

CitiMonthly

W skrócie

- Słaby wzrost gospodarczy przyczynił się do ubytku dochodów budżetowych w ostatnich miesiącach. Biorąc to pod uwagę, spodziewamy się, że rząd zdecyduje się na rewizję ustawy budżetowej i podniesie limit deficytu o około 10 mld zł.
- W najbliższych tygodniach dyskusja polityczna i gospodarcza w Polsce może koncentrować się na planowanych zmianach w systemie emerytalnym. Oczekujemy, że zmiany mogą wiązać się ze stopniowym przekazywaniem do ZUS aktywów zgromadzonych przez osoby, którym pozostaje do emerytury mniej niż 10 lat.
- Najprawdopodobniej rewizja budżetu oraz zmiany w systemie emerytalnym nie będą miały większego bezpośredniego wpływu na rynki finansowe.
- Niemal wszystkie dane opublikowane w ostatnim miesiącu zaskoczyły negatywnie, raport koniunktury NBP nie zawierał sygnałów szybkiej poprawy w gospodarce, a dane o inflacji sugerują, że ścieżka CPI będzie się kształtować najprawdopodobniej poniżej projekcji banku centralnego.
- Ton RPP uległ złagodzeniu na kwietniowym posiedzeniu oraz po publikacji danych makroekonomicznych. W naszym podstawowym scenariuszu oczekujemy przynajmniej jeszcze jednej obniżki stóp procentowych (najprawdopodobniej w czerwcu). Jednak wciąż uważamy, że rynek przeszacowuje skalę łącznego poluzowania polityki pieniężnej.
- W krótkim terminie złotego może wspierać mniejsza od prognoz rynkowych skala obniżek stóp procentowych i dalszy napływ kapitału zagranicznego, ale w dłuższym terminie ujemna luka popytowa oraz osłabienie euro mogą negatywnie wpłynąć na krajową walutę.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

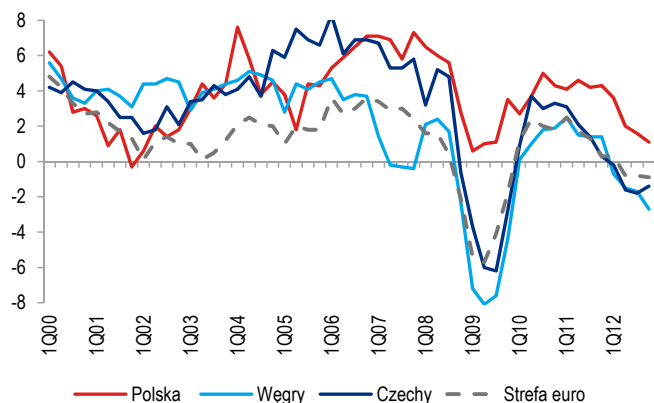
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

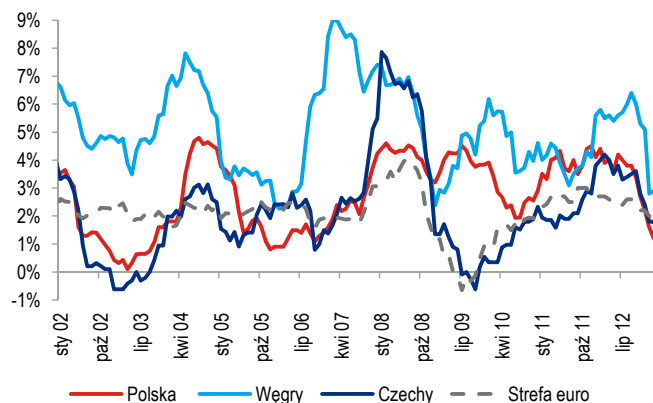
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



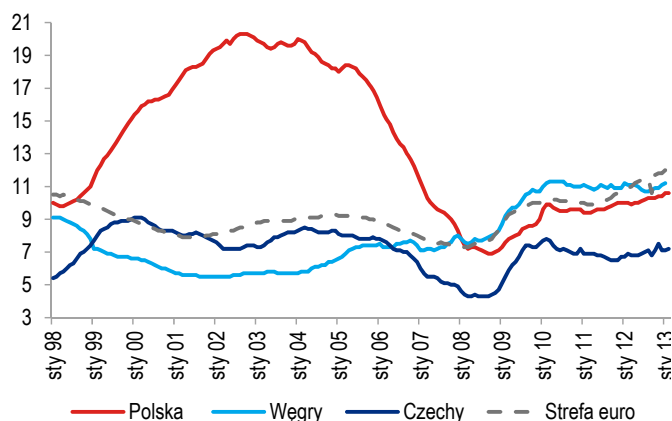
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



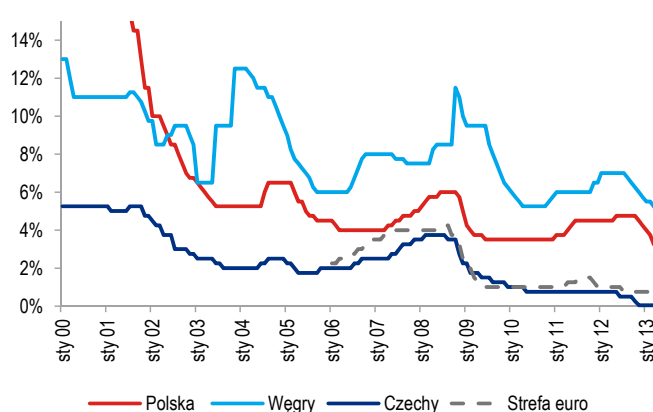
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	3.2	2.6	-3.1	48.0
Węgry	5.2	7.4	-3.4	78.7
Polska	3.2	4.7	-3.4	57.0
Rumunia	3.8	6.5	-2.4	38.1
Kryterium konwergencji	<u>2.6</u>	<u>4.9</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2013, opublikowane w lutym 2013 r.

Uwaga: Inflacja została obliczona jako dwunastomiesięczna średnia wskaźników HICP. Stopa procentowa to średnia dwunastomiesięczna z rentowności dziesięcioletnich obligacji rządowych. Dług i saldo sektora inst. rządowych i samorządowych (*general government*) jest zdefiniowany zgodnie z metodologią ESA-95.

Temat Miesiąca¹

Uwaga na politykę fiskalną

- Słaby wzrost gospodarczy przyczynił się do ubytku dochodów budżetowych w ostatnich miesiącach. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że rząd zdecyduje się na rewizję ustawy budżetowej i podniesie limit deficytu o około 10 mld zł.
- W najbliższych tygodniach dyskusja polityczna i gospodarcza w Polsce może koncentrować się na planowanych zmianach w systemie emerytalnym. Oczekujemy, że zmiany mogą wiązać się ze stopniowym przekazywaniem do ZUS aktywów zgromadzonych przez osoby, którym pozostaje do emerytury mniej niż 10 lat.
- Najprawdopodobniej rewizja budżetu oraz zmiany w systemie emerytalnym nie będą miały większego bezpośredniego wpływu na rynki finansowe.

Ubytek w budżecie bardziej widoczny

Drugi kwartał roku to zazwyczaj okres, kiedy uwaga rynków powoli koncentruje się na perspektywach polityki fiskalnej, między innymi w związku z pierwszymi przygotowaniami do prac nad nowym budżetem. Tym razem powodów do analizowania pozycji fiskalnej jest wiele. Słabsze od oczekiwań wyniki polskiej gospodarki przyczyniły się do ubytku dochodów budżetowych oraz szybszego przyrostu deficytu. Nie tylko wzrost PKB pozostaje niższy od przewidywanego w budżecie, ale również jego struktura jest niekorzystna z punktu widzenia polityki fiskalnej, gdyż przy słabej konsumpcji większość wzrostu jest generowana przez eksport netto. Sytuację dodatkowo pogarsza fakt, że inflacja utrzymuje się poniżej wcześniejszych przewidywań, obniżając nominalną dynamikę bazy podatkowej. Jak pokazuje Tabela 2 różnice między obecnymi szacunkami a pierwotnymi założeniami budżetowymi są na tyle duże, że mogą mieć znaczenie dla prowadzenia polityki fiskalnej.

Tabela 2. Założenia budżetowe MF oraz obecne prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy.

2013	Prognoza Citi	Założenia budżetu
Wzrost PKB (% r/r)	1,3	2,2
Konsumpcja prywatna (% r/r)	1,0	2,2
Inflacja (% r/r)	1,5	2,7
Stopa bezrobocia (%)	14,2	13,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Naszym zdaniem rządowi najprawdopodobniej uda się zrekompensować część niedoborów dzięki wyższym dywidendum ze spółek z udziałem Skarbu Państwa oraz dzięki nieuwzględnionemu

¹ Poniższa sekcja raportu powstała w oparciu o raport Emerging Markets Macro and Strategy Outlook z 18.04.2013 oraz w oparciu o: *Poland Macro Flash - Fiscal slippage makes budget revision almost unavoidable.*

wcześniej zyskowi NBP. Okazuje się bowiem, że dzięki temu ostatniemu czynnikowi wpływy mogą okazać się wyższe o około 5 mld zł. Niemniej nawet biorąc to pod uwagę szacujemy, że w kasie państwa mogłoby zabraknąć 5-10 mld zł. Naszym zdaniem przyczynią się do tego ubytki po stronie dochodów z VAT, a także prawdopodobnie PIT oraz CIT (Tabela 3).

Tabela 3. Szacunek wpływów budżetowych oraz deficytu – scenariusz bazowy oraz optymistyczny

	Optymistyczny scenariusz (mld zł)	Różnica vs. plan (mld zł)	Scenariusz bazowy (mld zł)	Różnica vs. plan (mld zł)
Dochody	282.8	-16.6	273.3	-26.1
Dochody podatkowe	248.7	-18.3	242.7	-24.3
podatki pośrednie	184.5	-7.7	179.5	-12.7
- akcyza	62.0	-2.6	61.0	-3.6
- pozostałe podatki pośrednie	122.5	-5.2	118.5	-9.2
CIT	24.7	-4.9	23.7	-5.9
PIT	39.6	-3.4	39.6	-3.4
Inne	1.5	-0.7	1.5	-0.7
Dochody niepodatkowe	32.5	1.7	29.0	-1.8
- cła importowe	2.0	0.0	2.0	0.0
- zysk NBP	5.0	4.6	5.0	4.6
- dywidenda	7.0	0.0	8.0	1.0
- inne	18.5	-2.9	14.0	-7.4
Środki z UE i inne	1.6	0.0	1.6	0.0
Wydatki	323.9	-11.1	318.2	-16.7
Implikowane saldo budżetu	-41.1		-44.9	
Wynik budżetu vs. plan	-5.5		-9.3	

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Oczekujemy rewizji budżetu w trakcie roku

W obecnej sytuacji Ministerstwo Finansów wydaje się mieć do wyboru jedną z dwóch opcji. Po pierwsze, MF mogłoby zdecydować się na zacieśnienie fiskalne przy pomocy podwyżki podatków i cięcia wydatków, tak aby utrzymać deficyt na planowanym wcześniej poziomie. Po drugie, ministerstwo mogłoby pozwolić automatycznym stabilizatorom działać, poprzez rewizję budżetu i zwiększenie deficytu. Naszym zdaniem ta druga opcja jest bardziej prawdopodobna, a ostatnie komentarze przedstawicieli rządu wydają się potwierdzać, że rząd jest otwarty na pomysł nowelizacji ustawy budżetowej.

Biorąc to pod uwagę, **w naszym podstawowym scenariuszu zakładamy rewizję budżetu w III kwartale 2013 i podniesienie limitu deficytu o około 5-10 mld zł** (prawdopodobnie bliżej tej górnej granicy). Jednocześnie dostrzegamy również powody, dla których MF mogłoby chcieć uniknąć powyższych zmian i zamiast tego wypchnąć część wydatków poza sektor centralny. Polskie prawo zakłada bowiem, że po przekroczeniu przez dług publiczny poziomu 50% (jak to ma miejsce obecnie) ustawa budżetowa na kolejny rok nie powinna zakładać wyższej relacji deficytu do dochodów niż miało to miejsce w ustawie na rok bieżący (zgodnie z Ustawą: „na kolejny rok Rada Ministrów uchwala projekt ustawy budżetowej, w którym relacja deficytu budżetu państwa do dochodów

budżetu państwa nie może być wyższa niż relacja deficytu budżetu państwa do dochodów budżetu państwa z roku bieżącego wynikająca z ustawy budżetowej”). Teoretycznie duch tej ustawy mógłby być interpretowany, jako czynnik uniemożliwiający podniesienie deficytu w tym roku. Niemniej, ponieważ w rzeczywistości powyższe zapisy odnoszą się do ustawy na kolejny rok, nie jest jasne czy należy je traktować jako ograniczenie przy nowelizacji tegorocznego budżetu. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że nowelizacja zostanie przeprowadzona, a MF będzie interpretować przepisy w sposób dosłowny (a więc będzie je traktować jako ograniczenie dla przyszłorocznej, a nie obecnej ustawy budżetowej). Podtrzymujemy również naszą ocenę, że najbardziej prawdopodobnym momentem rewizji budżetu będzie III kwartał, gdyż wówczas Ministerstwo Finansów będzie w stanie lepiej ocenić skalę niedoborów po stronie dochodowej. Ponadto, ponieważ wówczas ruszą pełną parą prace nad budżetem na 2014 rok, nie widzimy powodu, czemu rewizja miałaby być bardziej opóźniana.

Powraca temat OFE

Tematem, który w najbliższym czasie może zdominować gospodarczą i polityczną dyskusję, są planowane zmiany w systemie emerytalnym. Na 2013 rok zaplanowano przegląd systemu emerytalnego i spodziewamy się, że może się on zakończyć podjęciem istotnych decyzji dotyczących struktury systemu. W ostatnich tygodniach wydźwięk niektórych artykułów prasowych sugerował nawet możliwość przejęcia przez państwo aktywów zarządzanych przez OFE, jednak naszym zdaniem tak ekstremalny scenariusz wydaje się mało prawdopodobny. Pogłoski o rozwiązaniach przypominających węgierski scenariusz powodują jednak, że każde inne rozwiązanie będzie uznane przez opinię publiczną za mniejsze zło.

Zamiast przejęcia całości aktywów, spodziewamy się, że planowane zmiany spowodują systematyczne przekazywanie do ZUS aktywów osób, którym do przejścia na emeryturę pozostało około 10 lat (zgodnie z wcześniejszymi propozycjami rządowymi). Uzasadnieniem takich zmian jest między innymi zamiar ograniczenia ryzyka spadku wartości oszczędności emerytalnych w wyniku wahań cen aktywów. Nie jest jeszcze przesądzone, w jakim tempie powyższe aktywa miałyby być przekazywane do ZUS, jednak spodziewamy się, że taki transfer pomógłby ograniczyć deficyt oraz dług publiczny. Nie dysponujemy dokładnymi danymi o tym, jaka część aktywów należy do osób, którym pozostało nie więcej niż 10 lat do emerytury. Niemniej przyjmując jednak dla uproszczenia, że powyższe aktywa stanowią 10% całości aktywów, zmiany w systemie emerytalnym mogłyby w ekstremalnym przypadku poprawić deficyt budżetowy nawet o około 1,7 pp. Jednak jeżeli transfer będzie rozłożony w czasie – co wydaje się prawdopodobne – wpływ w konkretnym roku zapewne byłby mniejszy.

Bez większego wpływu na EDP

Z punktu widzenia procedury nadmiernego deficytu zmiany w systemie emerytalnym miałyby ograniczone konsekwencje. Ponieważ znaczny początkowy transfer aktywów byłby traktowany jako element jednorazowy, nie mógłby on stać się podstawą do usunięcia procedury nadmiernego deficytu. Niemniej ponieważ zmiany te oznaczałyby również nieco mniejszą skalę przekazywanych składek do OFE (zmiana oznaczałaby w praktyce efektywne skrócenie czasu „pobytu” w OFE przez osoby oszczędzające na emeryturę), stały efekt na deficyt wystąpiłby, ale

byłby niewielki. Ewentualne przesunięcie aktywów z OFE do ZUS nieco ograniczyłoby również ryzyko wzrostu długu publicznego powyżej poziomu 55% PKB, dając polityce fiskalnej nieco więcej elastyczności. Dokładna ocena wpływu zmian na finanse publiczne będzie jednak możliwa dopiero, gdy upublicznione zostaną szczegóły dotyczące planowanych zmian.

Podsumowanie

W obecnych warunkach najprawdopodobniej rewizja budżetu oraz zmiany w systemie emerytalnym mogą przejść na rynku finansowym bez większego echa. Dla części inwestorów nieznaczne poluzowanie polityki fiskalnej poprzez (umiarkowaną) rewizję budżetu może być wręcz pozytywną informacją, gdyż ogranicza ona ryzyko pogłębienia spowolnienia gospodarczego. Tym bardziej, że alternatywą byłoby zacieśnienie fiskalne, które mogłoby dodatkowo obniżyć wzrost gospodarczy oraz dynamikę dochodów. „Wyrozumiałość” inwestorów jest i zapewne przez pewien czas będzie dodatkowo wzmocniana przez korzystne warunki płynnościowe wynikające z działań podejmowanych przez Bank Japonii oraz inne banki centralne w krajach rozwiniętych. Przy obecnym apetycie na ryzyko, wydarzenia w polskiej polityce fiskalnej wydają się mieć zbyt małą siłę rażenia by doprowadzić do odwrótu inwestorów od krajowych aktywów.

Gospodarka w skrócie²

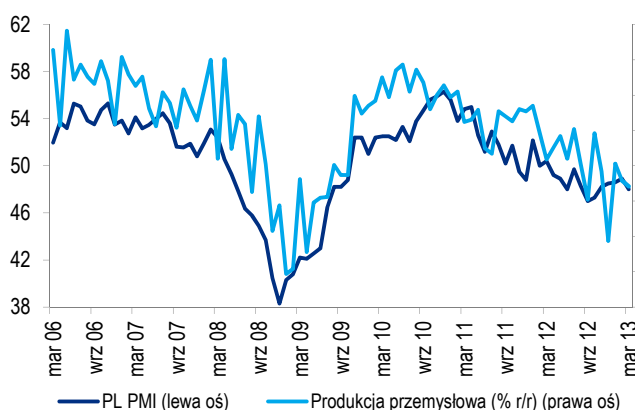
Słabe dane i niska inflacja

- Niemal wszystkie dane opublikowane w ostatni miesiąc zaskoczyły negatywnie, raport koniunktury NBP nie zawierał sygnałów szybkiej poprawy w gospodarce, a dane o inflacji sugerują, że ścieżka CPI będzie się kształtować najprawdopodobniej poniżej projekcji banku centralnego.
- Ton RPP uległ złagodzeniu na kwietniowym posiedzeniu oraz po publikacji danych makroekonomicznych. W naszym podstawowym scenariuszu oczekujemy przynajmniej jeszcze jednej obniżki stóp procentowych (kolejna najprawdopodobniej w czerwcu). Jednak wciąż uważamy, że rynek przeszacowuje skalę łącznego poluzowania polityki pieniężnej.
- W krótkim terminie złotego może wspierać mniejsza od prognoz rynkowych skala obniżek stóp procentowych i dalszy napływ kapitału zagranicznego, ale w dłuższym terminie ujemna luka popytowa oraz osłabienie euro mogą negatywnie wpłynąć na krajową walutę.

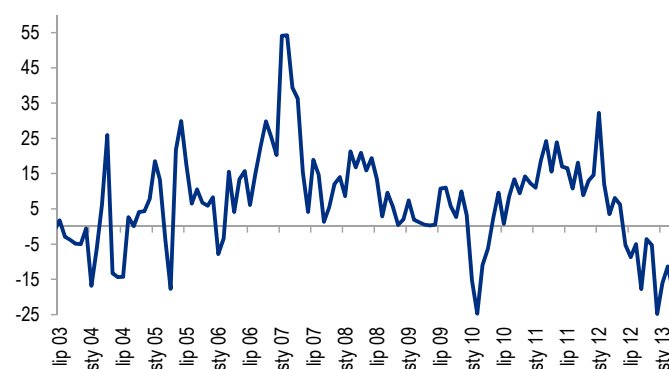
Dane znów zaskakują negatywnie

Produkcja przemysłowa spadła w marcu o 2,9% r/r, wobec spadku o 2,1% w lutym. Z kolei produkcja budowlana obniżyła się o 18,5% r/r, wobec -11,4% w lutym. Wzrost produkcji spowolnił w sektorze przetwórczym, co sygnalizowały wcześniej słabszy od prognoz indeks PMI w marcu (spadł do 48 pkt) oraz dane Samar o produkcji samochodów. Spadek całkowitej produkcji nieco ograniczyło odreagowanie produkcji w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę, co było wsparte przez niskie temperatury w marcu. W dużym stopniu do spowolnienia produkcji przyczyniła się mniejsza liczba dni roboczych podczas gdy po korekcie o wahania sezonowe wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 0,6% r/r z -2,4% r/r w lutym. Tymczasem, w budownictwie nastąpił wyraźny spadek we wszystkich kategoriach, tj. -24,2% r/r we wznoszeniu budynków, -22,2% w inżynierii lądowej oraz -14% w specjalistycznych pracach budowlanych.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa i PMI



Wykres 6. Produkcja budowlana.



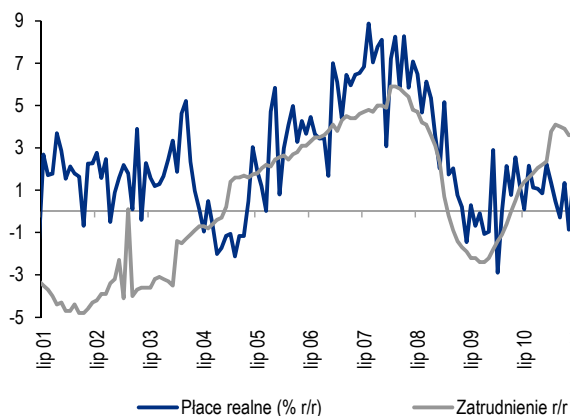
Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

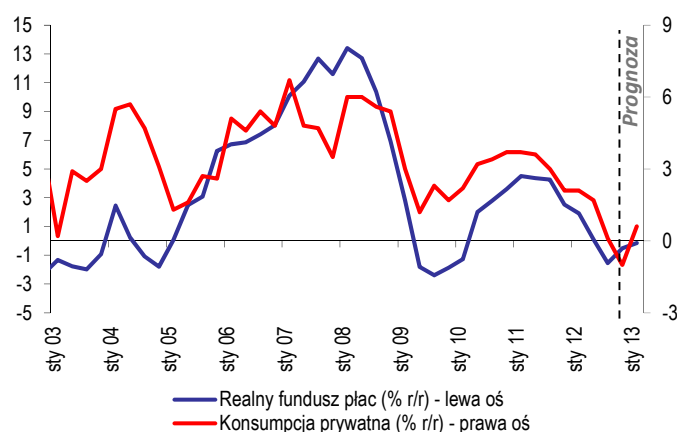
² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 18.04.2013.

Dane z rynku pracy za marzec również okazały się słabsze od oczekiwań, potwierdzając niski popyt na pracę oraz brak presji płacowej. Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw spowolnił w marcu do -0,9% r/r z -0,8% r/r w lutym, co było w zgodzie z rynkowym konsensem. Jednocześnie wzrost płac spowolnił do 1,6% r/r z 4,0% r/r. Wzrost nominalnego funduszu płac w ujęciu rocznym spowolnił do 0,7% r/r z 3,1% r/r w lutym, podczas gdy realny wzrost funduszu płac osłabił się do -0,2% r/r z 1,7% r/r.

Wykres 7. Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw **Wykres 8. Realny fundusz płac i konsumpcja prywatna**



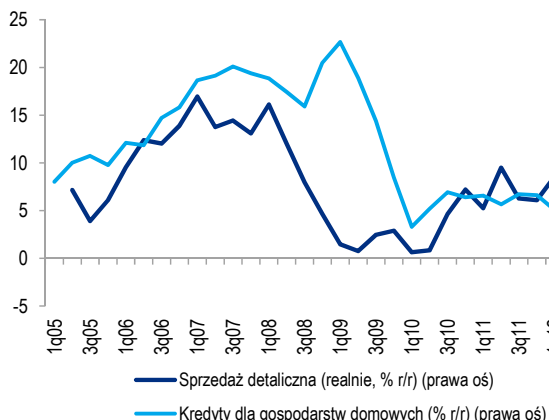
Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

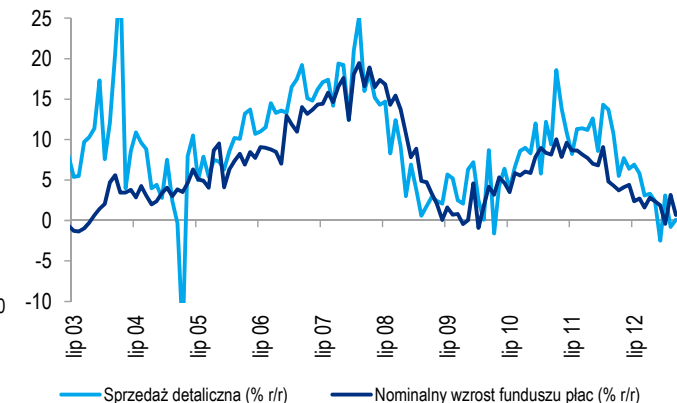
Wzrost sprzedaży detalicznej nieco przyspieszył do 0,1% r/r w marcu wobec -0,8% r/r w lutym. Dane za marzec były zgodne z trendami w sprzedaży detalicznej z ostatnich miesięcy potwierdzając słabość popytu konsumpcyjnego. W marcu negatywny wpływ na wynik sprzedaży miały mniejsza liczba dni roboczych, przedłużająca się zima, słabe dane z rynku pracy oraz dalszy spadek inflacji.

Wykres 9. Realny wzrost sprzedaży i wzrost kredytów



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Sprzedaż detaliczna i nominalny fundusz płac



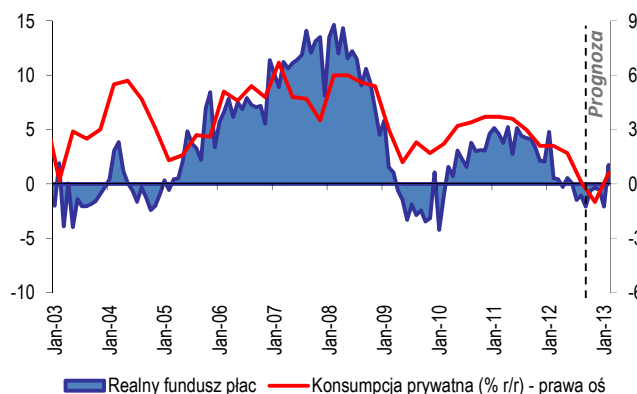
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Oczekujemy, że wzrost gospodarczy przyspieszy dopiero w II połowie roku. W I kwartale 2013 r. wzrost produkcji przemysłowej nieznacznie przyspieszył do -1,6% r/r z -2,3% r/r w IV kwartale 2012 r., ale indeks PMI spadł w marcu do najniższego poziomu od października sygnalizując

osłabienie zamówień eksportowych. Pogorszenie wskaźników wyprzedzających w strefie euro, w tym w Niemczech, a także spadek PMI w Polsce, jak również wyniki ostatniego raportu NBP o koniunkturze nie wskazują na szybką poprawę aktywności gospodarczej w przemyśle. Jednocześnie spadek produkcji budowlanej zdecydowanie się pogłębił w I kwartale do -15,3% r/r z -11,2% r/r w IV ub.r. Tym samym słabe dane o produkcji budowlanej powinny przyczynić się do pogłębienia spadku inwestycji w I kwartale do -5,5% r/r. Ponadto warunki na rynku pracy wciąż pozostają słabe i utrzymuje się niepewność odnośnie przyszłego wzrostu gospodarczego, co przekłada się na decyzje o wydatkach gospodarstw domowych i ogranicza konsumpcję. W I kwartale nastąpiło jednak nieznaczne przyspieszenie realnego wzrostu funduszu płac do -0,2% r/r z -0,5% r/r w IV kwartale 2012 r. oraz niewielkie odreagowanie tempa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych, co wspiera nasz scenariusz niewielkiego przyspieszenia konsumpcji prywatnej do 0,5% r/r z -0,3% r/r.

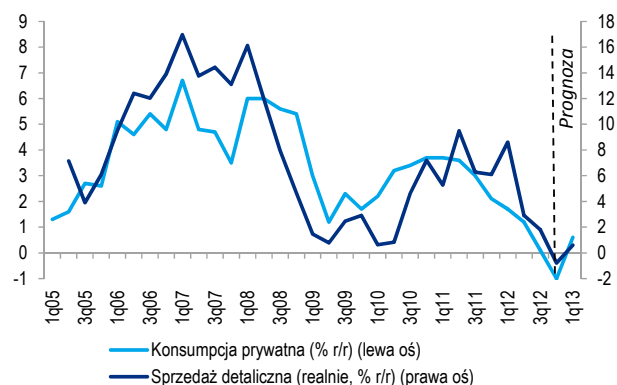
Sądzymy, że złagodzenie warunków kredytowych przez KNF, spadek inflacji, stabilizacja sytuacji na rynku pracy oraz trwający obecnie wzrost stopy oszczędności mogą przyczynić się do bardzo wolnego ożywienia konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach. Zakładając niewielkie ożywienie konsumpcji prywatnej do 0,5% r/r oczekujemy stabilizacji tempa wzrostu PKB w I kw. na poziomie 0,7% r/r. Po osiągnięciu dołka w IV kw. 2012 i I kwartale tego roku oczekujemy stopniowego przyspieszenia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, ale w całym roku utrzymujemy prognozę spowolnienia wzrostu gospodarczego do 1,3% r/r przy kontrybucji popytu krajowego bliskiej zera.

Wykres 11. Realny fundusz płac, wzrost kredytów vs. konsumpcja prywatna



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 12. Produkcja budowlana i inwestycje



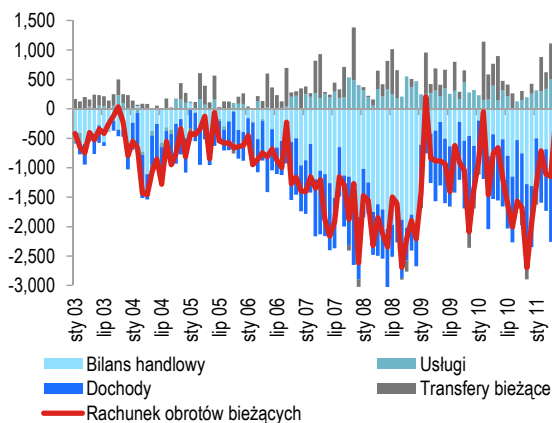
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Słaby popyt krajowy obniża deficyt obrotów bieżących

Deficyt obrotów bieżących był w lutym wyraźnie niższy od oczekiwań za sprawą słabego importu. Deficyt obrotów bieżących spadł w lutym do 0,8 mld EUR z 1,7 mld EUR w styczniu głównie za sprawą nadwyżki w handlu zagranicznym przy dużym spadku importu. Wzrost eksportu spowolnił w lutym do 3,2% r/r z 7,1% w styczniu, ale pogorszenie importu było znacznie głębsze. W lutym import spadł o 8,8% r/r wobec wzrostu o 1% w styczniu, co przyczyniło się do nadwyżki w handlu zagranicznym na poziomie 602 mln EUR. Jednocześnie salda na rachunku usług, transferów oraz dochodów poprawiły się.

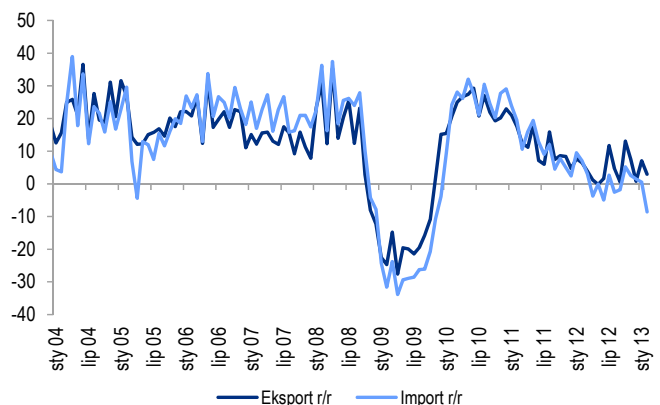
Słaby popyt krajowy będzie ograniczał deficyt obrotów bieżących w kolejnych miesiącach poniżej 3% PKB. Skumulowany za 12 miesięcy deficyt za 12 miesięcy spadł do 3,1% PKB z 3,4% w styczniu. Dane o bilansie płatniczym odzwierciedlają słaby popyt krajowy, który naszym zdaniem doprowadzi do spadku skumulowanego deficytu obrotów bieżących do 2,7% PKB na koniec roku. Warto również podkreślić, że pomimo dużego napływu kapitału portfelowego deficyt obrotów bieżących jest wciąż finansowany przez napływ długoterminowego kapitału - środki z UE oraz bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

Wykres 13. Bilans obrotów bieżących (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 14. Eksport i import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Ścieżka inflacji poniżej projekcji NBP

Inflacja zaskoczyła w dół w marcu spadając do 1% r/r z 1,3% r/r w lutym. Taki wynik był poniżej rynkowego konsensusu na poziomie 1,1% r/r oraz naszej prognozy 1,3% r/r, głównie za sprawą znacznie słabszego od oczekiwań wzrostu cen żywności, co wpisało się w tendencje obserwowane także w innych krajach regionu. Niespodzianki w pozostałych kategoriach (dalszy spadek w łączności i wzrost w rekreacji i kulturze) niemal się zniosły.

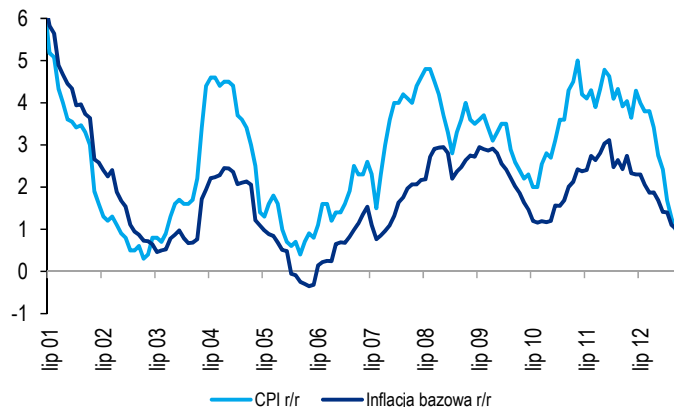
Mimo oczekiwanego stopniowego wzrostu inflacji w II połowie roku spodziewamy się, że pozostanie ona wyraźnie poniżej celu inflacyjnego. Biorąc pod uwagę dane za marzec oczekujemy obecnie, że w kwietniu inflacja spadnie poniżej 1% do ok. 0,7% r/r. Ponadto wzrost CPI może pozostać poniżej 1% do czerwca i zacznie stopniowo rosnąć w II połowie roku do ok. 1,5% na koniec roku, blisko dolnej granicy przedziału odchyleń inflacji od celu NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W rezultacie średnioroczna inflacja obniżyłaby się do ok. 1,2% r/r wobec 1,5% oczekiwanych przez nas poprzednio i poniżej poziomów w ostatniej projekcji banku centralnego. Wsparciem dla ograniczenia presji inflacyjnej w kolejnych kwartałach mogą być niższe ceny surowców na świecie.

Oczekujemy pierwszej obniżki stóp w czerwcu

Sądzymy, że niższa od prognoz inflacja przyczyni się przynajmniej do jeszcze jednej obniżki stóp procentowych (najprawdopodobniej w czerwcu). W związku z tym, że niższa od prognoz inflacja za luty przyczyniła się do złagodzenia tonu wypowiedzi Rady na ostatnim posiedzeniu w kwietniu najprawdopodobniej podobna reakcja nastąpi w reakcji na marcowe dane, szczególnie że ścieżka inflacji będzie

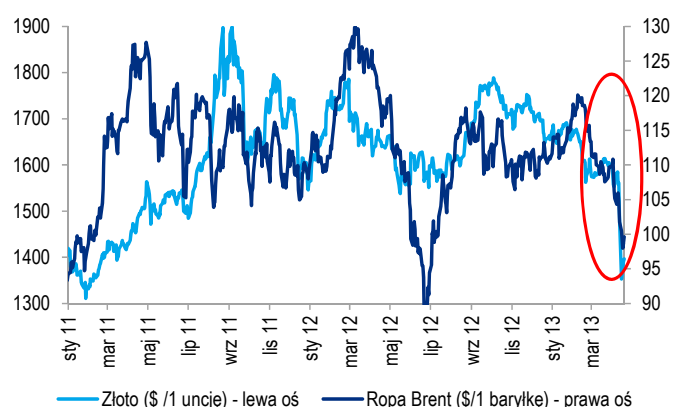
kształtowała się poniżej ścieżki przedstawionej w projekcji banku centralnego. Biorąc pod uwagę naszą prognozę utrzymania stosunkowo słabej aktywności gospodarczej w najbliższych miesiącach oczekujemy, że łagodzenie polityki pieniężnej będzie kontynuowane, a RPP obniży stopy procentowe przynajmniej jeszcze raz o 25 pb, najprawdopodobniej w czerwcu. Sądzymy, że wcześniejsza obniżka stóp procentowych w maju nie może być wykluczona, choć oceniamy prawdopodobieństwo redukcji stóp w czerwcu jako wyższe.

Wykres 15. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 16. Ceny ropy naftowej

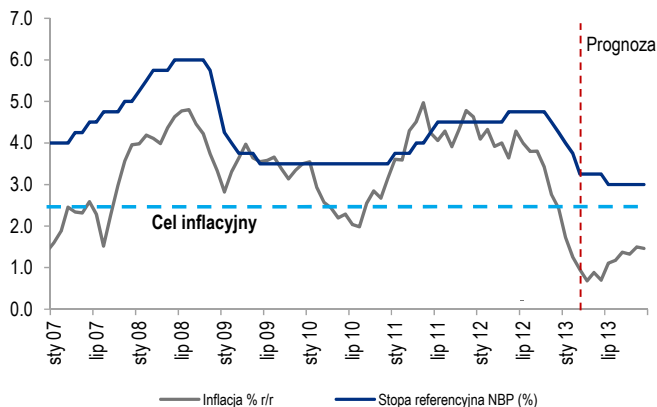


Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wypowiedzi członków RPP wspierają scenariusz dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Jeden z wcześniej „jastrzębich” członków RPP A. Glapiński przyznał, że mógłby rozważyć obniżenie stóp procentowych w lipcu. Najbardziej „gołębi” członek Rady A. Bratkowski stwierdził z kolei, że już w maju stopy procentowe mogłyby być obniżone o 50 pb jeśli dane za kwiecień zaskoczą w dół, z kolei w całym roku RPP mogłaby w sumie obniżyć stopy o ok. 50-100 pb z obecnego poziomu. Obniżki stóp w maju nie wykluczyła także A. Zielińska-Głębocka. Kluczowy dla przyszłych decyzji wydaje się stanowisko J. Hausnera, który w swoim ostatnim wywiadzie przyznał, że Rada może rozważać obniżenie stopy referencyjnej w maju, a jeśli wówczas nie podejmie decyzji o złagodzeniu polityki pieniężnej to rozważy taką możliwość w czerwcu.

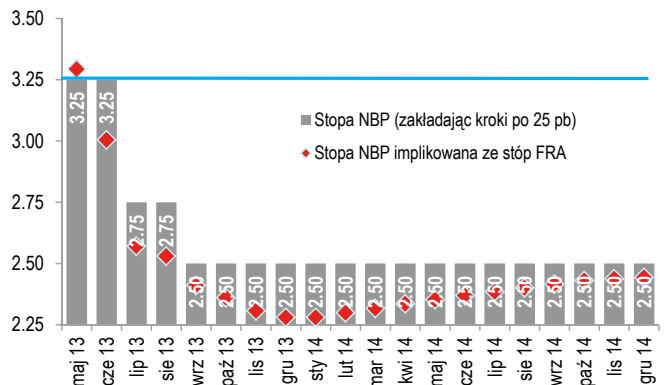
Biorąc pod uwagę zdziwienie jakie wyraził prezes NBP M. Belka na kwietniowej konferencji na oczekiwane przez rynek 75 pb dalszych obniżek stóp oraz ogólną niechęć członków Rady do nadmiernego łagodzenia polityki pieniężnej sądzymy, że rynek wciąż przeszacowuje skalę dalszych obniżek stóp. Zakładamy, że stopa procentowa zostanie obniżona do 2,75%-3%. Nadmierne obniżki mogłyby być interpretowane przez RPP jako prowadzenie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, a tego Rada chciałaby uniknąć. Jednocześnie naszym zdaniem członkowie RPP nie są przekonani, że bardzo niskie stopy procentowe przyczyniłyby się istotnie do wzrostu gospodarczego.

Wykres 17. Prognoza inflacji i stopy referencyjnej



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 18. Implikowana stopa NBP ze stawek FRA



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Złoty mocniejszy w krótkim terminie, słabszy w długim

Biorąc pod uwagę, że oczekujemy mniejszej skali obniżek stóp procentowych niż wycenia rynek sądzymy, że w perspektywie najbliższych miesięcy korekta oczekiwań rynkowych może pozytywnie wpływać na złotego. Jednocześnie skala obniżek stóp w Polsce będzie prawdopodobnie mniejsza niż w strefie euro, co również może wspierać krajową walutę. Naszym zdaniem pozytywnie na złotego będzie oddziaływał także utrzymujący się napływ kapitału zagranicznego po rozpoczęciu przez bank Japonii nadzwyczajnego programu skupu obligacji, który może zwiększyć popyt na aktywa gospodarek wschodzących. Ponadto w ostatnim czasie indeks niespodzianek gospodarczych dla Polski wzrósł powyżej indeksów dla gospodarek wschodzących ogółem oraz dla strefy euro.

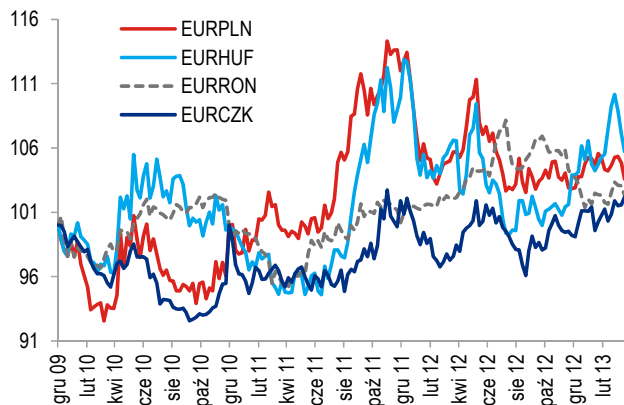
W związku z dużą korelacją złotego z popytem krajowym wciąż dostrzegamy przestrzeń do osłabienia złotego w dalszej części roku. Aktywność gospodarcza pozostaje umiarkowana, a luka popytowa prawdopodobnie pozostanie mocno ujemna w kolejnych kwartałach, co będzie negatywnie wpływać na złotego w kolejnych miesiącach. W dalszej części roku negatywnie na złotego będzie wpływać także oczekwane osłabienie euro wobec dolara w stronę 1,20-1,25.

Tabela 4. Prognozy wybranych par walutowych (na koniec kwartału)

	23/04	II kw 13	III kw 13	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14	III kw 14	IV kw 14
EURUSD	1,30	1,31	1,28	1,25	1,24	1,23	1,22	1,21
USDJPY	98,6	107	106	105	105	105	105	105
EURCHF	1,22	1,23	1,23	1,23	1,24	1,26	1,27	1,28
EURGBP	0,85	0,86	0,87	0,88	0,88	0,87	0,87	0,86
EURPLN	4,13	4,12	4,16	4,20	4,15	4,09	4,03	3,97

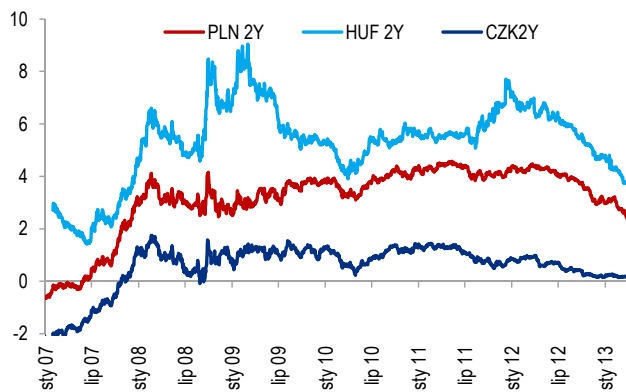
Źródło: Prognozy Citi Research.

Wykres 19. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



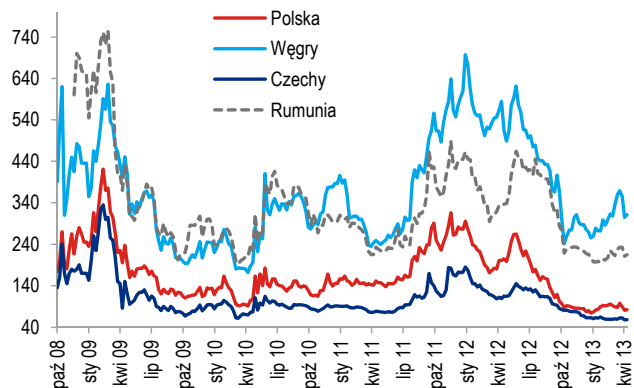
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 21. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



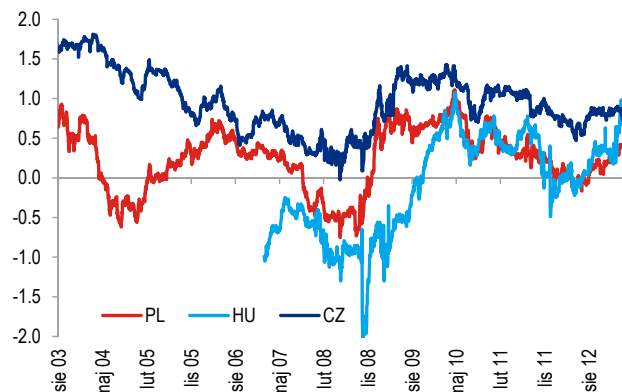
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. Stawki CDS (5-letnie)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012										2013		
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0.8	2.8	4.3	1.2	5.4	0.5	-5.2	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	-2.9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	10.7	-7.6	4.2	-2.0	-2.1	-0.7	6.1	7.8	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	9.2
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	1.1	3.0	5.0	1.8	6.0	0.7	-5.6	4.6	-1.1	-12.2	-0.4	-1.9	-3.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	3.5	8.1	6.2	-5.2	-8.7	-5.0	-17.8	-3.6	-5.3	-24.8	-16.1	-11.4	-18.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	10.7	5.5	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	0.1
Stopa bezrobocia (%)	13.3	12.9	12.6	12.4	12.3	12.4	12.4	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	14.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.9	4.0	3.6	4.3	4.0	3.8	3.8	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	1.0
Inflacja (% m/m)	0.5	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4.4	4.4	5.2	4.4	3.6	3.0	1.8	1.0	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	-0.6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.1	0.7	0.4	-0.5	-0.4	0.0	0.5	-0.7	-0.2	-0.6	0.1	0.3	-0.2
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.8	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	1.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-585	-655	-454	-1,092	-973	-868	-1,448	-743	-1,495	-1,235	-1,688	-854	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-5.1	-4.9	-4.9	-4.6	-4.4	-4.2	-4.1	-3.7	-3.7	-3.5	-3.4	-3.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-544	-420	-846	-372	-389	-109	57	286	-249	-1154	-8	602	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12,755	11,821	12,019	11,891	12,219	12,085	12,707	14,426	13,192	10,441	12,153	12,090	-
Eksport (% r/r)	2.5	2.4	-1.6	0.6	10.9	4.8	0.7	17.7	9.2	-2.1	7.1	3.2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	13,299	12,241	12,865	12,263	12,608	12,194	12,650	14,140	13,441	11,595	12,161	11,488	-
Import (% r/r)	1.5	-3.3	-2.0	-5.3	3.3	-2.1	-1.8	9.2	4.6	-1.8	1.0	-8.8	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.3	10.3	11.3	11.1	11.1	9.8	7.6	8.0	5.7	4.5	4.4	5.5	5.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	12.3	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	9.2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.9	4.2	4.7	2.4	4.1	2.0	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6	-6.6	-5.7	-0.8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	9.7	10.0	9.7	7.5	3.6	3.5	1.2	1.8	-0.2	0.2	2.0	2.8	2.7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	15.0	13.3	14.1	12.1	10.7	10.6	7.7	6.5	2.8	1.5	2.7	3.2	1.9
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25
WIBOR 3M (średnio)	4.72	4.71	4.86	4.91	4.91	4.90	4.90	4.83	4.62	4.35	4.13	3.86	3.60
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.72	4.72	4.92	4.91	4.91	4.90	4.89	4.78	4.51	4.22	4.03	3.81	3.39
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.50	4.63	4.81	4.80	4.55	4.12	4.01	3.61	3.06	3.06	3.41	3.46	3.16
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.61	4.70	4.80	4.63	4.21	4.09	4.05	3.91	3.40	3.15	3.25	3.48	3.15
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.86	4.88	5.04	4.73	4.42	4.34	4.19	4.10	3.60	3.22	3.48	3.63	3.45
EUR/PLN (koniec okresu)	4.16	4.18	4.39	4.26	4.11	4.18	4.15	4.15	4.11	4.07	4.19	4.17	4.15
USD/PLN (koniec okresu)	3.12	3.17	3.54	3.39	3.34	3.34	3.22	3.21	3.16	3.08	3.09	3.18	3.22
EUR/USD (koniec okresu)	1.33	1.32	1.24	1.26	1.23	1.25	1.29	1.29	1.30	1.32	1.36	1.31	1.29
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	23.0	24.8	20.9	24.3	22.9	21.1	34.1	30.5	31.1	30.4	8.4	21.7	24.4
Def. budżetowy kum. (% planu)	65.6	70.9	59.8	69.6	65.5	60.4	97.5	87.0%	88.8%	86.9%	23.7%	60.9%	68.6%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	490	506	524
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,596	1,644	1,734
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,361	12,724	13,118	13,609
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	8.5	-0.8	-3.1	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.5	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.2	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.0	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.00	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.18	3.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.36	3.33
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.20	3.32
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.20	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.15	4.09
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.9	-3.5	-2.8	-3.7
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-26.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.2	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.7	53.1	51.8
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.8	36.0	35.4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 7. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.5	1.9	1.3	2.8	3.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	1.2	2.4	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.9	-3.5	-2.8	-3.7	-4.4	-4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	3.00	3.50	4.25	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.36	3.33	3.22	3.11
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.20	3.32	3.28	3.17
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.20	4.06	3.90	3.86
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.15	4.09	3.98	3.88

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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