

Globalna gospodarka w 2013 r.



Zaskakująco dobry finał po trudnym początku roku

Po wymagającym 2012 roku, w którym świat opanowało szerokie spowolnienie gospodarcze, kolejny rok przyniesie wyraźną poprawę otoczenia ekonomicznego. Oczekujemy, że wraz z końcem drugiego kwartału globalne ożywienie powinno ponownie nabierać tempa i z nawiązką zrekompensować słaby początek roku. W naszej ocenie siła globalnego popytu jest obecnie niedoszacowana i będzie decydować o skali odbicia gospodarki światowej w całym 2013 r.

Nadchodzący 2013 rok będzie okresem, w którym:

- Globalna gospodarka doświadczy przyspieszenia tempa wzrostu w oparciu o odbudowę zaufania podmiotów gospodarczych w trwałą poprawę warunków ekonomicznych gwarantowaną przez główne banki centralne.
- Luzowanie monetarne EBC i Fed zostanie utrzymane w obecnej formie, a dalsza ekspansja fiskalna nastąpi w przypadku Banku Anglii i Banku Japonii.
- Strefa euro wyrwie się z objęć recesji, jednak poprawa sytuacji gospodarczej nie będzie równomierna – wyraźnemu przyspieszeniu państw z centrum będzie towarzyszyć dalszy spadek PKB krajów z peryferii.
- Hiszpania będzie zmuszona do skorzystania z zewnętrznej pomocy finansowej, a związane z tym uruchomienie programu OMT przyniesie dalszą stabilizację rynków finansowych.
- Obawy o klif fiskalny w Stanach Zjednoczonych znikną z początkiem roku, przekładając się na rozpędzenie się gospodarki dużo wcześniej niż w Europie; ultra-luźna polityka Fed będzie wspierać popyt konsumpcyjny i inwestycje.
- PKB Polski zwiększy się o 2,1% korzystając na poprawie sytuacji w strefie euro. Głębokie łagodzenie polityki monetarnej przez RPP nie będzie konieczne, a przyszły rok przyniesie tylko dwie obniżki stóp procentowych po 25 pb.

Konrad Białas
Analityk Rynku Walutowego
Konrad.Bialas@alior.pl

Marcin Brendota
Ekspert ds. Analiz
Marcin.Brendota@alior.pl

Prognozy walutowe 2013

Niepewność paraliżowała aktywność gospodarczą w 2012 r.

Rok 2012 był niewątpliwie trudnym okresem dla światowej gospodarki. Kontynuacja procesu delewarowania w połączeniu z surową konsolidacją fiskalną z mniejszą lub większą siłą uderzyły w stronę popytową w poszczególnych częściach globu. W pierwszej połowie roku problemy finansowe Grecji i Hiszpanii nasiliły obawy o rozpad unii monetarnej, które sparaliżowały aktywność gospodarczą na Starym Kontynencie. Spowolnienie dosięgnęło również Stany Zjednoczone, gdzie niepewność o przyszły kształt polityki fiskalnej i monetarnej kładła się cieniem na utrzymaniu ożywienia, a słabnięcie dwóch najważniejszych rynków zbytu dla chińskiego eksportu stawiało pod znakiem zapytania dalsze szybkie tempo wzrostu Państwa Środka. Dopiero zmasowane działania głównych banków centralnych rozpały nadzieję, że załamanie z przełomu 2008 i 2009 r. się nie powtórzy, co w pierwszej kolejności przyniosło stabilizację rynków finansowych. Jednakże zmiany w gospodarce realnej zaszyły za daleko, aby można je było szybko odwrócić, a ponadto niektóre czynniki hamujące powrót globalnego ożywienia do długoterminowego trendu nadal pozostają aktywne i będą o sobie przypominać jeszcze na początku 2013 r.

W 2013 r. mocne odbicie przy odbudowie zaufania w trwałość ożywienia

Oczekujemy, że przyszły rok przyniesie poprawę warunków gospodarczych, jednak proces ten nie będzie przebiegał jednostajnie. Dość słaby start w pierwszych miesiącach roku będzie konsekwencją wyraźnego hamowania w trzecim i czwartym kwartale 2012 r. Oddziaływanie negatywnych dla wzrostu czynników powinno stopniowo zanikać i wraz z końcem drugiego kwartału globalne ożywienie powinno ponownie nabierać tempa. Mniejsza skala konsolidacji fiskalnej pozwoli na odbudowę popytu w strefie euro, z kolei obawy o „klif fiskalny” w USA powinny zostać rozwiązane już na samym początku 2013 r. Ale kluczowym elementem przemawiającym za istotnym przyspieszeniem wzrostu w drugiej części roku będzie szeroki wzrost zaufania w trwałą poprawę warunków ekonomicznych, której gwarantem zostaną EBC oraz Fed. Rok 2012 pokazał, jak niepewność o przyszły kształt otoczenia gospodarczego wpływa na skłonność do ponoszenia wydatków przez gospodarstwa domowe i rozpoczynania nowych inwestycji przez przedsiębiorstwa. Uważamy, że w podmiotach gospodarczych drzemie popyt (konsumpcyjny i inwestycyjny), który tylko czeka z uwolnieniem na odpowiednie warunki ekonomiczne. W naszej ocenie siła globalnego popytu jest obecnie niedoszacowana i będzie decydować o skali odbicia gospodarki globalnej w 2013 r.

Tabela 1. Prognozy kursów walutowych na 2013 r. (koniec okresu)

	19 gru	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13
EURPLN	4.07	4.15	4.10	4.07	4.00
USDPLN	3.07	3.10	3.01	3.06	3.03
CHFPLN	3.37	3.37	3.28	3.23	3.17
GBPPLN	5.00	4.96	4.82	4.87	4.76
EURUSD	1.32	1.34	1.36	1.33	1.32
EURCHF	1.21	1.23	1.25	1.26	1.26
GBPUSD	1.63	1.60	1.60	1.59	1.57
EURGBP	0.81	0.84	0.85	0.84	0.84
USDJPY	84	86	88	90	92

Zródło: Alior Bank

Strefa euro: EBC na straży stabilności i trwałości unii monetarnej

Polityka monetarna oparta o dotychczas wprowadzone narzędzia

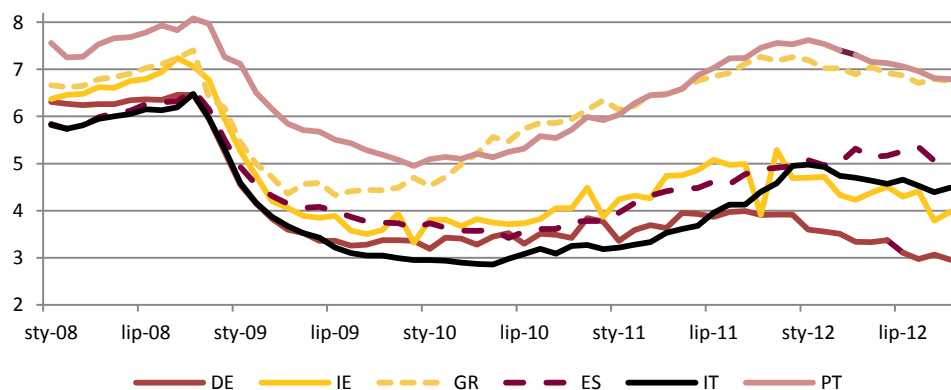
Spodziewamy się, że Europejski Bank Centralny osiągnie pełen sukces w neutralizacji obaw o rozpad unii monetarnej i przyczyni się do wzrostu zaufania w stabilny wzrost strefy euro. Ustalony we wrześniu program interwencji na nieograniczoną skalę na wtórnym rynku długu (tzw. Outright Monetary Transactions, OMT) istotnie zredukował finansowe ryzyko systemowe w Europie, jednakże bez właściwego uruchomienia skupu obligacji (OMT pozostaje nieaktywny do czasu, aż któryś z państw członkowskich nie poprosi o pomoc z europejskich funduszy ratunkowych), całkowite usunięcie niepewności wśród podmiotów gospodarczych nie jest możliwe. W naszej ocenie program zacznie być aktywny jeszcze w pierwszym kwartale 2012 r., a jego pierwszym beneficjentem zostanie Hiszpania. Ponadto zakładamy, że spośród pozostałych narzędzi polityki monetarnej EBC może zdecydować się na obniżkę referencyjnej stawki procentowej o 25 pb do 0,5%. Działanie to w naszej ocenie nie będzie miało na celu normalizacji mechanizmu transmisji monetarnej (mocno zaburzonego w czasach kryzysu), a osłabienie euro i poprawę konkurencyjności unijnej gospodarki, przy czym sądzimy, że zamierzony efekt zostanie osiągnięty na krótko. EBC nie zdecyduje się na obniżanie stopy depozytowej poniżej zera, gdyż decyzja ta nie przełoży się na pobudzenie akcji kredytowej banków komercyjnych do czasu, aż nie odbuduje się wcześniej wspomniane zaufanie podmiotów gospodarczych. Luzowanie monetarne z użyciem innych narzędzi (np. pełne QE, LTRO) jest naszym zdaniem mało prawdopodobne.

Podział na Europę dwóch prędkości będzie się dalej utrzymywał

W 2013 r. strefa euro wyrwie się z recesji

Strefa euro w 2013 r. jako całość powinna pozytywnie zaskoczyć i powrócić do (skromnego) wzrostu. Będzie to jednak wciąż Europa dwóch prędkości z lepszą sytuacją państw z centrum bloku i pozostającymi w ogonie państwami peryferyjnymi. Wraz z całkowitym odsunięciem obaw o rozpad unii monetarnej nastąpi przyspieszenie ożywienia w państwach centralnych, a dodatkowym czynnikiem pobudzającym aktywność gospodarczą będą niskie rynkowe stopy procentowe zachęcające do pozyskiwania taniego finansowania. Liderem wzrostu ponownie zostaną Niemcy za sprawą odbudowy popytu inwestycyjnego oraz eksportu. Szczególnie popyt na eksport Niemiec spoza strefy euro powinien się utrzymywać na wysokim poziomie, zakładając lepszą kondycję gospodarki USA i stabilizację wzrostu Chin na wysokim poziomie. Na drugim biegunie pozostają państwa z peryferii bloku, gdzie kontynuacja surowej polityki fiskalnej będzie hamować ożywienie. Po pozytywnej stronie należy nadmienić, że zacieśnienie fiskalne w przyszłym roku będzie mniejsze niż w obecnym, a rok 2013 będzie rokiem przejściowym dla systematycznej poprawy konkurencyjności państw peryferyjnych.

Wykres 1. Zakłócenia w mechanizmie transmisji monetarnej – duża rozbieżność w wysokości oprocentowania kredytów korporacyjnych do 1 mln EUR na czas do 1 roku.



Źródło: Eurostat, Alior Bank

Utrzymanie harmonogramu reform fiskalnych głównym czynnikiem ryzyka

Grecja: Nadal w strefie euro, ale wciąż z kłopotami

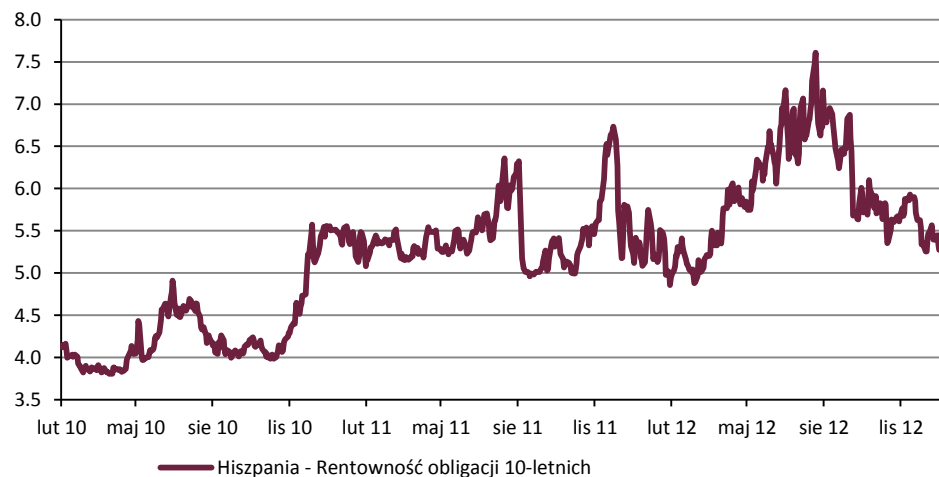
Utrzymujemy opinię, że na koniec 2013 r. Grecja nadal będzie członkiem strefy euro. Podkreślić należy, że unijni politycy są mocno zdeterminowani, aby nie dopuścić do opuszczenia unii walutowej przez jakiekolwiek państwo. Zawarte pod koniec listopada porozumienie między Grecją, UE i MFW ograniczyło ryzyko niewypłacalności Aten w krótkim terminie. Jednakże nowa ścieżka redukcji greckiego zadłużenia do 124% PKB do 2020 r. jest oparta na dość ambitnych projekcjach wzrostu gospodarki, nie wspominając o wątpliwościach, jakie budzi faktyczny postęp rządu w Atenach w realizacji kolejnych cięć fiskalnych. W dłuższym terminie problem obsługi zadłużenia przez Grecję powinien powrócić i wówczas pod rozważkę będzie trzeba wziąć restrukturyzację długu będącego w rękach publicznych wierzycieli (tzw. official sector involvement, OSI). Jednakże w naszej ocenie temat OSI nie będzie oficjalnie brany pod uwagę przynajmniej do czasu wrześniowych wyborów parlamentarnych w Niemczech z uwagi na silny sprzeciw społeczny dla tego rozwiązania.

Dwa scenariusze rozwoju wypadków

Hiszpania: Bailout na początku 2013 r. nieunikniony

Uważamy, że Hiszpania poprosi o zewnętrzną pomoc finansową w pierwszy kwartale 2013 r., co będzie równoznaczne z aktywacją programu OMT i interwencją EBC na hiszpańskim rynku długu. Widzimy dwa scenariusze, które mogą skłonić premiera kraju Mariano Rajoya do zwrócenia się o bailout. W pierwszym, rząd w Madrycie może ulec presji ze strony władz pozostałych państw strefy euro niezadowolonych z tempa odbudowy zaufania na europejskim rynku finansowym. Sama gotowość EBC do uruchomienia programu OMT znacząco poprawiła sytuację w Europie, jednak nadal nie daje tego samego stopnia neutralizacji obaw o eskalację kryzysu zadłużenia i rozpadu strefy euro, jaki powinno dać faktyczne zainicjowanie interwencji na rynku długu. W drugim scenariuszu impuls może przyjść bezpośrednio z rynków finansowych. Biorąc pod uwagę, że na koniec tego roku deficyt budżetowy Hiszpanii (wliczając w to rekapitalizację banków) może być wyższy od rekordu z 2011 r., tj. 9,4% PKB, a w 2013 r. kraj będzie musiał pozyskać z rynków finansowych ponad 120 mld EUR, niewykluczone, że agencje ratingowe dokonają rewizji ocen wiarygodności kredytowej. W przypadku S&P i Moody's obecne ratingi są tylko jeden stopień powyżej statusu śmieciowego i każda obniżka może zainicjować falę wyprzedazy hiszpańskich obligacji. Znaczny skok rentowności długu może okazać się zbyt dużym ciężarem dla rządu, aby kontynuować finansowanie budżetu bez pożyczki z Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego.

Wykres 2. Zapowiedź programu OMT na początku sierpnia 2012 przyczyniło się do istotnego spadku rentowności hiszpańskiego długu.



Źródło: Reuters, Alior Bank

Prognozy walutowe 2013

Włochy: Powoli do przodu, ale na własną rękę

Reformy budżetowe M. Montiego przynosią rezultaty

W przypadku Włoch przyjmujemy, że sytuacja budżetowa kraju jest dużo lepsza w porównaniu z Hiszpanią i Rzym nie będzie się starał o zewnętrzną pomoc finansową. Komisja Europejska szacuje, że pomimo silnego spadku PKB o 2,3% w 2012 r. wobec wzrostu o 0,4% w 2011 r., deficyt budżetowy skurczy się do 2,9% PKB wobec 3,9% rok wcześniej. W 2013 r. deficyt ma się dalej zmniejszyć do 2,1%, przy czym po oczyszczeniu z wahań cyklu koniunkturalnego oraz obsługi zadłużenia Włochy w przyszłym roku odnotują nadwyżkę budżetową na poziomie 5%. Odkąd Mario Monti objął fotel premiera 13 miesięcy temu, Włochy systematycznie ograniczają deficyt, a rząd odzyskał stabilność i przewidywalność, przynosząc wyraźny spadek kosztów pożyczkowych. Zapowiedź złożenia dymisji przez Montiego na początku grudnia wprowadziła element niepokoju o przyszłość reform gospodarczych, jednak bardzo możliwe, że Monti pozostanie czynnym uczestnikiem prac rządu po przyszłorocznych wyborach parlamentarnych.

Irlandia i Portugalia: Powrót na rynki finansowe

Globalne polowanie za wysoką stopą zwrotu

Rok 2013 to w naszej ocenie czas odzyskania dostępu do rynków finansowych przez Portugalię i Irlandię. Oba kraje realizują reformy budżetowe zgodnie z planami uzgodnionymi z trojką, a ponadto mają za sobą pierwsze udane aukcje emisji długu. W przyszłym roku najpierw Irlandia, a później Portugalia zaczną regularnie emitować obligacje, co otworzy drogę do uzyskania wsparcia od EBC poprzez program OMT. Uważamy, że jak tylko zniknie ryzyko rozpadu strefy euro, kapitał dotąd kumulowany w bezpiecznych (jednak nie przynoszących realnego dochodu) aktywach ponownie wyruszy na poszukiwanie wyższych stóp zwrotu, co powinno pozytywnie wpłynąć na warunki finansowania Irlandii i Portugalii.

USA: „Klif fiskalny” postraszy na krótko

Nie oczekujemy rozszerzenia ekspansji monetarnej Fed o nowe narzędzia

Zakładamy, że „klif fiskalny” nie uderzy pełną mocą w amerykańską gospodarkę i najpóźniej w połowie stycznia między Demokratami i Republikanami zostanie wypracowane porozumienie ograniczające skalę cięć wydatków budżetowych i podwyżek podatków. Na podstawie dotychczasowego przebiegu negocjacji można oczekiwać finalnego zacieśnienia fiskalnego na poziomie ok. 200 mld USD (wobec pierwotnych 607 mld USD). Pomimo dużej presji politycznej, nie ma pewności, że negocjacje zostaną zakończone przed końcem roku. Jednak nawet w przypadku braku porozumienia przed 1 stycznia, automatyczne wygaśnięcie ulg podatkowych i uruchomienie cięć wydatków (do czasu wprowadzenia w życie warunków porozumienia) powinno mieć znikomy wpływ na wzrost gospodarczy USA, tj. ok. 0,1 pkt proc. Negatywnym skutkiem przedłużania się okresu niepewności o ostateczny kształt polityki fiskalnej jest opóźnienie odrodzenia aktywności gospodarczej. Gdy ta przeszkoda zostanie usunięta, gospodarka USA powinna doświadczyć przyspieszenia tempa ożywienia za sprawą wzrostu popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Taki scenariusz dodatkowo wspiera ultra-łagodne nastawienie Rezerwy Federalnej – komunikat po grudniowym posiedzeniu Federalnego Komitetu Otwartego Rynku wskazuje na utrzymanie środowiska niskich stóp procentowych co najmniej do połowy 2015 r. Pozytywne impulsy powinny także napływać z rynku nieruchomości, który już w 2012 r. zaczął pokazywać pierwsze oznaki powrotu do równowagi.

Polska: Silne przyspieszenie ożywienia przyjdzie w połowie roku

Wzrost PKB o 2,1% w 2013 r.

Po trudnym 2012 r., w przyszłym roku oczekujemy stopniowej poprawy kondycji polskiej gospodarki w związku z przyspieszeniem globalnego ożywienia. Kluczowym elementem będzie odbudowa popytu ze strony strefy euro, w szczególności z Niemiec, zarówno na produkty finalne, jak i półprodukty do dalszego eksportu poza granice Europy. Start przyszłego roku w wykonaniu Polski będzie jednak słaby jako konsekwencja wyraźnego hamowania w trzecim i czwartym kwartale 2012 r. Jednakże druga połowa roku powinna przynieść solidne przyspieszenie tempa wzrostu i w całym roku PKB Polski powinien zwiększyć się o 2,1%. W pierwszej części roku oczekujemy, że słaba sytuacja na rynku pracy będzie ciążyć na prywatnej konsumpcji i dopiero z końcem drugiego kwartału poprawa klimatu biznesu będzie stopniowo przekładać się na wzrost zatrudnienia i odbicie popytu konsumpcyjnego. Przedsiębiorstwa, początkowo niechętnie do rozpoczynania inwestycji, ostatecznie będą musiały odpowiedzieć na rosnącą konsumpcję wewnętrzną i zewnętrzną poprzez zintensyfikowanie projektów inwestycyjnych.

Jeszcze tylko dwie obniżki stóp proc. po 25 pb

Negatywne oddziaływanie polityki fiskalnej (konsolidacja wydatków) w 2013 r. powinno być mniejsze niż w 2012 r. wraz z uruchomieniem rządowego programu Inwestycje Polskie. Deficyt budżetowy będzie się dalej zmniejszał, jednak w wolniejszym tempie niż jest to zakładane przez rząd – po 3,5% PKB na koniec 2012 r. spadnie do 3% w 2013 r. Korzystny wpływ na finansowanie krajowego zadłużenia powinna mieć szeroka nadpłynność na globalnych rynkach finansowych, której spora część zostanie skierowana na „emerging markets”, w tym na polski rynek dłużny. Jednakże uważamy, że trend spadkowy rentowności obligacji w najbliższym okresie zostanie zahamowany, a w kolejnych miesiącach zmieni się na wzrostowy w związku z dostosowywaniem się inwestorów do płytszej niż się obecnie oczekuje skali cięć stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP dokona następnej obniżki o 25 pb w styczniu i najprawdopodobniej ostatniej w marcu (po zapoznaniu się z nową projekcją inflacji), co razem daje spadek stawki referencyjnej do 3,75%. Uważamy, że Rada pozostaje zbyt optymistyczna w oczekiwaniach spadku inflacji poniżej dolnego ograniczenia celu inflacyjnego (cel 2,5% w dopuszczalnych widełkach wahań 1,5%-3,5%). W naszej ocenie inflacja osiągnie minimum na poziomie 2,1% w maju 2013 r., po czym do końca roku wzrośnie do 2,9%, stąd pozostawienie przez RPP referencyjnej stopy procentowej na poziomie 3,75% powinno utrzymać realną stopę procentową na zadowalającym poziomie.

Tabela 2. Polska – prognozy makroekonomiczne 2012/2013

	Q4'12	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2012	2013
PKB (r/r %)	1.3	1.1	1.9	2.4	2.5	2.2	2.1
Stopa bezrobocia (%)	13.2	13.6	13.0	12.6	13.1	12.8	13.0
Inflacja CPI (r/r %)	2.6	2.3	2.1	2.8	2.9	3.7	2.5
Stopa referencyjna NBP (%)	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75		
WIBOR3M (%)	4.20	4.05	4.02	3.99	3.93		

Źródło: Alior Bank

Prognozy walutowe 2013

Szwajcaria: W oczekiwaniu na odbicie strefy euro

**SNB będzie dalej
bronił limitu
na EURCHF**

Koniec recesji w strefie euro będzie dobrą wiadomością dla Szwajcarii, dla której członkowie unii monetarnej są odbiorcami 2/3 eksportu. Pomimo że silny frank pozostaje główną przeszkodą dla szwajcarskiej gospodarki, uważamy, że stopniowa poprawa klimatu ekonomicznego w strefie euro powstrzyma Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) przed wprowadzaniem dodatkowych narzędzi polityki monetarnej mających na celu osłabienie franka, a bank skupi się na utrzymaniu limitu 1,20 na EURCHF. Wprowadzenie ujemnego oprocentowania od depozytów banków komercyjnych jest w naszej ocenie mało prawdopodobne, gdyż nie ma gwarancji, że doprowadziłoby do zakładanego odpływu kapitału ze Szwajcarii, a mogłoby zagrozić statusowi kraju jako światowego centrum bankowości, jak również stanowiłoby cios w zyskowność sektora bankowego.

Wielka Brytania: Walka o utrzymanie ratingu AAA

**Cięcie ratingu
neutralne dla
rynkowej oceny kraju**

Gospodarka Wielkiej Brytanii najprawdopodobniej zakończy obecny rok spadkiem PKB o 0,1%, na co złożyły się skutki kryzysu w strefie euro, konsolidacja brytyjskich finansów publicznych oraz trudne warunki kredytowe. Na rządzie premiera Camerona wywierana jest presja na złagodzenie polityki fiskalnej, jednak jest to mało prawdopodobne w obliczu ostrzeżeń agencji ratingowych o możliwym cięciu najwyższego ratingu AAA. Utrata najwyższego ratingu przez Wielką Brytanię w przyszłym roku jest prawdopodobna, jednakże nie uważamy, aby miała silne przełożenie na ocenę kraju przez rynki finansowe. Potencjalny wzrost kosztów finansowania powinien zostać zniwelowany przez kontynuację ekspansywnej polityki monetarnej Banku Anglii i rozszerzenie programu QE. Bank Anglii może być śmielszy w łagodzeniu polityki pieniężnej, biorąc pod uwagę ekspansywne działania pozostałych najważniejszych banków centralnych.

Chiny: Koniec z dwucyfrowym wzrostem gospodarczym

**Nowa władza akceptuje
tempo wzrostu
bliskie 7%**

W listopadzie odbył się 18-ty Kongres Partii Komunistycznej, na którym wybrano nowych członków Stałego Komitetu Biura Politycznego i ogłoszono kandydatów, którzy po dziesięciu latach sprawowania władzy zastąpią obecnego prezydenta Hu Jintao i premiera Wen Jiabao. Oficjalne przekazanie władzy nastąpi dopiero w marcu, jednak elekcji już uczestniczą w procesie decyzyjnym. Według ostatnich komentarzy przyszłego premiera Li Keqiang, nowy rząd jest gotów zaakceptować średni wzrost gospodarczy na poziomie 7%, aby osiągnąć stan „zamożnego społeczeństwa” do 2020 r. Jest to istotna zmiana w porównaniu z poprzednim dziesięcioleciem, kiedy średni wzrost wynosił ok. 10%. Oznacza to, że nowa władza nie będzie forsować dużych pakietów stymulacyjnych dla gospodarki, a skupiać się na zrównoważonym wzroście. Pomimo tego oczekujemy, że Chiny pozostaną motorem wzrostu dla globalnej gospodarki, a wraz z poprawą warunków ekonomicznych w strefie euro i USA ożywienie wymiany handlowej w drugiej połowie 2013 roku powinno pozwolić Chinom na uzyskanie wzrostu gospodarczego powyżej 7,5%.

Japonia: Mobilizacja polityki fiskalnej i monetarnej dla wsparcia gospodarki**Kres silnego jena**

Silne skurczenie się rynków zbytu, konflikt z Chinami w sprawie wysp Senkaku oraz silny jen poważnie nadszarpnęły wzrost gospodarczy proeksportowej Japonii na przestrzeni mijającego roku. Oczekujemy, że w 2013 r. Japonia powinna przezwyciężyć te trudności, choć proces ten będzie następował powoli. Istotna poprawa wymiany handlowej będzie zauważalna bliżej połowy roku, natomiast szybsze efekty mogą nastąpić w związku ze zmianami w polityce fiskalnej i monetarnej. Nowy premier Japonii Shinzo Abe jeszcze przed grudniowymi wyborami zapowiadał, że ma zamiar wspierać wzrost poprzez duże pakiety fiskalne i nakłonienie banku centralnego do ultra ekspansywnej polityki monetarnej, włączając w to wprowadzenie ujemnych stóp procentowych. Działania na rzecz deprecjacji jena będą jednym z ważniejszych składników poprawy japońskiej gospodarki.

Rynek akcji: Dyskontowanie powrotu ożywienia już się rozpoczęło**Przemysł i finanse
motorami wzrostów**

Mimo dość niestabilnego zewnętrznego otoczenia polityczno-gospodarczego oraz sygnalizowanego spowolnienia polskiej gospodarki, indeks WIG od początku roku zyskał blisko 25%. W I i II kwartale 2013 roku oczekiwana jest kontynuacja spowolnienia, jednak później gospodarka powinna powrócić na ścieżkę ożywienia. Uwzględniając taki scenariusz zdarzeń, zakładamy, że wyniki finansowe przedsiębiorstw publikowane w najbliższych okresach będą pod presją wyników całej gospodarki. Jednak w oczekiwaniu na powrót ożywienia gospodarczego i poprawy rentowności przedsiębiorstw oraz fundamentalnych wskaźników rynkowych ten okres będzie stanowił dobry czas na zwiększanie alokacji w akcjach notowanych spółek, szczególnie szeroko rozumianego sektora przemysłowego oraz sektora finansowego. Wzrost oczekiwań dotyczących ożywienia powinien wpłynąć na wzrost mocy wytwórczych, wielkości produkcji i zakupu środków produkcji oraz skutkować wzrostem zatrudnienia. Dodatkowym impulsem wzrostu wyników finansowych przedsiębiorstw będzie zwiększony popyt eksportowy w oczekiwaniu na powrót na ścieżkę ożywienia globalnej gospodarki, czemu powinien sprzyjać wzrost zaufania na trwalszą poprawę wspierany działaniami głównych banków centralnych. Jednocześnie zwiększenie aktywności przedsiębiorstw powinno pobudzić akcję kredytową w sektorze finansowym, kompensując początkowe zacieśnianie marży odsetkowych w warunkach kontynuacji cyklu obniżek stóp procentowych. Dodatkowo prognozowane dalsze luzowanie polityki pieniężnej powinno skutkować realokacją oszczędności w stronę bardziej ryzykownych aktywów cechujących się wyższą oczekiwaną stopą zwrotu, a także, poprzez transmisję na koszt kapitału, wpłynąć na podwyższenie wycen fundamentalnych spółek.

Prognozy walutowe 2013

Waluta	Perspektywa na 2013 r.
EUR	W naszej ocenie zgłoszenie się przez Hiszpanią o pomoc z Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego oraz związana z tym aktywacja programu OMT będzie pozytywnym impulsem dla euro, gdyż całkowicie zredukuje ryzyko rozpadu unii monetarnej. W rezultacie aktywa strefy euro będą ponownie zachęcać kapitał inwestycyjny, oferując atrakcyjne dochodowości w środowisku zerowych stóp zwrotu. Oczekujemy, że kapitał przetrzymywany obecnie w „bezpiecznych” obligacjach USA, Niemiec, czy Wielkiej Brytanii zacznie na nowo kierować się na rynek hiszpański i włoski, a z czasem na irlandzki oraz portugalski. W średnim terminie euro powinno zyskiwać wobec pozostałych walut światowych i dopiero pod koniec roku tendencja ta zacznie słabnąć.
USD	Napięcia rynkowe związane z „klifem fiskalnym” na przełomie 2012 i 2013 r. mogą nasilić odpływ kapitału w kierunku „bezpiecznych przystani”, w tym dolara. Jednak najpóźniej w połowie stycznia 2013 porozumienie budżetowe w USA powinno zostać osiągnięte i w kolejnych miesiącach systematyczny wzrost zaufania na rynkach finansowych w połączeniu z wyraźną poprawą globalnego klimatu ekonomicznego będą sprzyjać transferom kapitałowemu na rynki oferujące wyższą stopę zwrotu. Oznacza to deprecjację dolara na rzecz EUR i walut rynków wschodzących. Utrzymanie ekspansywnej polityki monetarnej Fed jest już w większości z dyskontowane i nie będzie miało dodatkowego przełożenia na osłabienie USD.
PLN	W krótkim terminie słabe wyniki polskiej gospodarki będą negatywnie wpływać na złotego, jednak deprecjacja będzie tłumiona poprzez utrzymujący się napływ kapitału na polski rynek długu związany z oczekiwaniem kontynuacji cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP. W późniejszym okresie (od drugiego kwartału 2013 r.) oddziaływanie wymienionych czynników powinno się odwrócić – ożywienie ponownie zacznie nabierać tempa, a napływ kapitału do PLN będzie dodatkowo wspierany wzrostem globalnego apetytu na ryzykowne aktywa. Z drugiej strony obecne trendy na rynku długu zostaną zahamowane (prowadząc do częściowej realizacji zysków i odpływu kapitału) wraz z zakończeniem cyklu obniżek stóp procentowych. W rezultacie na przestrzeni całego roku złoty powinien pozostawać zbalansowany.
CHF	Determinacja Narodowego Banku Szwajcarii do obrony limitu 1,20 franka za euro latem 2012 r. była wystawiona na ciężką próbę i dopiero ogłoszenie programu OMT przez Europejski Bank Centralny powstrzymało napływ kapitału w stronę CHF. Spodziewamy się, że redukcja ryzyk związanych z kryzysem strefy euro w przyszłym roku przyczyni się do odpływu kapitału w stronę ryzykownych aktywów i stopniowego wzrostu EURCHF. Uważamy za mało prawdopodobne, aby SNB wspierał deprecjację franka poprzez podwyższanie limitu.
GBP	Złagodzenie napięć wokół strefy euro powinno przyczynić się do umiarkowanego wzrostu EURGBP. Po wprowadzeniu limitu na EURCHF, funt zaczął stanowić jeden z kierunków odpływu kapitału z EUR, stąd w 2013 r. trend powinien ulec odwróceniu. Zagrożeniem dla funta może być dodatkowo utrata ratingu AAA, jednak biorąc pod uwagę, że Wielka Brytania posiada niezależny bank centralny, skalę potencjalnego osłabienia brytyjskiej waluty z tego powodu powinna być ograniczona.
JPY	Rok 2013 będzie stał pod znakiem silnej deprecjacji jena, jeżeli zapewnienia nowego premiera kraju Shinzo Abe dotyczące agresywniejszej polityki pieniężnej zostaną zrealizowane. W ciągu roku (dokładniej do 8 kwietnia) nowy rząd będzie miał możliwość zastąpienia prezesa i dwóch wiceprezesów Banku Japonii (w ramach wygasania ich kadencji), tym samym zyska większy wpływ na politykę monetarną. Podwyższenie celu inflacyjnego (obecnie 1%) oraz przesłanki do zastosowania niekonwencjonalnych narzędzi polityki monetarnej (w tym ujemnej stopy procentowej) będą sygnałami do dalszej przeceny jena.

Główne zagrożenia dla prognoz**Największe ryzyko – utrzymanie negatywnych nastrojów wśród podmiotów gospodarczych**

Cztery lata kryzysu finansowego zdążyły pokazać, że praktycznie z każdej sfery otoczenia ekonomiczno-politycznego nieoczekiwanie mogą napłynąć informacje, które diametralnie zmieniają sytuację na rynkach finansowych, przez co prognozowanie danych makroekonomicznych nawet na miesiąc naprzód stanowi spore wyzwanie, nie wspominając nawet o próbach przewidzenia, jak będzie wyglądać globalna gospodarka za rok. Lista przedstawionych w tym raporcie założeń to zarazem lista elementów, w przypadku których ostateczny rezultat może być zgoła odmienny od oczekiwanego. Największe zagrożenie widzimy w wydłużeniu okresu utrzymywania się niepewności wśród konsumentów i przedsiębiorców o przyszły stan gospodarki, co w rezultacie opóźni moment przyspieszenia tempa ożywienia. Z jednej strony dotychczasowe działania głównych banków centralnych na świecie, które miały na celu ustabilizowanie rynków finansowych oraz stworzenie korzystnych warunków ekonomicznych, mogą okazać się niewystarczające, bądź też odzew polityki monetarnej na negatywne wydarzenia przyszłych miesięcy będzie zbyt zachowawczy, aby szybko zdławić zaistniały problem, nim na powrót wywoła obawy wśród podmiotów gospodarczych. Z drugiej strony w przypadku każdego tematu, który wstrząsał rynkami finansowymi na przestrzeni ostatnich dwóch lat, zaistniałe zagrożenia nie zostały całkowicie zażegnane i w każdej chwili mogą ponownie wypłynąć na powierzchnię.

PIIGS pozostaje źródłem potencjalnych problemów

W naszej ocenie najtrudniejsze zadanie stoi przed Europejskim Bankiem Centralnym w kwestii zagwarantowania trwałości unii monetarnej. Strefa euro mimo wszystko jest zlepkiem kilkunastu państw, co oznacza kilkanaście opinii na jeden temat. Wystarczy, że rząd w Hiszpanii będzie zwlekać z wystąpieniem o wsparcie finansowe z europejskich funduszy ratunkowych, aby niepewność o wypłacalność kraju utrzymywała wysokie koszty finansowania (będące synonimem kryzysu zadłużenia) nie tylko w Hiszpanii, ale także we Włoszech, Portugalii, Irlandii i Grecji. Brak szybkich oznak powrotu ożywienia przy kontynuacji konsolidacji fiskalnej może doprowadzić do powstania w państwach PIIGS ruchów antyrządowych i antyeuropejskich, zagrażając stabilności politycznej całego bloku. Zaprzestanie reform budżetowych pod naporem niezadowolonego społeczeństwa będzie oznaczać wybuch chaosu w strefie euro, którego fala uderzeniowa będzie odczuwalna w każdym zakątku globalnej gospodarki. Jest to skrajnie pesymistyczna wizja, której prawdopodobieństwo wystąpienia jest w naszej ocenie bardzo małe, choć jak uczy historia tego kryzysu – niezerowe.

Obniżka ratingu USA grozi powtórką sytuacji z sierpnia 2011 r.

Po drugiej stronie Atlantyku czynniki ryzyka związane z polityką fiskalną USA nie kończą się wraz z zażegnaniem „klifu fiskalnego”. W najbliższych miesiącach Kongres czekają rozmowy o podwyższenie maksymalnego poziomu zadłużenia państwa. Najprawdopodobniej jeszcze w tym roku zadłużenie Stanów Zjednoczonych zbliży się do limitu 16,4 bln USD, który został ustalony w sierpniu 2011 r. Wówczas sprawa ta przyczyniła się do pierwszej w historii decyzji o obniżeniu ratingu USA z najwyższego poziomu AAA przez agencję Standard & Poor's, co przełożyło się na silne perturbacje na rynkach finansowych. Obecnie utrzymuje się przekonanie, że nawet przy osiągnięciu limitu zadłużenia z końcem 2012 r. amerykański rząd będzie mógł kontynuować finansowanie bieżącej działalności nawet od lutego 2013 r., jednak okres ten może upłynąć pod znakiem gorącej debaty o to, czy kontynuować powiększanie zadłużenia największej gospodarki globu. Republikanie będą optować za ograniczeniem strony wydatkowej budżetu, z kolei Demokraci będą bardziej skłonni do podwyższenia limitu. Cała sytuacja grozi tym, że na wzór decyzji agencji S&P z 2011 r., w przyszłym roku podobny krok podejmie Fitch lub Moody's. Jakkolwiek z punktu widzenia sytuacji Stanów Zjednoczonych będzie to neutralna decyzja (trudno oczekiwać, aby amerykańskie obligacje skarbowe nagle utraciły status „bezpiecznej przystani”), to dla rynków finansowych może to być silny negatywny szok. Z uwagi że sentyment na rynkach ma istotne przełożenie na aktywność

gospodarczą, każdy mini-kryzys tego typu będzie stanowił zadrę na drodze do odbudowy zaufania w siłę amerykańskiej gospodarki.

Widmo globalnego szoku podażowego

Ostatnim, ale równie istotnym w naszej ocenie zagrożeniem dla zaprezentowanych prognoz jest eskalacja napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie i związane z tym konsekwencje dla globalnego rynku ropy naftowej. Niepokoje społeczne w Egipcie, Syrii, czy Strefie Gazy pozostają utajonymi punktami zapalnymi, które w każdej chwili mogą przełożyć na zakłócenia w dostawach ropy z regionu, z którego pochodzi 25% światowej produkcji. Szczególne niebezpieczeństwo związane jest z Egiptem – mimo że kraj nie jest znaczącym producentem ropy, to jednak jest ważnym państwem tranzytowym z uwagi na transport surowca przez kanał Sueski i liczne rurociągi. Przerwanie tego mechanizmu może wywołać gwałtowny wzrost cen ropy naftowej na rynkach finansowych, a tak wywołany szok podażowy w krótkim czasie może zdławić wszelkie próby odbudowy globalnego wzrostu gospodarczego, ograniczając konsumpcję gospodarstw domowych oraz ekspansję aktywności gospodarczej przedsiębiorstw.



Prognozy walutowe 2013

Niniejsza analiza została sporządzona przez Alior Bank S.A. z siedzibą w Warszawie i nie stanowi ona świadczenia usług w zakresie doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu powszechnie obowiązujących przepisów prawa, w szczególności ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2010 r., Nr 211, poz. 1384 wraz z późn. zm.). Nie stanowi ona również oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku – Kodeks cywilny (Dz. U. z 1964 r., Nr 16, poz. 93 wraz z późn. zm.). W związku z powyższym, decyzje podejmowane przez klientów w oparciu o niniejszą analizę oraz opisane w niej przewidywania, szacunki jak i wskazane ryzyka, nie mogą stanowić podstawy roszczeń wysuwanych w stosunku do Alior Banku S.A.

Celem niniejszej analizy jest przede wszystkim zaprezentowanie klientom możliwie najszerszej i wnikliwej informacji dotyczącej aktualnej sytuacji makroekonomicznej, w tym szeroko pojętej problematyki ryzyka finansowego i wiążącego się z nim wahania walut, stóp procentowych, inflacji, surowców, notowań giełdowych. Alior Bank S.A. dokłada wszelkiej staranności aby informacje zawarte w analizie jak i wnioski z niej płynące, były jak najbardziej wiarygodne i dokładne.

Klienci muszą brać jednak pod uwagę, iż inne podmioty funkcjonujące na rynku i przeprowadzające podobne analizy makroekonomiczne, mogą opierać się w swych opracowaniach na innych modelach i założeniach, jak również zebranych danych, co może prowadzić w rezultacie do przedstawienia innych wniosków i przewidywań w stosunku do zaprezentowanych przez Alior Bank S.A.

Klienci, którzy podejmą decyzję odnośnie poszczególnych instrumentów finansowych oraz innych transakcji, opierając się w tej mierze o analizę makroekonomiczną sporządzoną przez Alior Bank S.A., muszą mieć świadomość, iż podejmują te decyzje na własne ryzyko i odpowiedzialność. Jednocześnie Alior Bank S.A. sugeruje, aby decyzje przez klientów podjęte zostały poprzedzone szczególnym zapoznaniem się z informacją o ryzyku związanym z poszczególnymi instrumentami finansowymi oraz transakcjami, jak również negatywnych skutkach mogących wystąpić w przyszłości.