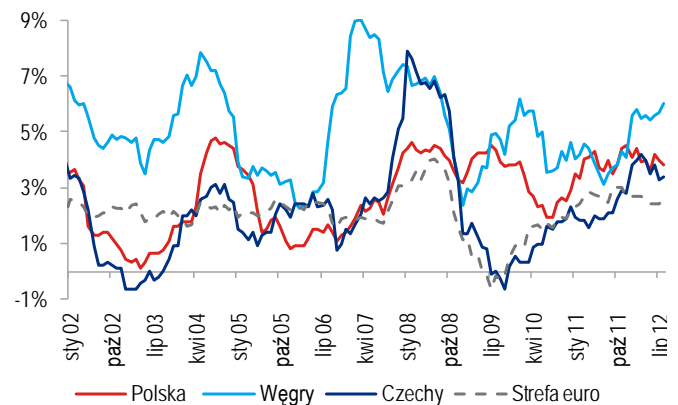
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



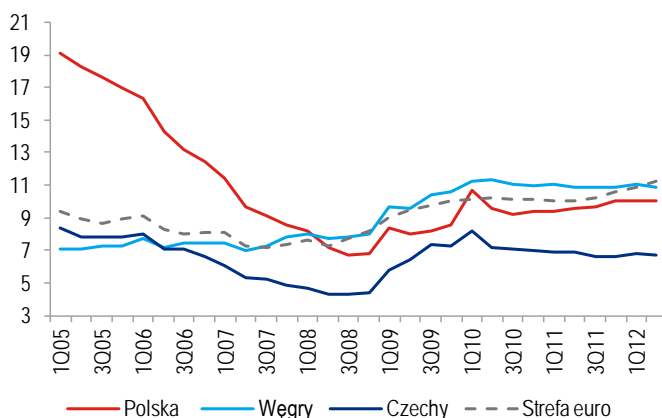
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



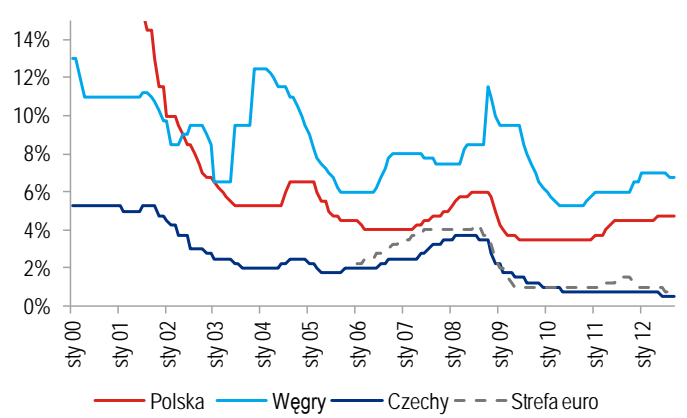
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	3.3	3.3	-2.9	43.9
Węgry	4.9	8.4	-2.5	78.5
Polska	4.0	5.5	-3.0	55.0
Rumunia	2.9	7.0	-2.8	34.6
Kryterium konwergencji	<u>3.0</u>	<u>3.7</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

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

Temat Miesiąca

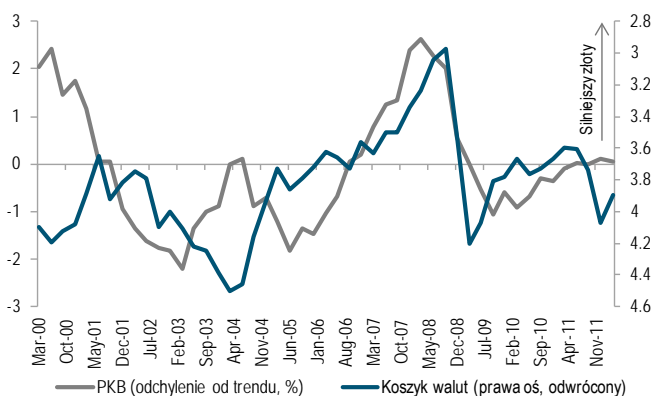
Co niesie ze sobą spowolnienie?¹

- Głębsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w kraju może odbić się na zachowaniu kursu złotego oraz na rynku obligacji.
- W przeszłości okresom spowolnienia PKB towarzyszyło również osłabienie złotego i naszym zdaniem ten scenariusz może zostać powtórzony również tym razem. Gdyby mimo wszystko złoty pozostawał mocny, MF oraz NBP mogłyby w końcu podjąć działania w kierunku jego osłabienia.
- Wolniejsze tempo wzrostu zapewne odbije się również na dochodach podatkowych, stwarzając ryzyko rewizji budżetu w 2013 roku. Naszym zdaniem jednoczesne pogorszenie sytuacji fiskalnej oraz obniżki stóp przez NBP mogą przyczynić się do wystromienia krzywej dochodowości.

Niższy wzrost – słabszy złoty

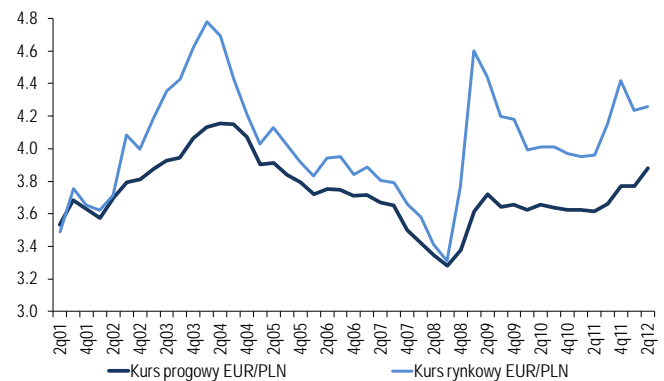
Zestaw danych makroekonomicznych opublikowanych w ciągu ostatnich miesięcy wpisuje się w sygnalizowany przez nas na początku roku scenariusz spowolnienia. Ze względu na swoją skalę, wyhamowanie PKB niesie ze sobą pewne konsekwencje dla rynków finansowych – zarówno złotego jak i rynku długu. W poprzednich latach losy złotego były powiązane z tempem wzrostu gospodarczego w kraju. Jak pokazuje wykres 5. okresy silnego wzrostu PKB były często okresami umocnienia złotego. Z kolei gdy gospodarka wyhamowywała, zazwyczaj przekładało się to na osłabienie krajowej waluty. Dzięki temu płynny kurs złotego, przynajmniej w niektórych sytuacjach, pomagał złagodzić negatywne konsekwencje spowolnienia na światowych rynkach. Spodziewamy się, że podobny mechanizm zadziała również i tym razem, a w miarę osłabienia złoty znajdzie się pod presją.

Wykres 5. Okresom spowolnienia często towarzyszy osłabienie złotego



Źródło: Eurostat, Reuters, Citi Research

Wykres 6. Obecne poziomy kursu złotego wydają się atrakcyjne dla eksporterów, choć mniej niż w 2009

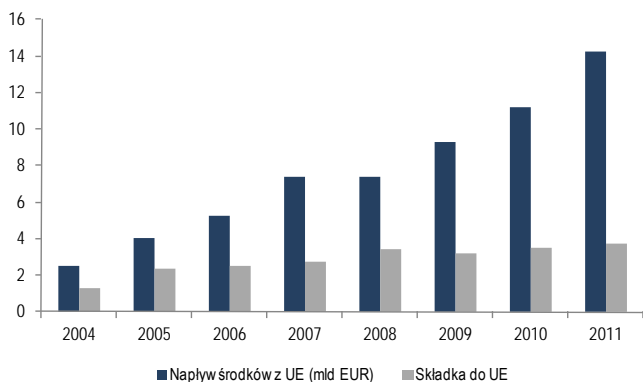


Źródło: GUS, Citi Research

¹ Poniższy tekst powstał w oparciu o publikowane wcześniej raporty: „PLN – And what after the rally?” z 23 sierpnia; „New budget suggests steeper yield curve” z 5 września.

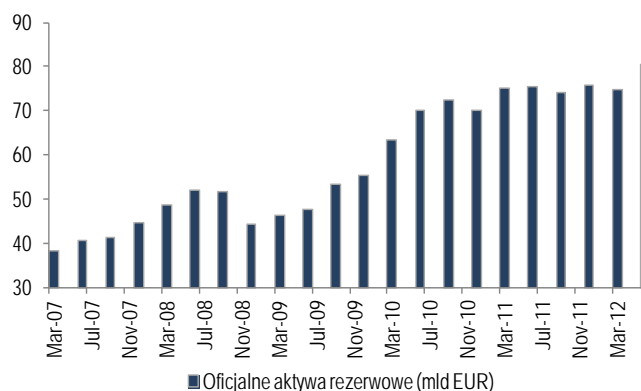
A co jeżeli wbrew historycznym zależnościom, tym razem spowolnienie nie odbije się na notowaniach złotego? Takie obawy mogą być uzasadnione – choćby dlatego, że tym razem gwałtowne luzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne (EBC, Fed, BoJ) mogłoby przyczynić się do większego napływu kapitału do Polski, łagodząc presję na osłabienie złotego. Niemniej naszym zdaniem również w tym scenariuszu przestrzeń do umocnienia byłaby ograniczona. Otóż jeżeli na fali napływu zagranicznego kapitału złoty miałby się umacniać, prawdopodobnie do akcji wkroczyłby rząd, a w dalszym etapie również NBP. Naszym zdaniem polskie władze – choć na razie nie wykazują takich skłonności – mogłyby spróbować bardziej aktywnie przeciwdziałać aprecjacji złotego.

Wykres 7. MF - oprócz interwencji werbalnych – może ograniczyć skalę wymiany środków unijnych na rynku



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

Wykres 8. Zakup walut na rynku pozwoliłby zwiększyć rezerwy walutowe Polski.



Źródło: NBP, Citi Research

Ponieważ kluczowym motorem wzrostu w kraju jest obecnie eksport netto, umocnienie złotego mogłoby przekreślić nadzieje na stopniowe ożywienie. W takich warunkach spodziewalibyśmy się nasilenia interwencji werbalnych ze strony Ministerstwa Finansów, a następnie zupełnego zaprzestania procesu wymiany funduszy unijnych na rynku i dokonywania tych operacji w banku centralnym. W początkowym etapie NBP zapewne nie spieszyłby się z interwencjami walutowymi. Jednak jeżeli oznaki spowolnienia okazałyby się przekonujące (a przez to poprawiłyby się perspektywy inflacyjne), temat interwencji przestałby być tabu. Tym bardziej, że sprzedaż złotych na rynku miałaby również pozytywną stronę – pozwoliłaby w końcu zwiększyć rezerwy walutowe do bezpieczniejszych poziomów. Dlatego w przypadku znacznego napływu kapitału do kraju bank centralny mógłby rozpocząć program, który oficjalnie mógłby być na przykład nazywany programem zwiększenia rezerw walutowych, choć w rzeczywistości byłaby to forma quasi-interwencji, pomagająca ograniczyć ryzyko zbyt szybkiej aprecjacji. Zresztą o tym, że interwencje nie są zupełnie wykluczone świadczyć może fakt, iż NBP obecnie wykazuje się zdecydowanie mniejszą awersją do działalności na rynku walutowym niż podczas kadencji poprzedniej RPP. Dla przykładu w 2010 roku bank centralny interweniował w celu powstrzymania aprecjacji w momencie gdy EUR/PLN oscylował w pobliżu 3,85. Biorąc pod uwagę powyższe argumenty (wolniejszy wzrost oraz awersję władz wobec aprecjacji waluty) uważamy, że obecnie – ze względu na skalę spowolnienia - bilans zagrożeń jest nieproporcjonalnie przechylony w kierunku osłabienia

złotego. Oczekujemy, że w horyzoncie sześciomiesięcznym kurs EUR/PLN sięgnie 4,30-4,40.

Tabela 2. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu).

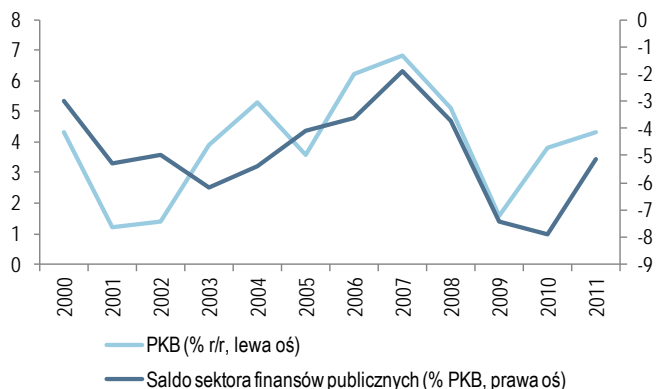
	21-09-2012	IV kw. '12	I kw. '13	II kw. '13	III kw. '13
USD/PLN	3,1712	3,31	3,59	3,81	3,66
EUR/PLN	4,1340	4,20	4,31	4,38	4,28
GBP/PLN	5,1678	5,32	5,53	5,76	5,56
CHF/PLN	3,4126	3,50	3,59	3,65	3,57

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Słabszy wzrost przemawia za wystromieniem krzywej

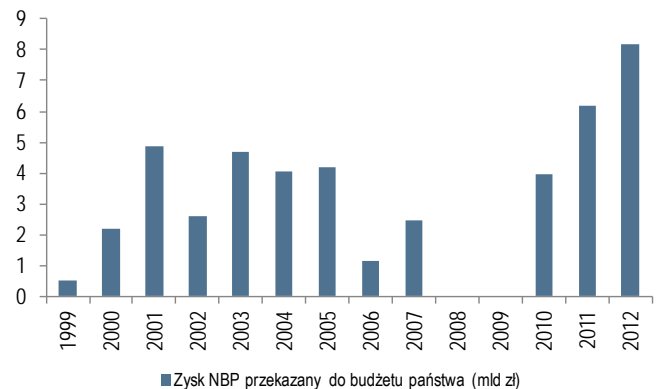
Spowolnienie gospodarcze będzie miało konsekwencje dla budżetu, a przez to również dla rynku długu. Jak sygnalizowaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym, naszym zdaniem tegoroczny deficyt budżetowy powinien okazać się niższy od planów nawet pomimo rozczarowująco słabych dochodów z VAT. Będzie to możliwe dzięki wpłacie „nieplanowanego” zysku z NBP za 2011 rok. Niemniej choć jesteśmy umiarkowanie spokojni o tegoroczny budżet, większych zagrożeń dopatrujemy się w budżecie na 2013. Według naszych szacunków wpływy podatkowe najprawdopodobniej okażą się niższe od planu o około 0,4% PKB, za sprawą gorszych od prognoz wpływów z podatków dochodowych. O ile bowiem dochody z CIT wciąż utrzymują się na wysokim poziomie, ich silnie cykliczny charakter powoduje, że w 2013 można spodziewać się słabszych wyników niż zakłada obecnie rząd. Nie bez znaczenia okaże się również pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, która zaważy na dochodach z tytułu PIT. Naszym zdaniem dochody niepodatkowe są również przyjęte na relatywnie wysokim poziomie i w rzeczywistości mogą negatywnie zaskoczyć, o ile bank centralny nie wpłaci większego od planowanego zysku.

Wykres 9. Stan finansów publicznych jest silnie uzależniony od tempa wzrostu gospodarczego



Źródło: Eurostat, Citi Research

Wykres 10. W 2012 roku ubytek dochodów zostanie pokryty przez wyjątkowo wysoki zysk NBP



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

A co jeżeli nasze obawy są uzasadnione? Jeżeli słabe dochody doprowadzą do powstania istotnej „dziury” w przyszłorocznym budżecie, Ministerstwo ma do dyspozycji kilka rozwiązań. Po pierwsze niewielkie ubytki po stronie dochodowej pewnie będą częściowo równoważone przez ostrożniejsze wydatki. Po drugie, naszym zdaniem MF może rozważyć podwyżki niektórych podatków – raczej podatków pośrednich lub składek

na ubezpieczenia społeczne, niż podatków dochodowych. Po trzeciej, ponowne ograniczenie transferów do OFE wydaje się scenariuszem, który resort finansów mógłby rozważyć. Wreszcie po czwartej, możliwym rozwiązaniem mogłaby być po prostu rewizja budżetu w trakcie roku i zwiększenie limitu deficytu budżetowego. Spodziewamy się jednak, że taka rewizja miałaby miejsce dopiero w drugiej połowie 2013 roku, kiedy Ministerstwo Finansów byłoby w stanie precyzyjniej i z większą pewnością ocenić skalę ewentualnego niedoboru po stronie dochodowej.

Tabela 3. Nasze szacunki sugerują, że przyszłoroczne dochody podatkowe będą niższe od planu.

(mln PLN)	Realizacja	Projekt budżetu (wrzesień '12)		Szacunki Citi Handlowego	
		2011	2012	2013	2012
Dochody budżetu	278	292	299	291,2	289,1
VAT	121	122	126,4	122,1	126,0
Akcyza	58	62	64,5	61,0	64,0
CIT	25	27	29,6	27,9	27,9
PIT	38	40	42,9	38,8	39,6
Wydatki	303	327	335	319,6	334,5
Deficyt	25	35	35,6	28,3	45,3*

Źródło: MF, Reuters, Rzeczpospolita, Gazeta Wyborcza, Citi Research

*Uwaga: Według polskiego prawa deficyt nie może przekroczyć poziomu z ustawy budżetowej. Nasz "szacunek" wskazuje, że aby utrzymać deficyt w ryzach rząd będzie musiał zaproponować dodatkowe działania lub po prostu pozwoli na rewizję budżetu.

Analizując wypowiedzi przedstawicieli rządu wydaje się, że strategia wybrana przez MF polega na pozwoleniu automatycznym stabilizatorom działać. Resort finansów wydaje się nie mieć „apetytu” na znaczne zacieśnienie fiskalne i nie zamierza sprowadzać deficytu na siłę na wcześniej planowaną ścieżkę. Z drugiej strony przestrzeń do nadmiernego rozluźniania fiskalnego i stymulowania gospodarki przez cięcia podatków jest bardzo ograniczona i z pewnością jest znacznie mniejsza niż w 2008-2009. Jest to związane z faktem, że obecnie dług publiczny oscyluje blisko granicznego poziomu 55% PKB.

Biorąc pod uwagę skalę zagrożeń fiskalnych i jednocześnie duże prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych przez RPP, dostrzegamy szansę na dalsze wystromienie krzywej dochodowości w kraju (10y vs 2y).

Gospodarka w skrócie

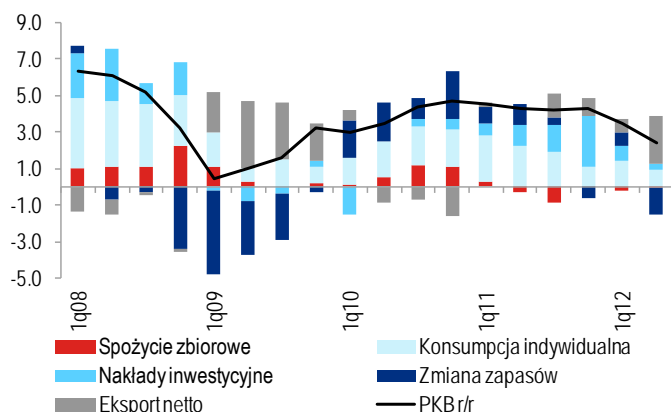
Spowolnienie coraz głębsze

- Choć dane o aktywności gospodarczej w lipcu okazały się lepsze od oczekiwań to ożywienie okazało się jedynie przejściowe a miesięczne dane za sierpień oraz dane o PKB za II kw. wyraźnie rozczarowały sygnalizując dalsze wyhamowanie wzrostu gospodarczego.
- Inflacja spadła w lipcu do 4% a w sierpniu do 3,8% zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami. Stopniowe pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz osłabienie popytu krajowego ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy i sprzyja spadkowi inflacji do celu, co może nastąpić na początku 2013 r.
- Członkowie RPP dostrzegli oznaki spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz poprawę perspektyw inflacji, co zaowocowało zmianą nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej na łagodne. Sądzymy, że pierwsza obniżka stóp procentowych nastąpi w październiku lub listopadzie, a do końca roku RPP obniży stopy łącznie o 50 pb (w dwóch krokach po 25pb). W całym cyklu oczekujemy łącznej skali obniżek stóp o około 100 pb.

Coraz słabsze dane z gospodarki...

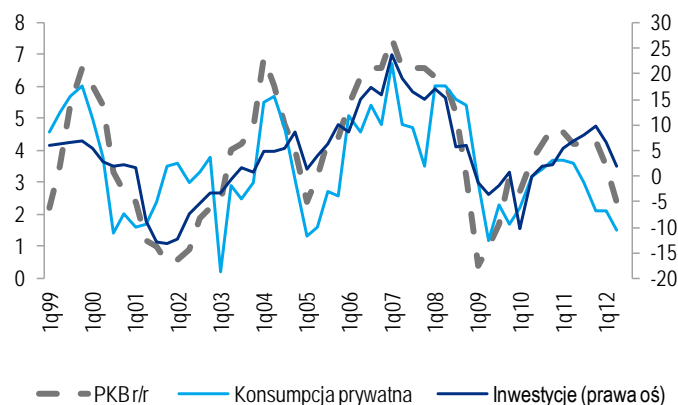
Od czasu publikacji ostatniego raportu miesięcznego w lipcu pojawiło się więcej oznak spowolnienia polskiej gospodarki. Wzrost gospodarczy w II kwartale wyhamował do 2,4% r/r i był słabszy niż oczekiwał rynek oraz niż wskazywał nasz szacunek. Konsumpcja prywatna spowolniła kolejny kwartał z rzędu do 1,5% r/r z 2,1% w I kwartale, do czego przyczyniła się stagnacja na rynku pracy oraz zacieśnienie warunków kredytowych. Jednocześnie aktywność inwestycyjna osłabiła się (wzrost nakładów na środki trwale spowolnił do 1,9% r/r z 6,7% w I kwartale), prawdopodobnie za sprawą finalizacji niektórych projektów infrastrukturalnych oraz niechęci sektora korporacyjnego do rozpoczęcia nowych inwestycji.

Wykres 11. Kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Wzrost PKB i główne składowe

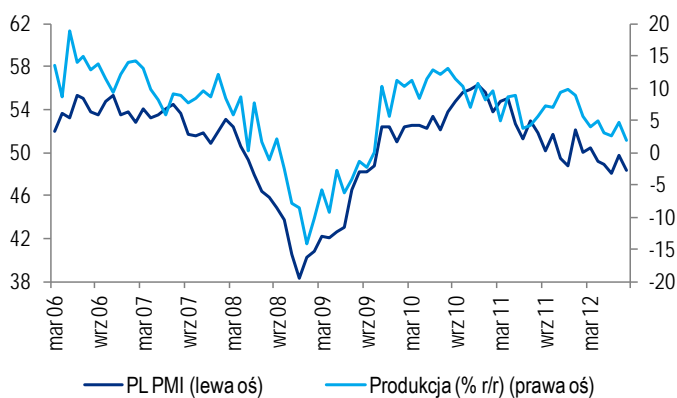


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Nie dostrzegamy wewnętrznych źródeł przyspieszenia wzrostu gospodarczego, w związku z czym spodziewamy się dalszego osłabienia popytu krajowego. Jednocześnie, choć spowolnienie gospodarcze w strefie euro przyczyniło się do wyhamowania wzrostu eksportu to spowolnienie wzrostu importu okazało się głębsze, dzięki czemu kontrybucja salda handlu zagranicznego do wzrostu PKB w II kw. sięgnęła 2,6 pkt proc. Sądzymy, że ten trend może być kontynuowany w kolejnych kwartałach.

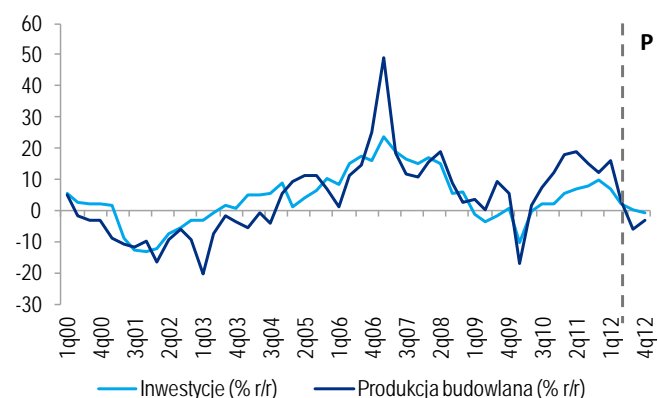
Najnowsze dane miesięczne o aktywności gospodarczej również rozczarowały i potwierdziły scenariusz dalszego wyhamowania gospodarki w III kwartale. Odreagowanie PMI w lipcu do niemal 50 pkt okazało się przejściowe a indeks aktywności spadł ponownie w sierpniu do 48,3 pkt i okazał się znacznie niższy od oczekiwań. Przejściowe okazało się również ożywienie produkcji przemysłowej do 5,2% r/r w lipcu. W sierpniu produkcja spowolniła do 0,5% r/r, a nasze szacunki na wrzesień sygnalizują pierwszy od końca 2009 r. spadek produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym o ok. 3-5% r/r. Dane o produkcji budowlanej zaskoczyły zdecydowanie w dół w lipcu (-8,8% r/r) i choć w sierpniu były lepsze od oczekiwań to tempo wzrostu pozostało wyraźnie poniżej zera (-5% r/r), co jest negatywnym sygnałem dla inwestycji w III kwartale.

Wykres 13. Produkcja przemysłowa i indeks PMI



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

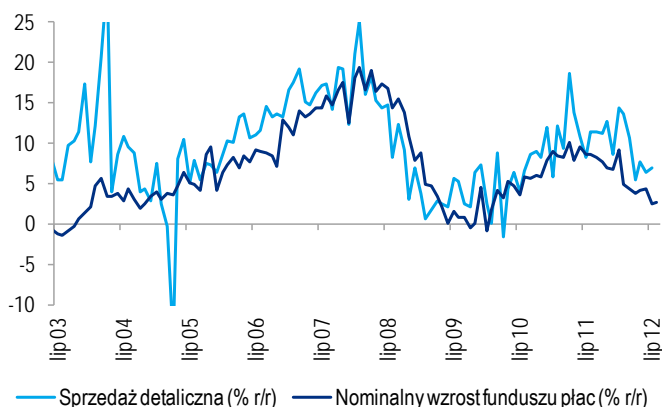
Wykres 14. Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

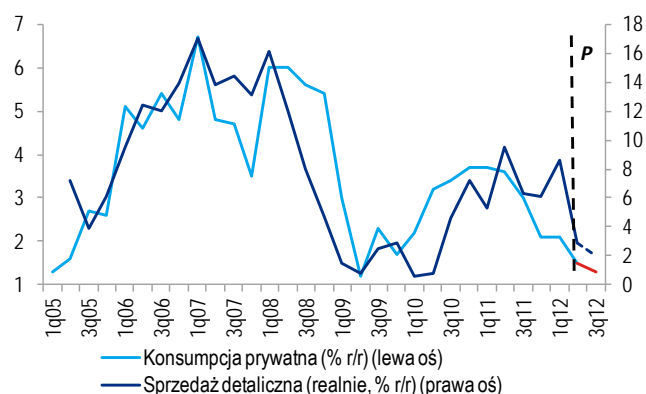
Sprzedaż detaliczna przyspieszyła nieznacznie w lipcu do 6,9% r/r z 6,4% w czerwcu, nieco bardziej niż oczekiwał rynek (6,5% r/r), ale mniej niż zakładała nasza prognoza (8,8% r/r). Tak jak oczekiwaliśmy, nastąpiło przyspieszenie wzrostu sprzedaży paliw oraz samochodów. Jednakże, całkowita sprzedaż detaliczna była słabsza niż oczekiwaliśmy ze względu na pogorszenie w innych kategoriach, szczególnie w żywności i napojach, pozostałej sprzedaży detalicznej prowadzonej w niewyspecjalizowanych sklepach jak i w sprzedaży mebli oraz sprzętu RTV i AGD. Do pewnego stopnia pozytywnie na odczyt lipcowy wpłynęła większa liczba dni roboczych, a nasza prognoza wzrostu sprzedaży detalicznej na sierpień zakłada ponowne wyhamowanie sprzedaży do ok. 5% r/r. Negatywny wpływ na dynamikę sprzedaży detalicznej w kolejnych kwartałach powinny mieć coraz słabsze warunki na rynku pracy.

Wykres 15. Sprzedaż detaliczna (w dużych sklepach) oraz fundusz płac.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

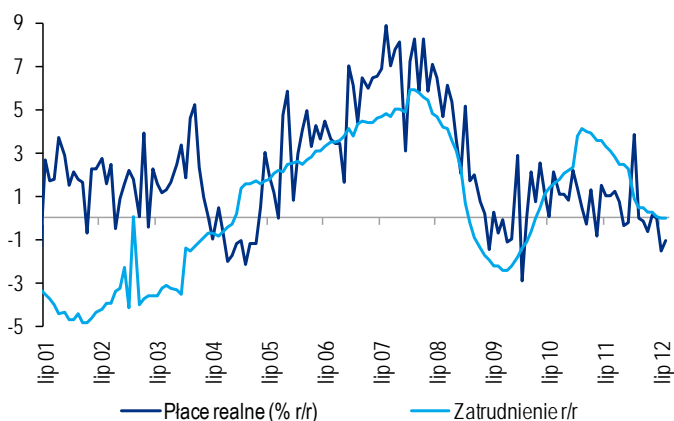
Wykres 16. Realny wzrost sprzedaży detalicznej vs. konsumpcja prywatna.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

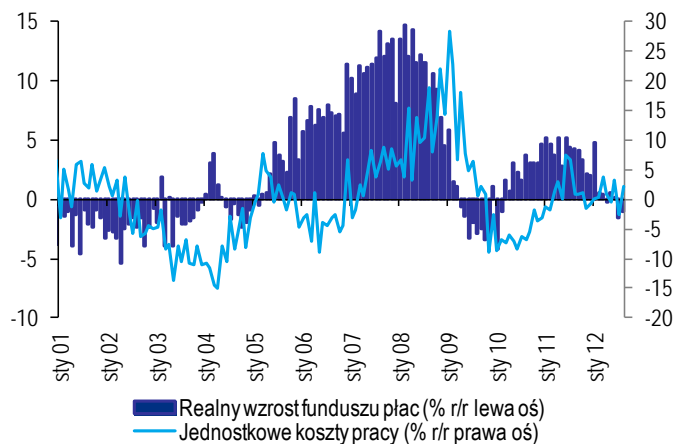
Stopniowe pogorszenie sytuacji na rynku pracy jest negatywnym sygnałem dla konsumpcji w kolejnych kwartałach. Tempo wzrostu zatrudnienia w sierpniu pozostało na poziomie 0% r/r, i było zgodne z rynkowym konsensem i naszym szacunkiem. Tymczasem wzrost płac przyspieszył do 2,7% r/r z 2,4% r/r, co było poniżej naszej prognozy 3% oraz rynkowych oczekiwań na poziomie 3,1% r/r. Jednocześnie choć dynamika realnego funduszu płac uległa poprawie, była to niewielka zmiana (-1,1% r/r wobec -1,5% r/r w lipcu). Oczekiwane dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy, spowolnienie wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych oraz niska stopa oszczędności będą negatywnie oddziaływać na perspektywy konsumpcji w kolejnych miesiącach. Spodziewamy się dalszego spowolnienia wzrostu konsumpcji prywatnej w III kw. do 1,3% r/r z 1,5% w II kw., co stworzy przestrzeń Radzie do obniżek stóp procentowych.

Wykres 17. Płace realne oraz zatrudnienie.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 18. Jednostkowe koszty pracy i realny wzrost funduszu płac.



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

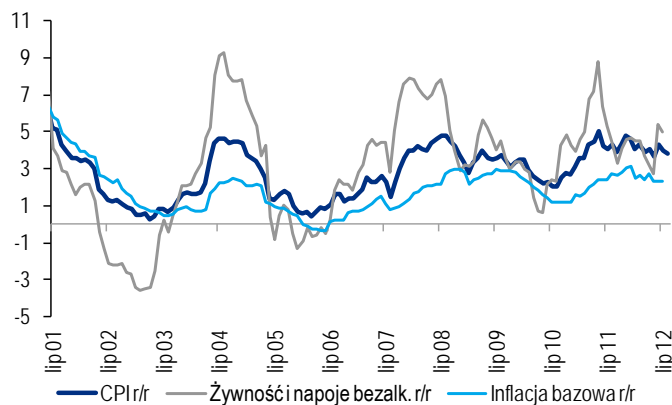
Sądzimy, że wzrost gospodarczy najprawdopodobniej spowolni do 1,5% do końca tego roku. W całym 2012 r. spodziewamy się wyhamowania wzrostu gospodarczego do 2,4% r/r, a w 2013 r. do 2,2% r/r. Choć nasza prognoza wzrostu PKB była jedną z najniższych na rynku, konsensus rynkowy najprawdopodobniej przesunie się wyraźnie w dół,

przede wszystkim za sprawą rozczarowujących publikacji makroekonomicznych za sierpień i wrzesień. Choć jeszcze w czerwcu prognoza rynkowa na 2013 r. zakładała wzrost PKB o 3,3% r/r, we wrześniu była już o 1 pkt proc. niższa i była bliska naszemu szacunkowi na poziomie 2,2% r/r.

RPP przygotowuje się do obniżek

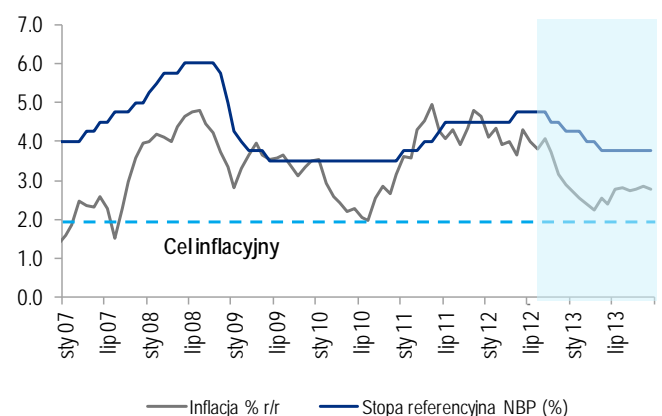
Inflacja spadła w sierpniu do 3,8% r/r z 4,0% r/r. Wzrost CPI był minimalnie mniejszy od naszej prognozy na poziomie 3,9% r/r, głównie z powodu niższych niż oczekiwaliśmy cen energii i paliw, natomiast pozostałe kategorie były niemal idealnie zgodne z naszymi założeniami. Spodziewamy się, że po jednorazowym wzroście inflacji do około 4-4,1% r/r we wrześniu, CPI będzie się znacząco obniżał w kolejnych miesiącach. Sądzymy, że inflacja wyhamuje do około 3% r/r na koniec bieżącego roku, a cel inflacyjny banku centralnego (2,5%) zostanie osiągnięty na początku 2013 roku.

Wykres 19. Struktura inflacji.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 20. Prognoza inflacji i stóp procentowych.



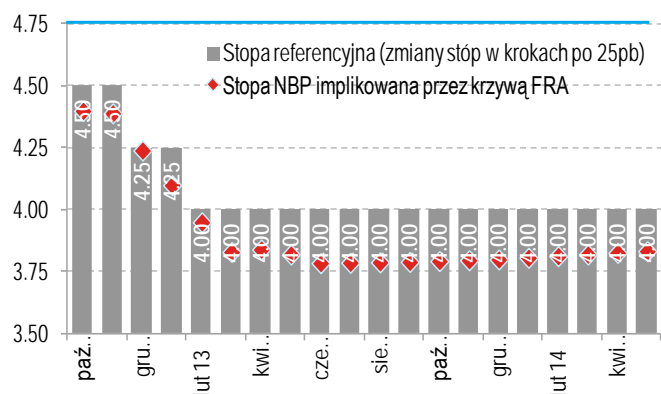
Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

Zrewidowane prognozy wzrostu gospodarczego oraz lepsze perspektywy inflacyjne powinny pomóc bankowi centralnemu dokonać zwrotu w polityce pieniężnej. We wrześniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, ale opublikowała gołębi komunikat, który sygnalizował zmianę nieformalnego nastawienia RPP z restrykcyjnego na łagodne, sygnalizując, że obniżki stóp procentowych są bardziej prawdopodobne niż podwyżki. Była to istotna zmiana dla członków RPP, którzy jeszcze w maju zdecydowali o obniżce stóp procentowych o 25 pb i od tego czasu sygnalizowali, że możliwe jest dalsze dostosowanie polityki pieniężnej.

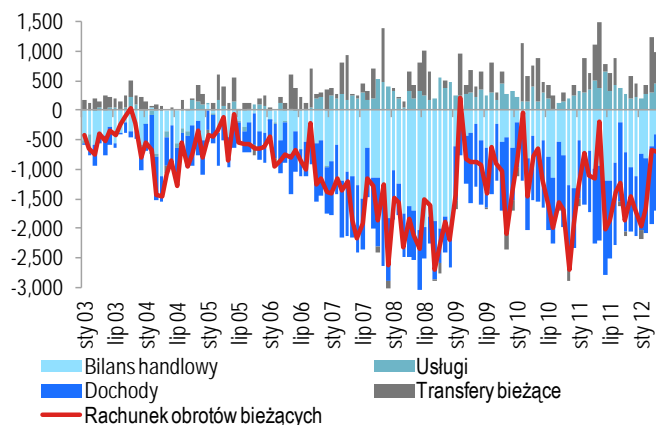
Naszym zdaniem ostatni komunikat Rady w wrześniu otwiera drogę do poluzowania polityki pieniężnej już w październiku lub listopadzie. Jeszcze w lipcu i sierpniu sądziliśmy, że Rada Polityki Pieniężnej będzie preferowała wstrzymanie się z poluzowaniem polityki pieniężnej dopóki inflacja nie spadnie w pobliże celu inflacyjnego na początku 2013 r. Jednak wydaje się, że członkowie Rady zostali zaskoczeni przez słabe wyniki gospodarki. Fakt, że we wrześniu znalazła się większość do zmiany nieformalnego nastawienia sugeruje, że gołębi ton zyskał na znaczeniu w Radzie. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że stopy procentowe zostaną obniżone o 25 pb na październikowym posiedzeniu oraz o kolejne 25 pb

jeszcze przed końcem roku, prawdopodobnie w grudniu. Jeśli dane publikowane w najbliższym czasie zaskoczą w górę wówczas Rada może opóźnić decyzję o obniżkach stóp procentowych o miesiąc, ale wątpimy, aby bankierzy centralni chcieli czekać dłużej, szczególnie biorąc pod uwagę pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem stopa referencyjna obniży się z obecnego poziomu 4,75% co najmniej do 3,75% w przyszłym roku.

Wykres 21. Stopa referencyjna implikowana ze stawek FRA **Wykres 22. Składowe rachunku obrotów bieżących**



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.



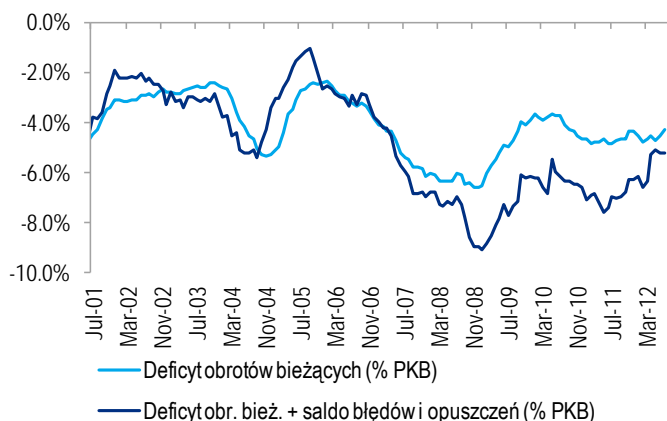
Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Spadek deficytu obrotów bieżących

Deficyt obrotów bieżących obniżył się w lipcu do ok. 1 mld € z ponad 1,2 mld € w czerwcu. Deficyt obrotów bieżących był niższy zarówno od oczekiwań rynku jak i naszej prognozy oraz czerwcowego wyniku. Pewna poprawa w obrotach bieżących nastąpiła głównie za sprawą spadku deficytu handlowego do 314 mln €, znacznie poniżej naszego szacunku. Złożyło się na to znaczne mocniejsze od oczekiwań przyspieszenie wzrostu eksportu (do ok. 12,7% r/r z 0,5% r/r w czerwcu) oraz wzrostu importu (do 4,2% r/r) Jednocześnie nastąpiła poprawa na rachunku transferów oraz usług i dochodów, choć była ona zgodna z oczekiwaniami. Dane NBP pokazały nieznaczny odpływ kapitału portfelowego oraz wzrost deficytu na rachunku błędów i opuszczeń. Warto zwrócić uwagę na pozytywny z punktu widzenia stabilności złotego wzrost pokrycia skumulowanego za ostatnie 12 miesięcy deficytu obrotów bieżących przez napływ kapitału długoterminowego w ostatnich miesiącach.

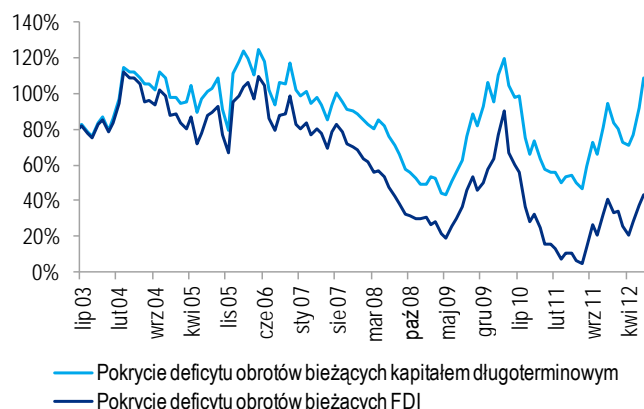
Oczekujemy stopniowego spadku deficytu w kolejnych miesiącach wraz z osłabieniem popytu krajowego. Po lipcu skumulowany deficyt obrotów bieżących spadł do 4,3% PKB z 4,5%. Choć, saldo błędów i opuszczeń pogorszyło się do 0,9% PKB to wciąż pozostaje znacznie poniżej poziomów notowanych przed kilkoma kwartałami. W następnych miesiącach oczekujemy ponownego osłabienia tempa wzrostu eksportu i importu wraz z osłabieniem koniunktury u głównych partnerów handlowych oraz popytu krajowego. Jednocześnie spodziewamy się stopniowego spadku deficytu obrotów bieżących do ok. 4% PKB na koniec roku. Choć powinno to mieć pozytywny wpływ na złotego to deficyt jest wciąż duży a złoty pozostaje wrażliwy na wahania apetytu na ryzyko.

Wykres 23. Deficyt obrotów bieżących oraz deficyt powiększony o saldo błędów i opuszczeń (% PKB).



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 24. Pokrycie deficytu w rachunku bieżącym napływem FDI i kapitału długoterminowego.

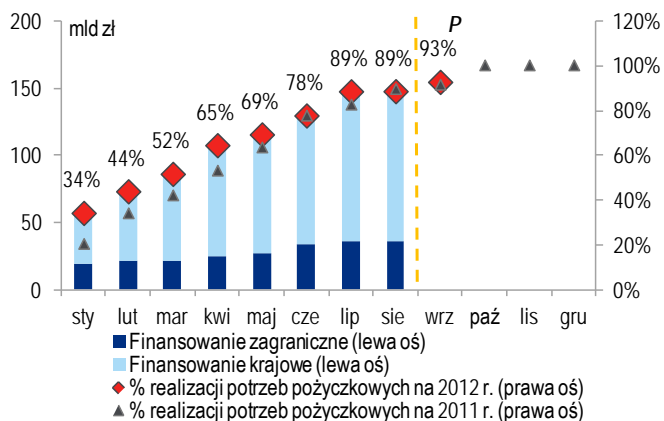


Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Dalszy napływ kapitału zagranicznego

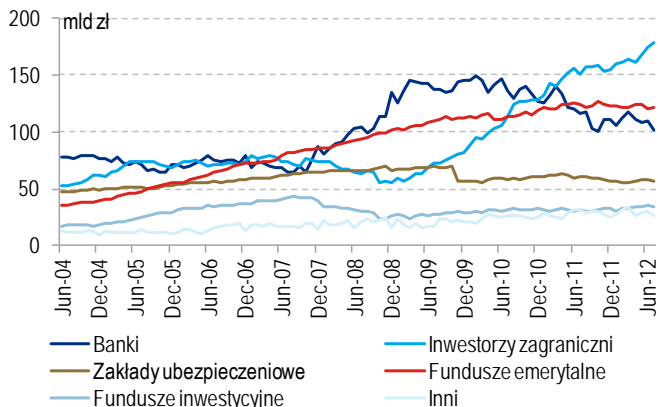
Bardzo dobra realizacja potrzeb pożyczkowych wspiera i stabilizuje rynek obligacji, utrzymując rentowności obligacji blisko historycznie niskich poziomów. Ministerstwo Finansów sfinansowało dotychczas ponad 93-95% potrzeb pożyczkowych i planuje prefinansować ok. 20% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych do końca roku. Ministerstwo wydaje się elastyczne, jeśli chodzi o przyszłe emisje i będzie oferowało długoterminowe obligacje w zależności od popytu i warunków rynkowych. Jednocześnie Resort finansów zapowiedział, także dalsze emisje zagraniczne, m.in. obligacji jenowych w tym roku i obligacji euroowych lub dolarowych na przełomie roku. Znaczne prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych, które wyniosą naszym zdaniem ok. 140-145 mld zł (wobec ok. 170 mld zł w 2012 r.), będzie pozytywnie oddziaływało na krajowy rynek długu także w kolejnych miesiącach i będzie ograniczało skalę ewentualnych przecen.

Wykres 25. Realizacja potrzeb pożyczkowych.



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

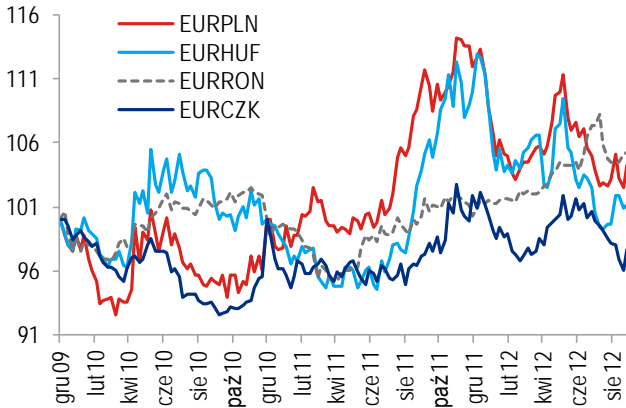
Wykres 26. Portfele obligacji krajowych według typu inwestora.



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

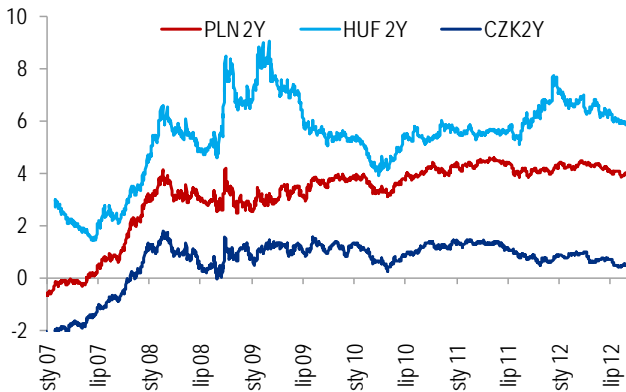
Popyt na krajowe obligacje skarbowe ze strony inwestorów zagranicznych pozostaje wysoki. W lipcu zaangażowanie inwestorów zagranicznych na rynku polskich papierów skarbowych wzrosło o 3,9 mld zł do poziomu 18,2 mld. W dwóch poprzednich miesiącach napływy każdorazowo przekraczały 6 mld zł, co doprowadziło do zwiększenia udziału zagranicznych inwestorów do nowego rekordowo wysokiego poziomu 33,6%. Wśród inwestorów zagranicznych tym razem w przeciwieństwie do ostatnich miesięcy głównym kupującym były banki (6,3 mld zł) natomiast inwestorzy „real money” zmniejszyli stan posiadania krajowych papierów (o ok. 3,4 mld zł), choć głównie wynikało to z zapadalnych w lipcu obligacji (8,1 mld zł obligacji OK0712). Popyt na polskie obligacje skarbowe był częściowo związany z nadziejami na luzowanie polityki pieniężnej w kraju i był wspierany przez poprawę „apetytu na ryzyko”. Jednocześnie krajowi inwestorzy (oprócz funduszy emerytalnych) zmniejszali swoje zaangażowanie w polskich obligacjach rządowych. Naszym zdaniem Ministerstwo Finansów nie powinno mieć większych problemów z realizacją swojego planu, polegającego na zaspokojeniu 100% potrzeb pożyczkowych do końca października bieżącego roku.

Wykres 27. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



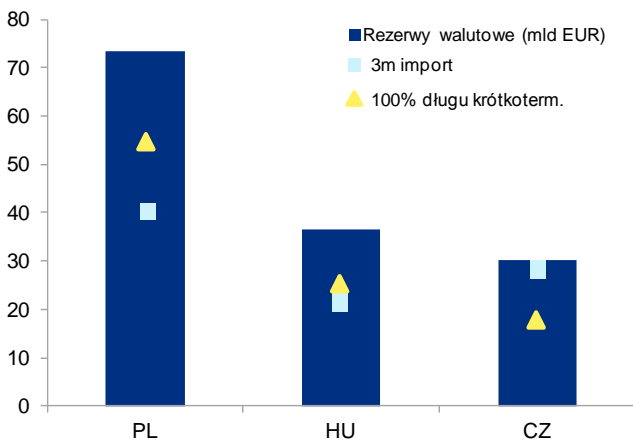
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 29. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



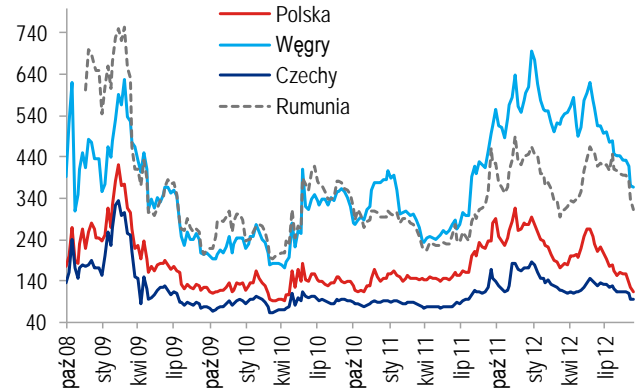
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 31. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



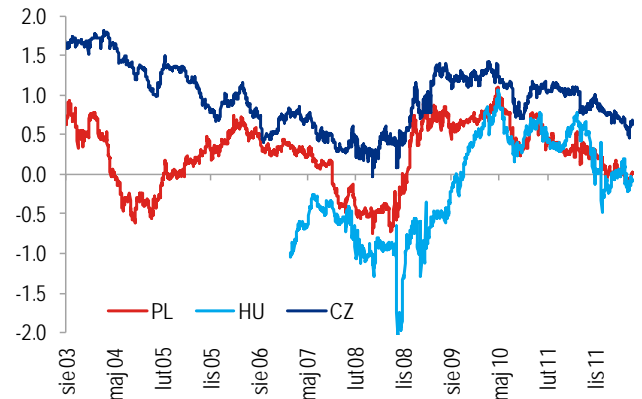
Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 28. Stawki CDS (5-letnie)



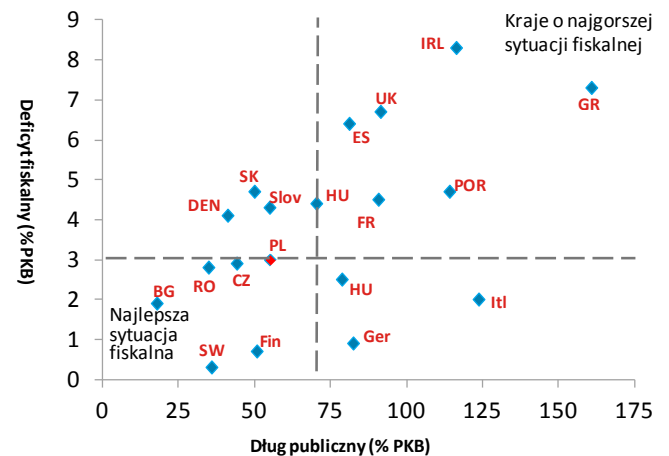
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 30. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 32. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)



Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2011					2012							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7.9	7.4	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6	0.8	2.8	4.3	1.2	5.2	0.5
Produkcja przemysłowa (% m/m)	4.1	12.6	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	10.7	-7.6	4.2	-2.0	-2.3	-0.8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	9.0	8.3	7.1	9.5	8.6	10.7	5.0	1.1	3.0	5.0	1.8	5.8	0.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	10.8	18.1	8.9	13.0	14.6	32.2	12.0	3.5	8.1	6.2	-5.2	-8.8	-0.9
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	11.3	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3	13.7	10.7	5.5	7.7	6.4	6.9	-
Stopa bezrobocia (%)	11.8	11.8	11.8	12.1	12.5	13.2	13.5	13.3	12.9	12.6	12.4	12.3	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9	4.0	3.6	4.3	4.0	3.8
Inflacja (% m/m)	0.0	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	6.8	8.4	8.5	8.9	8.2	7.9	6.0	4.4	4.4	5.2	4.4	3.7	3.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.6	1.7	0.1	0.7	0.4	0.1	-0.5	0.1	0.7	0.4	-0.5	-0.2	-0.4
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3	3.8	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,382	-1,241	-1,861	-1,473	-1,685	-1,979	-1,668	-670	-713	-749	-1,240	-1,027	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.7	-4.6	-4.6	-4.4	-4.4	-4.5	-4.8	-4.7	-4.5	-4.7	-4.5	-4.3	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-903	-211	-722	-964	-1122	-734	-823	-607	-398	-933	-412	-314	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	11,492	12,509	12,518	12,112	10,557	11,378	11,744	12,650	11,622	12,088	11,738	12,325	-
Eksport (% r/r)	15.9	7.5	8.6	8.4	4.7	7.7	6.4	3.8	1.2	-0.1	0.5	12.7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,395	12,720	13,240	13,076	11,679	12,112	12,567	13,257	12,020	13,021	12,150	12,639	-
Import (% r/r)	12.0	4.5	7.8	5.0	2.4	9.5	7.1	3.0	-3.7	-0.1	-5.7	4.2	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.8	10.2	10.5	11.8	12.5	13.7	12.5	9.3	10.3	11.3	11.1	11.1	9.8
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4	12.3	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.2	9.1	8.6	13.5	12.1	12.5	12.5	7.9	4.2	4.7	2.4	4.1	2.0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	12.1	14.5	14.5	13.3	11.9	11.1	9.5	9.7	10.0	9.7	7.5	3.6	3.5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.6	12.6	12.5	16.1	18.1	15.9	14.8	15.0	13.3	14.1	12.1	10.7	10.6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75
WIBOR 3M (średnio)	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.97	4.95	4.94	5.05	5.12	5.13	5.04
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.96	4.94	4.95	5.11	5.13	5.12	4.96
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.56	4.48	4.45	4.79	4.55	4.51	4.48	4.50	4.63	4.81	4.80	4.60	4.55
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.49	4.47	4.58	4.87	4.78	4.70	4.67	4.61	4.70	4.80	4.63	4.21	4.09
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.16	5.10	5.10	5.29	5.33	5.00	4.86	4.86	4.88	5.04	4.73	4.42	4.34
EUR/PLN (koniec okresu)	4.14	4.41	4.34	4.55	4.41	4.23	4.14	4.16	4.18	4.39	4.26	4.11	4.18
USD/PLN (koniec okresu)	2.87	3.26	3.10	3.42	3.41	3.20	3.07	3.12	3.17	3.54	3.39	3.34	3.34
EUR/USD (koniec okresu)	1.44	1.35	1.40	1.33	1.29	1.32	1.35	1.33	1.32	1.24	1.26	1.23	1.25
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	21.1	20.7	21.9	22.5	21.6	25.1	5.3	16.4	23.0	24.8	20.9	24.3	22.9
Def. budżetowy kum. (% planu)	52.5	51.6	54.5	56.1	53.6	62.4	15.1	46.8	65.6	70.9	59.8	69.6	65.5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	342	426	533	433	470	515	504	468
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,060	1,175	1,273	1,344	1,416	1,525	1,620	1,700
PKB per capita (USD)	8,970	11,168	13,982	11,332	12,313	13,492	13,192	12,254
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.1	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2
Stopa bezrobocia (%)	14.9	11.2	9.5	11.9	12.2	12.5	13.1	13.5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.2	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.4	2.2
Inwestycje (% r/r)	14.9	17.6	9.6	-1.2	-0.2	8.3	1.2	1.2
Spożycie ogółem (% r/r)	5.2	4.6	6.1	2.0	3.5	2.0	1.2	1.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.0	4.9	5.7	2.1	3.2	3.1	1.7	2.2
Eksport (% r/r)	14.6	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.5	2.0	2.3
Import (% r/r)	17.3	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.8	-1.3	0.1
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1.4	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.9	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	1.1	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.8	2.6
Płace nominalne (% r/r)	5.0	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.9	3.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.75
WIBOR1M. (% koniec okresu)	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	4.77	4.34	3.87
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	5.20	5.35
USD/PLN (Koniec okresu)	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	3.41	3.31	3.51
USD/PLN (Średnia)	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.27	3.63
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	4.41	4.20	4.18
EUR/PLN (Średnia)	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-22.2	-17.9	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.3	-3.6	-4.2
Saldo handlu zagranicznego	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-10.6	-9.4
Eksport	117.4	145.3	178.7	142.1	166.3	193.6	187.3	182.9
Import	124.5	162.4	204.7	146.4	178.1	207.8	197.8	192.3
Saldo usług	0.7	4.8	5.0	4.8	3.1	6.0	6.7	5.2
Saldo dochodów	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-20.1	-18.9	-20.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10.7	18.0	10.3	8.8	3.6	9.1	4.2	8.0
Rezerwy międzynarodowe	48.2	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	94.0	102.0
Amortyzacja	23.5	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3.6	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.4	-3.0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.4	0.0
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.8	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	51.4	51.4
Dług krajowy	35.6	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	35.2	34.8

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.9	4.3	2.4	2.2	2.8	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.6	4.3	3.8	2.6	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.3	-3.6	-4.2	-5.1	-5.3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	4.50	4.25	3.75	4.50	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.96	3.41	3.31	3.51	3.15	3.02
USD/PLN (Średnia)	3.02	2.96	3.27	3.63	3.04	2.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.41	4.20	4.18	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.12	4.19	4.29	4.00	3.90

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

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.