

CitiMonthly - Polska

W skrócie

- W tym miesiącu przyglądamy się silnemu złotemu i zastanawiamy się nad tym, jaki on może mieć wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w kraju.
- Według naszych analiz, umocnienie złotego od początku roku sprawiło, że obecnie kurs polskiej waluty jest niebezpiecznie blisko poziomów powodujących spadek konkurencyjności eksportu.
- Zbyt wysokie stopy procentowe banku centralnego, zacieśnienie fiskalne oraz osłabienie popytu zagranicznego sprawiają, że deprecjacja złotego mogłaby być jedynym szybko dostępnym „źródłem” ożywienia w kraju.
- Oczekujemy, że obecny silny kurs PLN przyczyni się do pogłębienia spowolnienia gospodarczego, a z czasem presja na osłabienie złotego wzrośnie.
- Najnowsza seria publikacji danych wskazuje na pogłębiające się spowolnienie w polskiej gospodarce. Spadki realnej produkcji przemysłowej i budowlanej oraz sprzedaży detalicznej zapowiadają bardzo słaby wynik PKB w III kwartale.
- Wrześniowa inflacja okazała się niższa od wcześniejszych prognoz, co sprawia, że spadek wskaźnika CPI w pobliże celu inflacyjnego jeszcze w tym roku jest bardziej prawdopodobny.
- W październiku Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, jednak spodziewamy się, że publikacja najnowszej projekcji inflacyjnej przeważy szalę i pozwoli na obniżkę o 25 pb już w listopadzie. Oczekujemy, że do połowy przyszłego roku stopy spadną łącznie o około 100 pb.
- Biorąc pod uwagę zestawienie mniejszej podaży obligacji oraz utrzymanie dosyć dużego popytu na nie sądzimy, że resort finansów nie powinien mieć problemów z zaspokojeniem planu finansowania na 2013.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

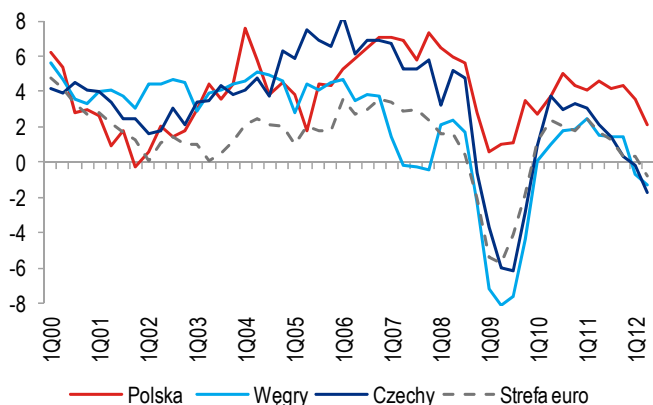
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

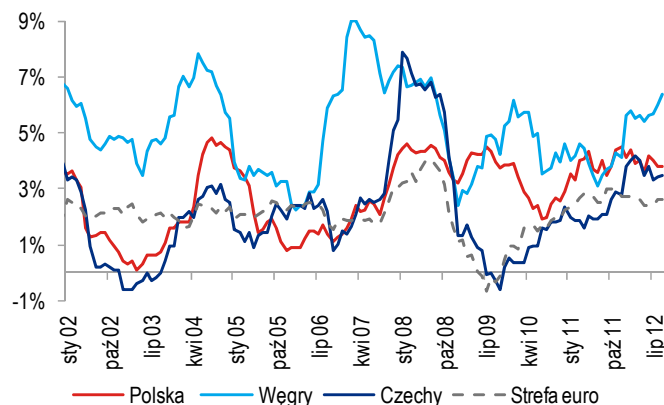
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



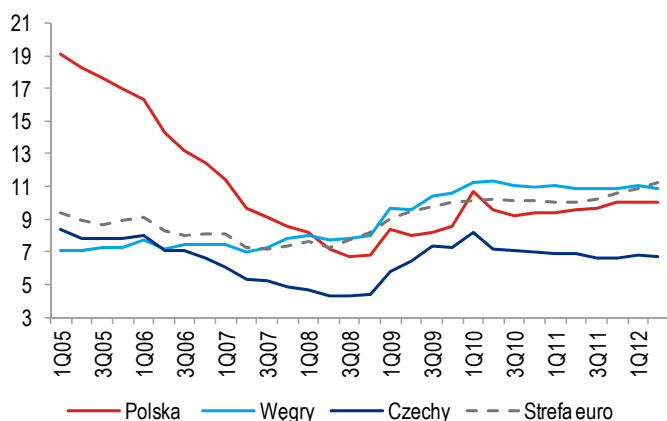
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



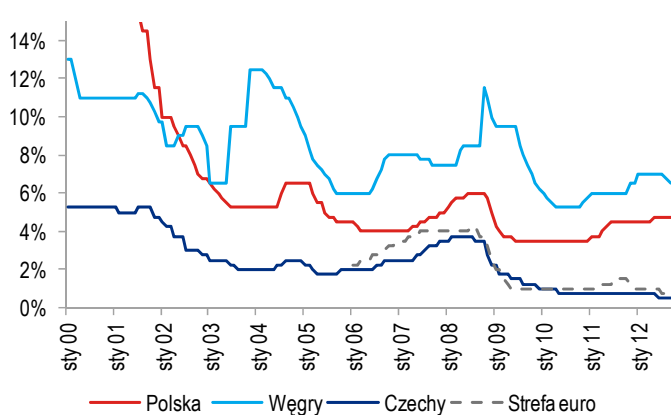
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	3.4	3.2	-2.9	43.9
Węgry	5.1	8.3	-2.5	78.5
Polska	4.0	5.5	-3.0	55.0
Rumunia	2.9	6.9	-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

Czy złoty jest zbyt mocny?¹

- Umocnienie złotego od początku roku sprawiło, że obecnie kurs polskiej waluty jest niebezpiecznie blisko poziomów powodujących spadek konkurencyjności eksportu.
- Zbyt wysokie stopy procentowe banku centralnego, zacieśnienie fiskalne oraz osłabienie popytu zagranicznego sprawiają, że osłabienie złotego mogłoby być jedynym szybko dostępnym „źródłem” ożywienia w kraju.
- Oczekujemy, że obecny silny kurs PLN przyczyni się do pogłębienia spowolnienia, a z czasem presja na osłabienie PLN wzrośnie.

Spójrzmy prawdzie w oczy. Pomimo serii niepokojących danych z gospodarki, kurs złotego dotychczas zachowywał się wyjątkowo stabilnie, oscylując w pobliżu poziomu 4,10 EUR/PLN. Co więcej, od początku roku polska waluta wyraźnie zyskała na wartości, choć oczywiście trudno zaprzeczyć, że aprecjacja następowała z wyjątkowo słabego poziomu. Biorąc pod uwagę skalę spowolnienia w kraju, na uwagę zasługuje kwestia dotycząca wpływu obecnego kursu złotego na konkurencyjność eksporterów oraz perspektywy wzrostu gospodarczego. Aby ocenić skalę ewentualnych problemów, we wrześniu przeprowadziliśmy ankietę wśród eksporterów będących klientami naszego banku w Polsce oraz klientami Citi w Czechach oraz na Węgrzech. W naszej ankiecie pytaliśmy między innymi o to, przy jakim kursie walutowym eksport badanych firm stawałby się nieopłacalny. Uzyskane odpowiedzi nie powinny być interpretowane jako szacunek „kursu równowagi” lub „wartości godziwej” złotego, ale mogą stanowić bardzo przydatną wskazówkę odnośnie tego jak (nie)komfortowo czują się eksporterzy z obecnym kursem PLN.

Tabela 2. Wyniki ankiety przeprowadzonej wśród eksporterów z krajów CEE

	CZK	HUF	PLN
Kurs progowy eksportu vs. EUR	23,1	271	4,00
Minimum	20,0	200	3,50
Maksimum	25,0	290	5,0
Średni kurs rynkowy vs. kurs progowy (%)	6,5	4,5	3,2

Źródło: Citi Research, Reuters

Tabela 3. Kursy progowe eksportu w krajach CEE – wyniki z ankiet przeprowadzonych we wrześniu 2012 i styczniu 2012

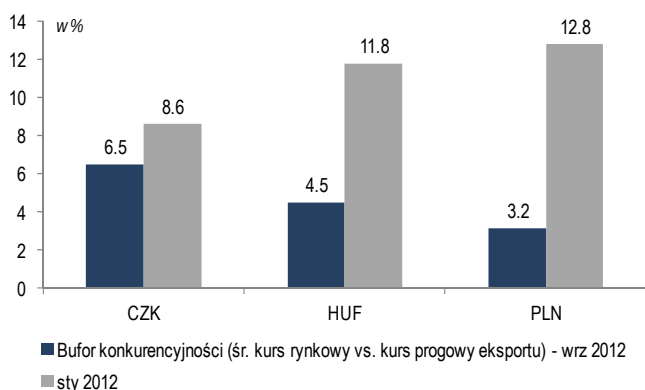
	Sep-12	Jan-12	Change
CZK	23.1	23.5	-1.5%
HUF	271.1	274.6	-1.3%
PLN	4.0	3.88	3.1%

Źródło: Citi Research

¹ Niniejsza sekcja jest oparta na raporcie *FX Survey – Are CEE currencies getting too strong?*, 19.10.2012.

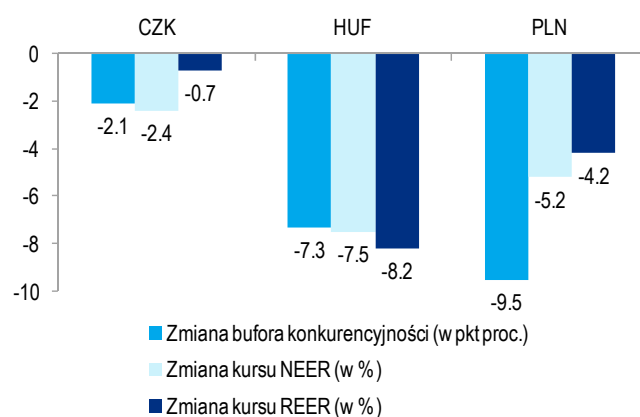
Pomimo utrzymującej się pewnej przewagi konkurencyjnej polskich eksporterów, nie ma chyba zbyt wielu powodów do świętowania. Uzyskane wyniki wskazują, że kurs przy którym polski eksport stałby się nieopłacalny to dla badanych firm przeciętnie 4 EUR/PLN. Bufor konkurencyjności, czyli różnica między rzeczywistym kursem rynkowym, a kursem progowym zapewniającym opłacalność, wyniósł zaledwie około 3,2%. Uwagę zwracają dwie kwestie. Po pierwsze, powyższy bufor konkurencyjności dla Polski jest mniejszy niż w Czechach lub na Węgrzech (Tabela 2). Po drugie, chociaż w ciągu ostatnich miesięcy zmniejszył się on we wszystkich badanych krajach, w Polsce ta zmiana okazała się największa.

Wykres 5. Wyniki najnowszej ankiety pokazują, że różnica między kursem rynkowym i kursem progowym eksportu jest szczególnie niska w Polsce ...



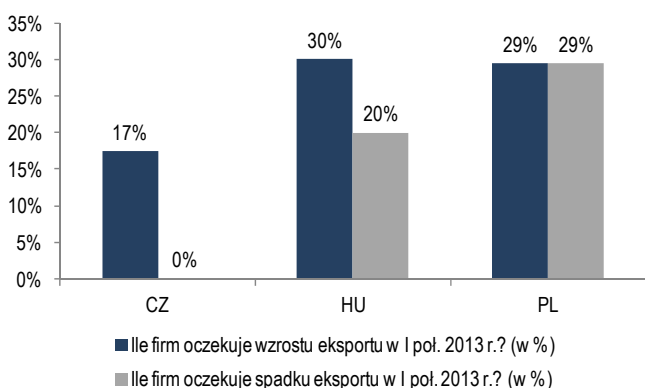
Źródło: Citi Research

Wykres 6. ... ale bufor konkurencyjności eksportu obniżył się we wszystkich krajach CEE, mniej więcej zgodnie z aprecjacją efektywnego kursu walutowego



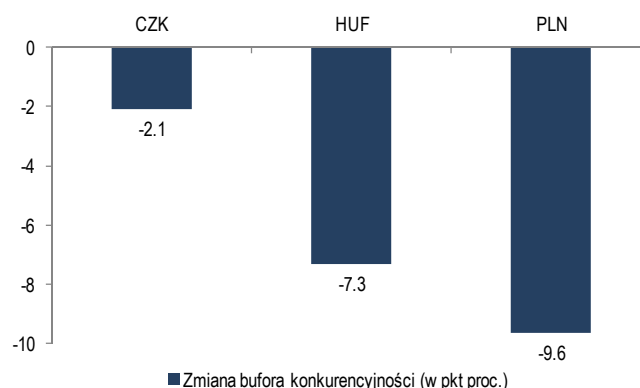
Źródło: Citi Research, BIS. Uwaga: Spadek EER oznacza mocniejsze waluty CEE.

Wykres 7. W Polsce i na Węgrzech relatywnie wysoki odsetek firm oczekuje spadku sprzedaży na eksport ...



Źródło: Citi Research

Wykres 8. ... podczas gdy popyt jest ważniejszym źródłem wzrostu eksportu niż poziom kursu walutowego

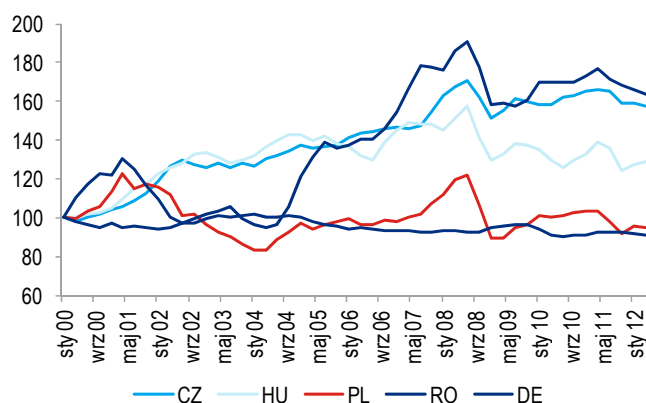


Źródło: Citi Research

Inne pytania naszej ankiety również nie dają podstaw do nadmiernego optymizmu. Wśród ankietowanych polskich firm niemal 30% oczekuje spadku sprzedaży eksportowej w pierwszej połowie 2013 roku i jest to odsetek większy niż na Węgrzech (20%) lub w Czechach (praktycznie 0%), choć w przypadku tych ostatnich dwóch krajów przydatność otrzymanych wyników jest częściowo ograniczona w związku z niewielką liczbą odpowiedzi. Ponieważ głównym motorem wzrostu eksportu/zamówień

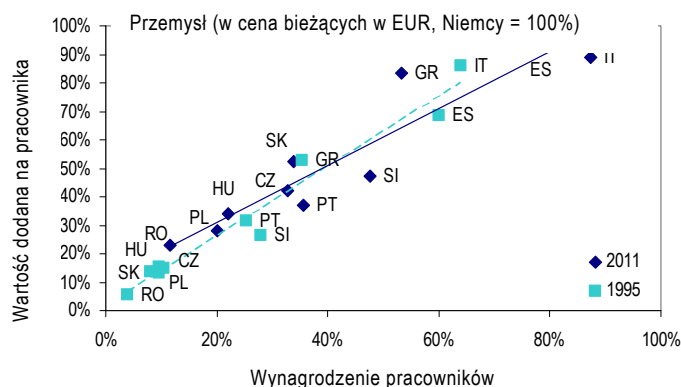
eksportowych pozostaje popyt zagraniczny, a nie poziom kursu złotego, trudno za zaistniałą sytuację winić tylko i wyłącznie poziom kursu walutowego. Można przypuszczać, że ewentualne osłabienie polskiej waluty nie doprowadziłoby do gwałtownego zwiększenia zamówień eksportowych, jednak mogłoby ono poprawić opłacalność polskiej produkcji (poprzez zwiększenie wyrażonej w złotych wartości eksportu), a przez to pozwoliłoby ograniczyć na przykład skalę zwolnień w polskim przemyśle przetwórczym. Spoglądając na inne miary konkurencyjności (niż kurs progowy), pozycja krajów Europy Środkowej nie pogorszyła się w ostatnich latach. Mierząc siłę walut za pomocą realnego kursu efektywnego (a więc kursu wobec koszyka walut, skorygowanego dodatkowo o różnice w kosztach pracy) złoty i forint są o ponad 10% słabsze niż w 2008 roku, a czeska korona jest słabsza o prawie 4%.

Wykres 9. Waluty CEE są słabsze niż w 2008 r., ale w porównaniu do I kw. 2000 jedynie złoty się osłabił



Źródło: Eurostat, Citi Research. Notka: Kurs REER został obliczony na podstawie indeksu jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce (27 partnerów handlowych).

Wykres 10. Koszty pracy oraz wydajność pracy w UE – porównanie 1995 oraz 2011



Źródło: ECFIN AMECO, Citi Research. Uwaga: Najnowsze dane z 2011.

Zmniejszenie buforów konkurencyjności następuje w niezbyt korzystnym momencie. Polska weszła w okres spowolnienia gospodarczego, które jest głębsze i szybsze niż oczekiwała znaczna część konsensusu rynkowego. Przy pogarszającej się sytuacji na rynku pracy, wyraźnym zacieśnieniu fiskalnym, niepewności ograniczającej aktywność inwestycyjną oraz zbyt wysokich stopach banku centralnego, relatywnie silny złoty może sprzyjać pogłębieniu spowolnienia. Tak jak argumentowaliśmy w naszych poprzednich raportach zazwyczaj okresy spowolnienia były również okresami deprecjacji krajowej waluty. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że z czasem presja na osłabienie złotego zacznie rosnąć, szczególnie po rozpoczęciu cyklu luzowania polityki pieniężnej przez RPP. Przy utrzymującym się apetycie na ryzyko EUR/PLN mógłby wzrosnąć do około 4,2 w ciągu najbliższych sześciu miesięcy, a w przypadku pogorszenia nastrojów skala osłabienia mogłaby okazać się większa. Co prawda rosnące zainteresowanie polskimi obligacjami ze strony zagranicznych inwestorów może nieco przedłużyć okres siły złotego w stosunku do naszego bazowego scenariusza, jednak naszym zdaniem im dłużej złoty pozostanie silny, tym większe będzie ryzyko, że późniejsze spowolnienie okaże się jeszcze głębsze i dotkliwsze.

Gospodarka w skrócie

Spowolnienia ciąg dalszy

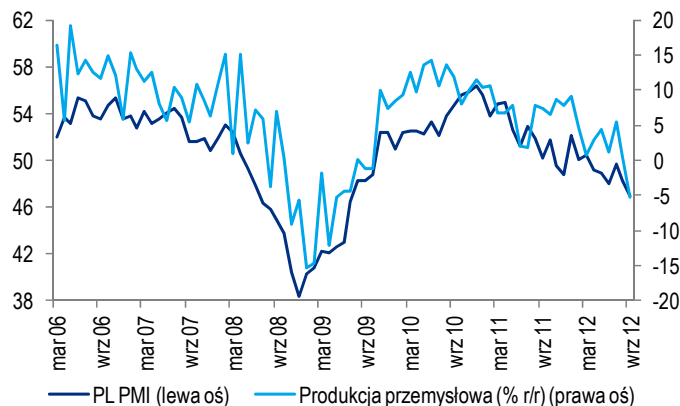
- Najnowsza seria publikacji danych wskazuje na pogłębiające się spowolnienie w polskiej gospodarce. Spadki realnej produkcji przemysłowej i budowlanej oraz sprzedaży detalicznej zapowiadają bardzo słaby wynik PKB w III kwartale.
- Wrześniowa inflacja okazała się niższa od wcześniejszych prognoz, co sprawia, że spadek wskaźnika CPI w pobliże celu inflacyjnego jeszcze w tym roku jest bardziej prawdopodobny.
- W październiku Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, jednak spodziewamy się, że publikacja najnowszej projekcji inflacyjnej przeważy szalę i pozwoli na obniżkę o 25 pb już w listopadzie. Oczekujemy, że do połowy przyszłego roku stopy spadną łącznie o około 100pb.

Wzrost poniżej 2% w 3Q?

Publikowane w październiku dane nie pozostawiają większych wątpliwości, że wzrost gospodarczy w trzecim kwartale wyraźnie wyhamował do rozczarowująco niskich poziomów. Miesięczne dane pokazały bowiem wyraźny spadek produkcji przemysłowej (-5,2% r/r) i jeszcze głębsze załamanie w budownictwie (-17,8% r/r), czemu towarzyszył spadek realnej sprzedaży detalicznej w porównaniu z wrześniem poprzedniego roku (-0,5% r/r). Według naszych szacunków łącznie te dane sugerują wzrost PKB w trzecim kwartale na poziomie zaledwie 1,5% r/r, a więc poniżej i tak wyjątkowo słabego drugiego kwartału (2,3%). W momencie przygotowywania niniejszego raportu nie są jeszcze znane informacje na temat handlu zagranicznego za wrzesień i nie można wykluczyć, że ostatecznie ich publikacja pozwoli na nieco bardziej optymistyczną ocenę polskiej gospodarki. Niemniej jednak skala wyhamowania gospodarczego wydaje się niepokojąca, tym bardziej, że dotyczy ona zarówno (zazwyczaj stabilnej) dynamiki konsumpcji, jak i nakładów inwestycyjnych.

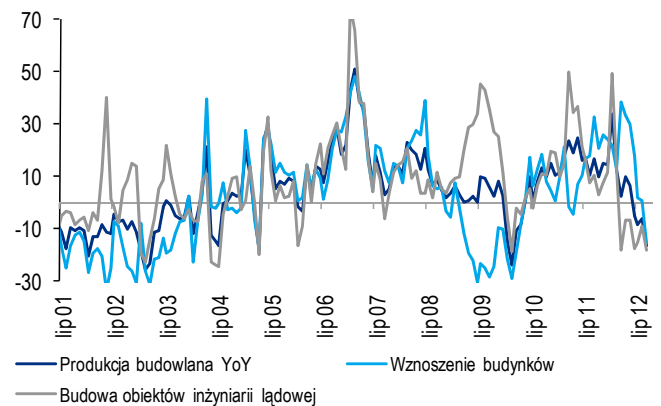
Sytuacja na rynku pracy wskazuje, że w najbliższych kwartałach konsumenci będą ostrożnie podejmowali decyzje o wydatkach. Zatrudnienie we wrześniu po raz kolejny utrzymało się na poziomie sprzed roku, a tempo wzrostu płac nominalnych spowolniło do zaledwie 1,6% r/r. W ujęciu realnym (a więc po skorygowaniu o inflację) spadek płac pogłębił się do -2,6% r/r, najniżej od przełomu 2009 i 2010 r. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, niekorzystnym trendom na rynku pracy towarzyszyło zacieśnienie warunków kredytowych oraz ograniczenie stopy oszczędności. Przy takim scenariuszu dynamika konsumpcji indywidualnej prawdopodobnie pozostanie jeszcze przez pewien czas na bardzo niskim poziomie.

Wykres 11. Produkcja przemysłowa i indeks PMI



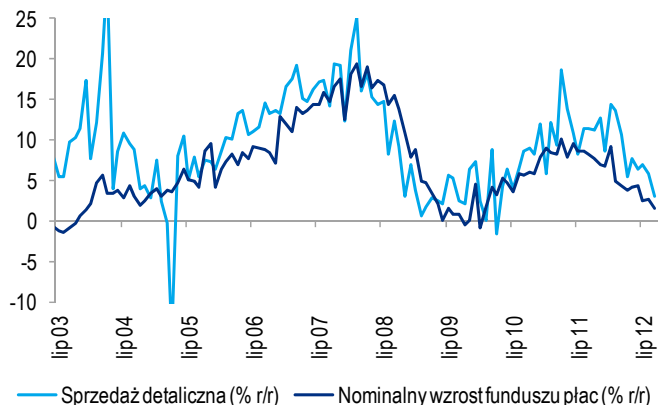
Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Produkcja budowlana



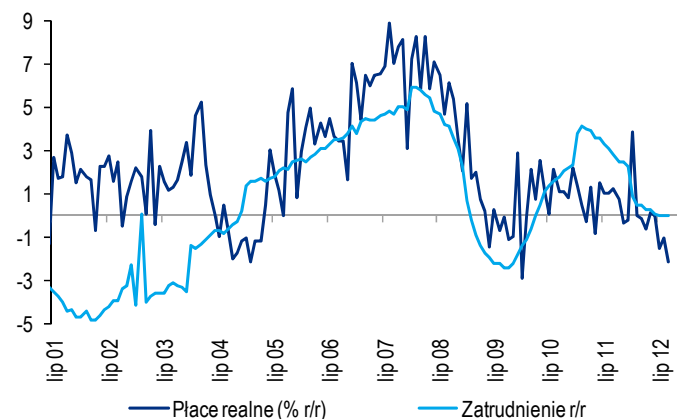
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 13. Nominalny wzrost sprzedaży detalicznej (w dużych sklepach) oraz wzrost funduszu płac.



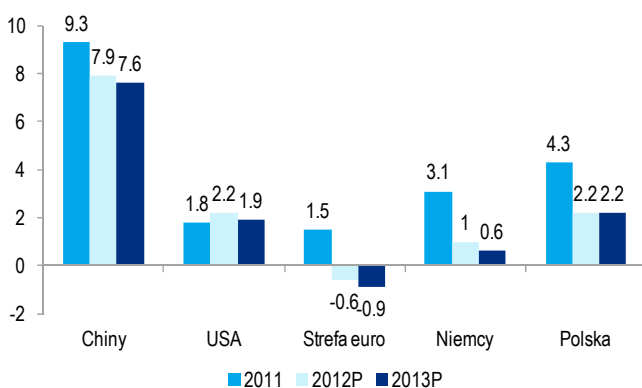
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Wzrost zatrudnienia i realny wzrost płac.



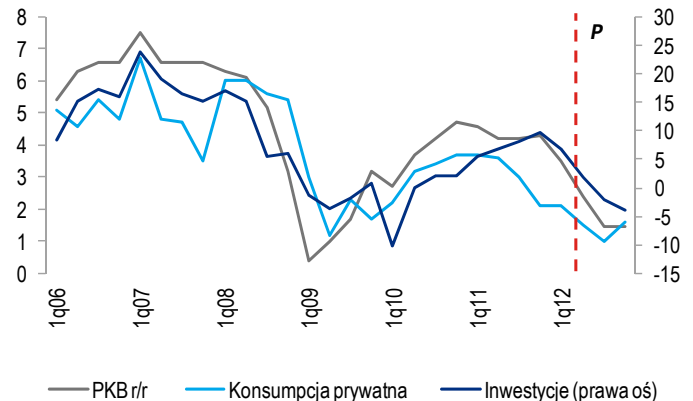
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 15. Wzrost PKB w wybranych gospodarkach (prognozy na lata 2012-2013)



Źródło: Prognozy Citi Research.

Wykres 16. Wzrost PKB i główne składowe dla Polski (prognozy)



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy.

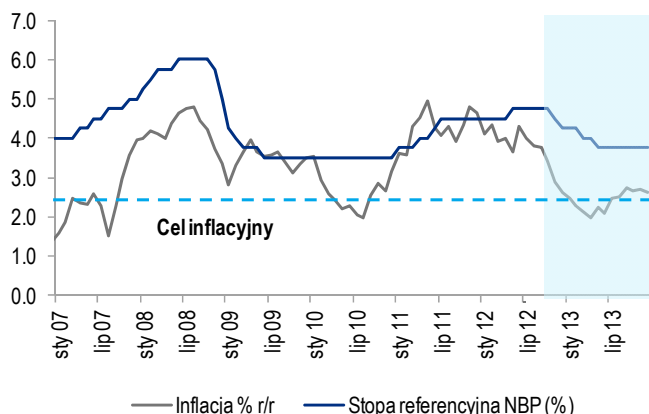
Biorąc pod uwagę powyższe niekorzystne tendencje skorygowaliśmy w dół naszą prognozę wzrostu PKB do poziomu 2,2% r/r w 2012 roku (z 2,4%). Jednocześnie pozostawiamy bez zmian prognozę zakładającą wzrost o 2,2% w przyszłym roku. Dostrzegamy jednak ryzyko, że wynik w 2013 roku może okazać się niższy od obecnych prognoz, szczególnie w przypadku

przedłużającego się umocnienia złotego oraz zbyt wolnych obniżek stóp procentowych przez RPP.

Inflacja już wkrótce w celu

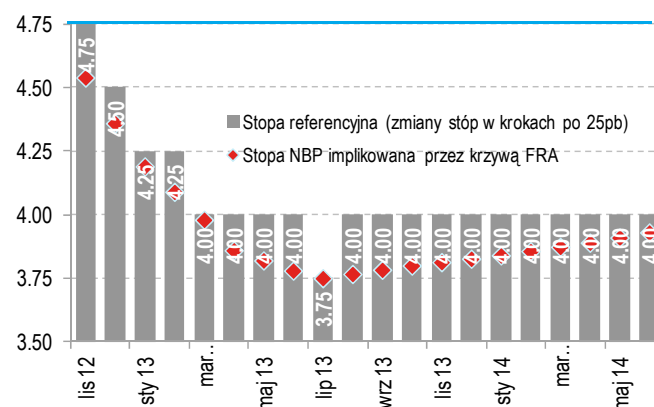
Dane o inflacji okazały się przyjemną niespodzianką. We wrześniu tempo wzrostu cen konsumentów pozostało stabilne na poziomie 3,8% r/r i było niższe od naszych oraz rynkowych oczekiwań. Niespodzianka ta była głównie wynikiem wyraźnie niższych cen żywności, choć nieznacznie korzystniejsze od oczekiwanych wyniki odnotowano również w przypadku pozostałych kategorii koszyka inflacyjnego. Na tej podstawie można oczekiwać, że wskaźnik CPI spadnie do około 2,6-2,8% już w grudniu bieżącego roku, a poziom celu inflacyjnego RPP (2,5%) zostanie osiągnięty najpóźniej na początku 2013 roku. Pewnym zagrożeniem dla naszego scenariusza wydaje się ryzyko podwyżek cen kontrolowanych na początku 2013 roku, związanych z próbami poprawy przez samorządy swoich budżetów. Niemniej, nawet uwzględniając te zagrożenia, niski poziom inflacji bazowej, spadki płac realnych oraz rozczarowująca dynamika sprzedaży detalicznej wskazują, że presja popytowa w polskiej gospodarce praktycznie zanika, dając władzom monetarnym większe pole do działania.

Wykres 17. Prognoza inflacji i stóp procentowych.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 18. Stopa referencyjna implikowana ze stawek FRA



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

RPP gotowa na obniżki stóp

Październikowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej ponownie wywołała zdziwienie wśród inwestorów. Pomimo sygnalizowanej przez prezesa NBP obniżki oraz pomimo łagodnego tonu wrześniowego komunikatu władz monetarnych, w październiku stopy procentowe pozostały bez zmian. Co ciekawe, zaledwie tydzień po tej decyzji kilku członków RPP, którzy dotychczas opowiadali się przeciw redukcjom stóp zasygnalizowało możliwość obniżki w listopadzie. Jedynym rozsądnym wytłumaczeniem dla takiej diametralnej zmiany stanowiska jest to, że pozostawiając stopy bez zmian większość Rady chciała poczekać na wynik listopadowej projekcji inflacyjnej. Naszym zdaniem projekcja może dać pretekst do obniżek nawet osobom, które dotychczas były niechętne łagodzeniu polityki pieniężnej. Potwierdza to również zapis z dyskusji RPP podczas poprzedniego posiedzenia (tzw. minutes), który stwierdza, że większość członków RPP będzie skłonna zagłosować za wnioskiem o obniżce stóp

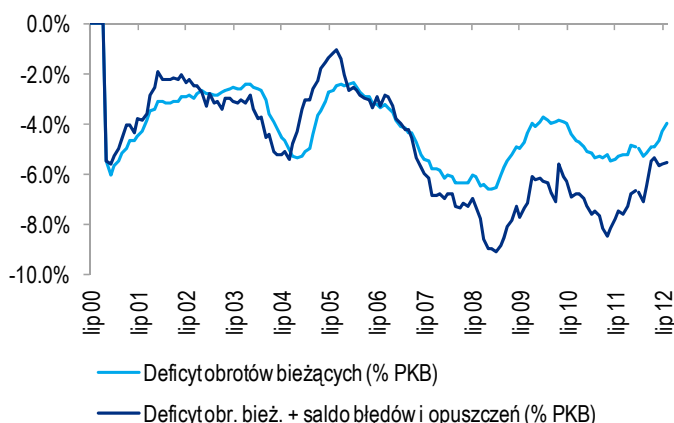
procentowych, jeśli najbliższe dane z gospodarki oraz nowe projekcje NBP potwierdzą spowolnienie gospodarcze oraz ograniczone ryzyka dla inflacji. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że do obniżki stop o 25 pb dojdzie już na najbliższym posiedzeniu na początku listopada.

Wbrew sugestiom niektórych członków RPP nie spodziewamy się obniżek stóp w dużych krokach po 50 pb. Dotychczasowe wydarzenia i tendencje w gospodarce z trudem wystarczyły, aby przekonać RPP, że obniżki są w ogóle potrzebne. Dlatego wątpimy, aby w Radzie znalazła się większość gotowa obniżać stopy w krokach po 50 pb. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że po listopadowej redukcji, stopy zostaną obniżone jeszcze trzykrotnie w 2013 r., co ostatecznie sprowadziłoby stopę referencyjną do poziomu 3,75%.

Spadek deficytu obrotów bieżących

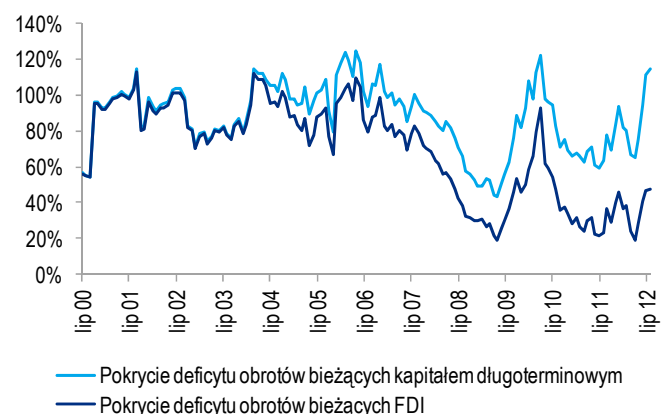
Deficyt obrotów bieżących w sierpniu okazał się niższy niż oczekiwano i obniżył się do 633 mln € z 1 mld € miesiąc wcześniej, co wynikało głównie z niższego od prognoz deficytu handlowego oraz wyższej nadwyżki na rachunku usług. Rewizja danych zmieniła także trajektorię bilansu płatniczego za ostatnie miesiące. Skumulowany dwunastomiesięczny deficyt spadł w sierpniu do 4% PKB z 5,3% w lutym. Jednocześnie nastąpił lekki wzrost pokrycia deficytu napływem kapitału długoterminowego (bezpośrednie inwestycje zagraniczne i środki z UE) do 114% ze 111% w lipcu. Jednak w tym samym czasie doszło także do wzrostu deficytu na rachunku błędów i opuszczeń, który rozszerzył się do -1,5% PKB z -0,6% w maju. Oczekujemy dalszego spadku deficytu obrotów bieżących w stronę 3,5% PKB na koniec roku.

Wykres 19. Deficyt obrotów bieżących oraz deficyt powiększony o saldo błędów i opuszczeń (% PKB).



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 20. Pokrycie deficytu w rachunku bieżącym napływem FDI i kapitału długoterminowego.



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Rząd wciąż zdeterminowany do obniżania deficytu

W październiku premier Donald Tusk ogłosił listę działań, które miałyby zminimalizować skalę spowolnienia gospodarczego. Premier zaproponował m.in. zwiększenie kapitałów BGK kwotą 10 mld zł, która miałyby docelowo poprzez system kredytów i poręczeń dla kredytów wygenerować akcję kredytową rządu 40 mld zł na cele inwestycyjne. Premier zarysował również plan wydatków inwestycyjnych na najbliższe lata (według naszych szacunków ok. 2,4% PKB rocznie) oraz zapowiedział zmiany w polityce

prorodzinnej. Jednocześnie rząd zasugerował zwiększenie składek na ubezpieczenie społeczne płaconych przez osoby zatrudnione w ramach elastycznych form zatrudnienia o wysokim dochodzie. Zdecydowana większość z przedstawionych przez premiera rozwiązań nie jest nowa i była uwzględniona już w poprzednich planach rządu, dlatego powinna być neutralna dla budżetu i nie powinna wpłynąć na zmianę prognoz wzrostu gospodarczego.

Dalszy napływ kapitału zagranicznego²

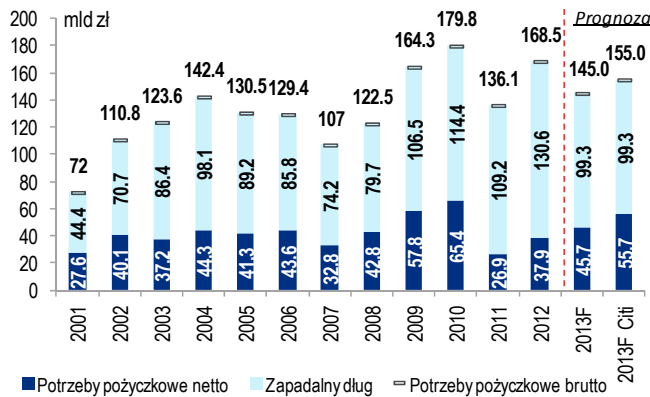
Biorąc pod uwagę zestawienie mniejszej podaży obligacji oraz utrzymanie dosyć dużego popytu na obligacje sądzymy, że resort finansów nie powinien mieć problemów z zaspokojeniem planu finansowania na 2013.

Na początku października resort finansów zakończył finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych i jest w trakcie prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych (10% po ostatniej aukcji wobec planu MinFin 20% na koniec roku). Biorąc pod uwagę wysoki popyt na polskie obligacje powinno to pozwolić na zbudowanie bezpiecznej poduszki płynnościowej, która pozwoliłaby pokryć dużą część zapadalności obligacji zaplanowanych na pierwsze miesiące 2013 r. Choć spodziewamy się, że przychody budżetowe mogą być zbyt optymistyczne, a potrzeby pożyczkowe będą większe od szacunku rządu (145 mld zł) o 10 mld zł, to będzie to wynik wciąż niższy niż 169 mld zł w 2012 r. a do tego szybkie prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb powinno umożliwić uniknięcie negatywnej reakcji rynku w przyszłym roku. Taka prognoza potrzeb pożyczkowych uwzględnia planowane przez rząd przychody z prywatyzacji na poziomie 5 mld zł (poniżej 10 mld zł zaplanowanych na 2012 r.). Sądzymy, że zakładając brak znacznego pogorszenia warunków rynkowych rząd powinien być w stanie zabezpieczyć przychody z prywatyzacji na planowanym poziomie. Ponadto potrzeby finansowe w relacji do PKB nie wydają się bardzo wysokie w porównaniu do innych krajów. Według najnowszych analiz MFW, są niższe niż w Czechach, Słowacji oraz na Węgrzech (Wykres 22).

Polska doświadczyła znacznego napływu zagranicznego kapitału portfelowego na rynek obligacji skarbowych. Udział inwestorów zagranicznych w rynku krajowych papierów skarbowych wynosi obecnie ponad 30% i jest większy niż w przypadku krajowych banków i funduszy emerytalnych. W perspektywie międzynarodowej udział zagranicy w rynku długu dla Polski jest mniejszy w porównaniu do Węgier, ale większy niż w wielu innych krajach wschodzących. Jednak w porównaniu do średniego dziennego obrotu na rynku długu pozycje inwestorów zagranicznych są znacznie mniejsze (Wykres 25). Sądzymy, że potencjalny odpływ kapitału zagranicznego w przypadku dużego szoku zewnętrznego mógłby być istotnym zagrożeniem dla polskiego rynku. Jednak, biorąc pod uwagę ciągły stopniowy wzrost bazy inwestorów jesteśmy mniej zaniepokojeni takim negatywnym scenariuszem niż w przeszłości. Pierwsze znaczne kwoty zapadalnych obligacji przypadają na pierwsze cztery miesiące roku. Biorąc pod uwagę strukturę inwestorów oraz profil zapadalności szacujemy, że inwestorzy zagraniczni otrzymają ok. 45 mld zł z tytułu zapadalnego nominału oraz kuponów w 2013 r. Sądzymy, że ta kwota zostanie reinwestowana na krajowym rynku.

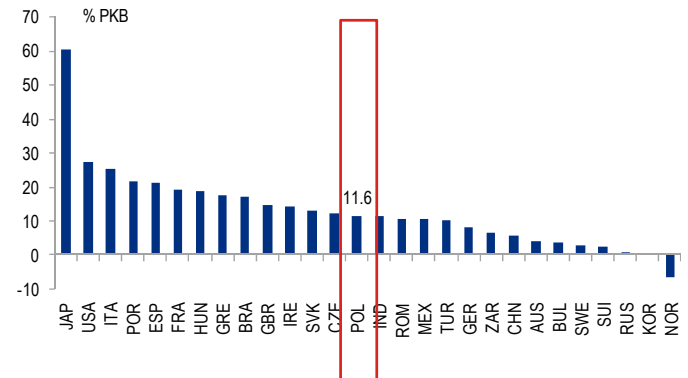
² Poniższa sekcja jest oparta na raporcie „*Lower Borrowing Needs and Strong Investor Demand*” opublikowanej 19 października 2012.

Wykres 21. Potrzeby pożyczkowe



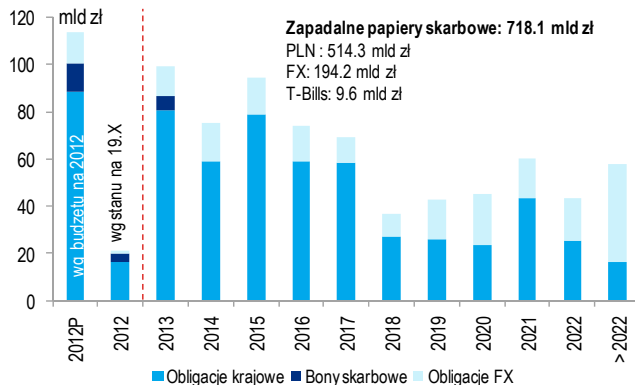
Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 22. Potrzeby finansowe w 2013 r. (prognoza MFW).



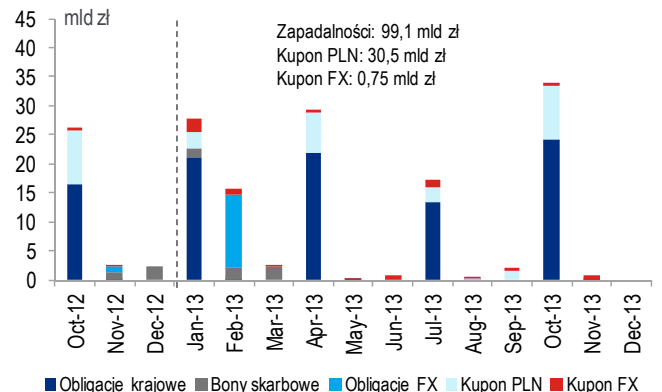
Źródło: MFW, Monitor fiskalny.

Wykres 23. Profil zapadalności papierów skarbowych.



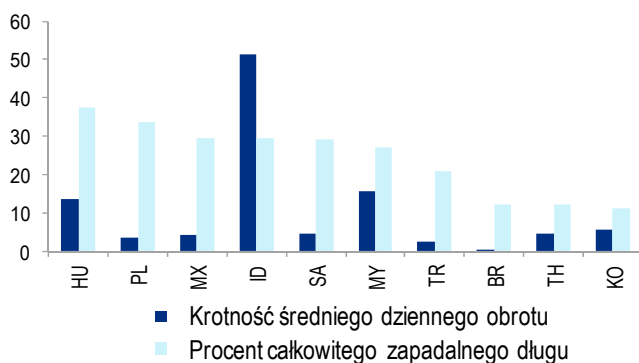
Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 24. Profil zapadalności papierów skarbowych.



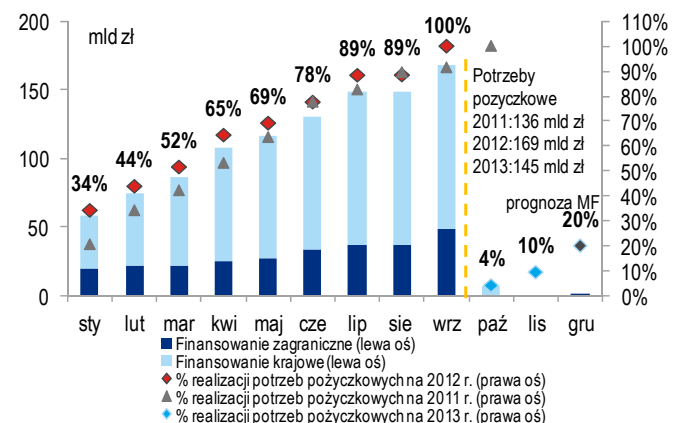
Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 25. Profil zapadalności papierów skarbowych



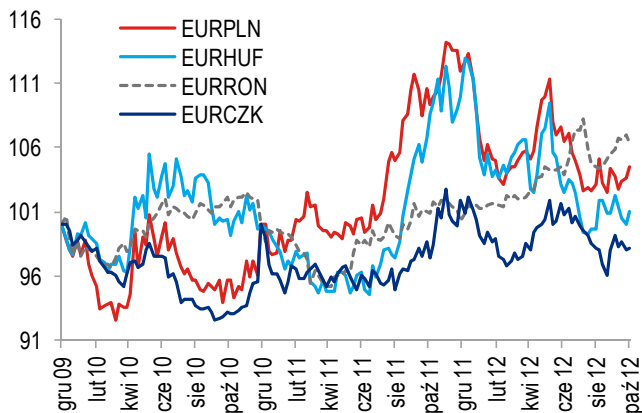
Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 26. Realizacja potrzeb pożyczkowych.



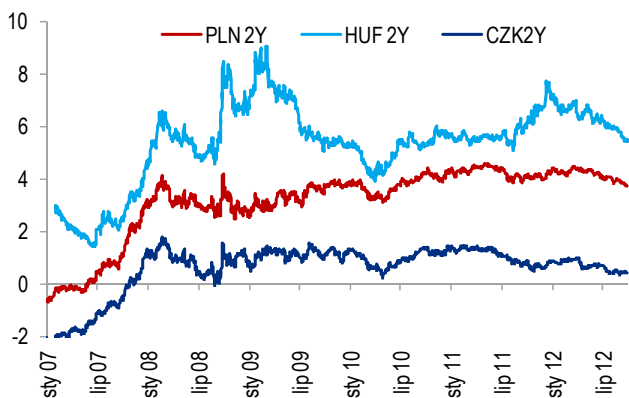
Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 27. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



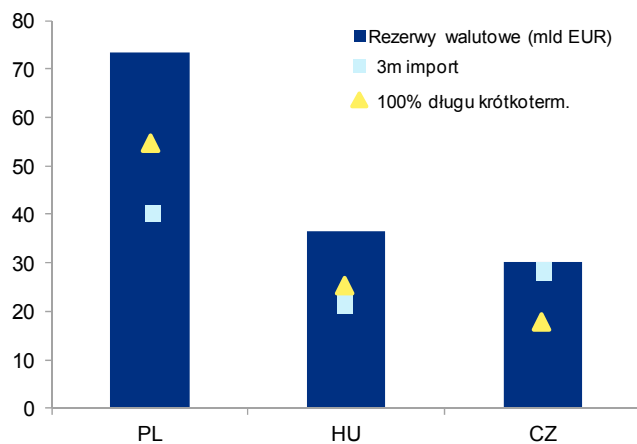
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



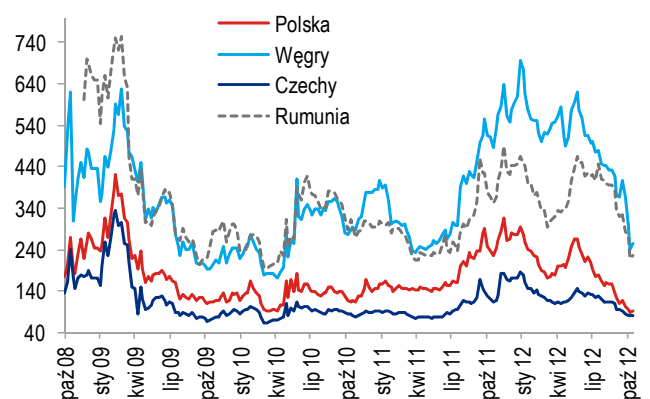
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 31. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



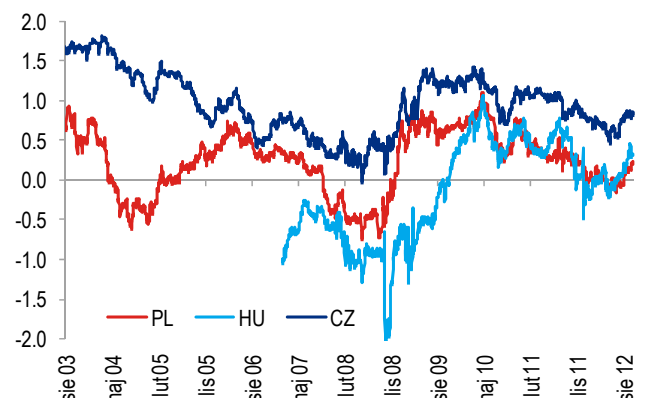
Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 28. Stawki CDS (5-letnie)



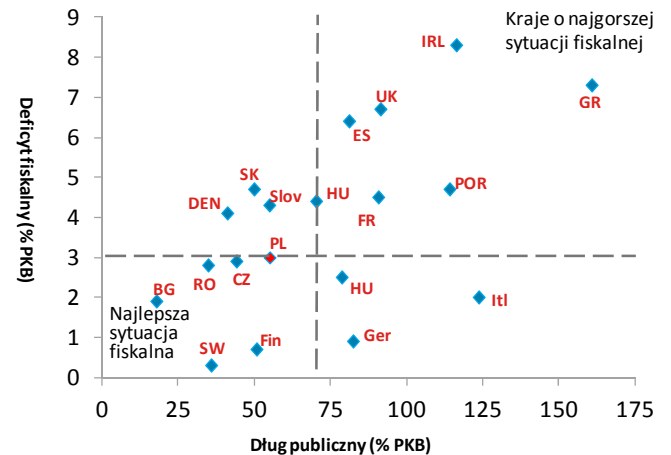
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7.4	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6	0.8	2.8	4.3	1.2	5.4	0.5	-5.2
Produkcja przemysłowa (% m/m)	12.6	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	10.7	-7.6	4.2	-2.0	-2.1	-0.8	-0.8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8.3	7.1	9.5	8.6	10.7	5.0	1.1	3.0	5.0	1.8	6.0	0.7	-5.6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	18.1	8.9	13.0	14.6	32.2	12.0	3.5	8.1	6.2	-5.2	-8.7	-5.0	-0.9
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3	13.7	10.7	5.5	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1
Stopa bezrobocia (%)	11.8	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)	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9	4.0	3.6	4.3	4.0	3.8	3.8
Inflacja (% m/m)	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3	-0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	8.4	8.5	8.9	8.2	7.9	6.0	4.4	4.4	5.2	4.4	3.6	3.0	3.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1.7	0.1	0.7	0.4	0.1	-0.5	0.1	0.7	0.4	-0.5	-0.4	0.0	-0.4
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3	3.8	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,539	-1,999	-1,294	-1,890	-1,994	-1,909	-585	-734	-403	-1,025	-711	-633	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-5.2	-5.2	-4.9	-4.9	-5.0	-5.3	-5.1	-4.9	-4.9	-4.6	-4.3	-4.0	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-268	-695	-772	-1139	-687	-883	-544	-421	-842	-376	-231	-48	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12,614	12,252	12,077	10,663	11,351	11,717	12,755	11,843	12,016	11,873	12,221	12,030	-
Eksport (% r/r)	8.4	6.3	8.1	5.7	6.2	4.4	2.5	2.6	-1.6	0.4	10.9	4.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,882	12,947	12,849	11,802	12,038	12,600	13,299	12,264	12,858	12,249	12,452	12,078	-
Import (% r/r)	5.9	5.4	3.2	3.5	6.9	5.6	1.5	-3.1	-2.1	-5.4	2.0	-3.0	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10.2	10.5	11.8	12.5	13.7	12.5	9.3	10.3	11.3	11.1	11.1	9.8	7.6
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4	12.3	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.1	8.6	13.5	12.1	12.5	12.5	7.9	4.2	4.7	2.4	4.1	2.0	-2.7
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	14.5	14.5	13.3	11.9	11.1	9.5	9.7	10.0	9.7	7.5	3.6	3.5	1.2
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.6	12.5	16.1	18.1	15.9	14.8	15.0	13.3	14.1	12.1	10.7	10.6	-98.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
WIBOR 3M (średnio)	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.97	4.95	4.94	5.05	5.12	5.13	5.06	5.05
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.96	4.94	4.95	5.11	5.13	5.12	4.99	5.11
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.48	4.45	4.79	4.55	4.51	4.48	4.50	4.63	4.81	4.80	4.60	4.55	4.12
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.47	4.58	4.87	4.78	4.70	4.67	4.61	4.70	4.80	4.63	4.21	4.09	4.05
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.10	5.10	5.29	5.33	5.00	4.86	4.86	4.88	5.04	4.73	4.42	4.34	4.19
EUR/PLN (koniec okresu)	4.41	4.34	4.55	4.41	4.23	4.14	4.16	4.18	4.39	4.26	4.11	4.18	4.15
USD/PLN (koniec okresu)	3.26	3.10	3.42	3.41	3.20	3.07	3.12	3.17	3.54	3.39	3.34	3.34	3.22
EUR/USD (koniec okresu)	1.35	1.40	1.33	1.29	1.32	1.35	1.33	1.32	1.24	1.26	1.23	1.25	1.29
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	20.7	21.9	22.5	21.6	25.1	5.3	16.4	23.0	24.8	20.9	24.3	22.9	21.1
Def. budżetowy kum. (% planu)	51.6	54.5	56.1	53.6	62.4	15.1	46.8	65.6	70.9	59.8	69.6	65.5	60.4

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	506	509
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,060	1,175	1,273	1,344	1,416	1,525	1,618	1,698
PKB per capita (USD)	8,970	11,168	13,982	11,332	12,313	13,488	13,236	13,326
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	12.2	13.1	13.5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.2	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.2	2.2
Inwestycje (% r/r)	14.9	17.6	9.6	-1.2	-0.2	8.3	0.3	1.2
Spożycie ogółem (% r/r)	5.2	4.6	6.1	2.0	3.5	2.0	1.1	1.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.0	4.9	5.7	2.1	3.2	3.1	1.4	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	2.6	2.6
Inflacja CPI (% średnia)	1.1	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	2.4
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	4.50	3.75
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.50	3.95
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	4.76	5.26
USD/PLN (Koniec okresu)	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	3.41	3.15	3.35
USD/PLN (Średnia)	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.25	3.33
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	4.41	4.13	4.09
EUR/PLN (Średnia)	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.15
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-22.2	-18.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.3	-3.6	-3.9
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	187.7	182.9
Import	124.5	162.4	204.7	146.4	178.1	207.8	198.3	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	-19.0	-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	35.6	35.2

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	2.2	2.2	2.8	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.6	4.3	3.7	2.4	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.3	-3.6	-3.9	-5.2	-5.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	4.50	4.50	3.75	4.50	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.96	3.41	3.15	3.35	3.29	3.12
USD/PLN (Średnia)	3.02	2.96	3.25	3.33	3.04	2.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.41	4.13	4.09	3.95	3.90
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.12	4.19	4.15	3.98	3.93

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

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.