

CitiMonthly Polska

W skrócie

- Dzięki ożywieniu inwestycji oraz wciąż silnej dynamice konsumpcji wzrost gospodarczy mógł sięgnąć około 4,4% w ostatnim kwartale 2010 i powinien utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie w najbliższych kwartałach.
- Pierwsza połowa 2011 roku przyniesie wyraźne przyspieszenie inflacji, nawet w pobliże 4%. Oprócz ponownego znacznego wzrostu cen żywności na rynkach światowych, przyczyniać się do tego będzie również ożywienie popytu krajowego w Polsce.
- Spodziewamy się stopniowego pogorszenia deficytu w rachunku bieżącym do około 3,9% PKB w 2011. Niepokoić może bardzo wysoka ujemna pozycja w saldzie błędów i opuszczeń bilansu płatniczego poddająca w wątpliwość precyzyjność publikowanych danych.
- W styczniu Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe o 25 pb do poziomu 3,75%, a w swoim oficjalnym komunikacie zasugerowała, że cykl podwyżek może być kontynuowany. Kolejnej podwyżki o 25 pb spodziewamy się w kwietniu, a do końca 2011 roku stopa referencyjna najprawdopodobniej osiągnie 4,50%.
- W 2010 roku Ministerstwo Finansów najprawdopodobniej utrzymało dług publiczny poniżej drugiego progu ostrożnościowego. Deficyt sektora rządowego i samorządowego jednak zapewne przekroczył 8% PKB.
- Aby ograniczyć potrzeby pożyczkowe rząd zdecydował się na znaczne ograniczenie transferów do OFE. Dokładna ocena wpływu tych zmian na rynki finansowe będzie możliwa dopiero po publikacji wszystkich szczegółów zmian, w tym ewentualnych zmian w systemie benchmarków. Spodziewamy się jednak, że niższa płynność rynku obligacji doprowadzi do wzrostu zmienności cen papierów skarbowych.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

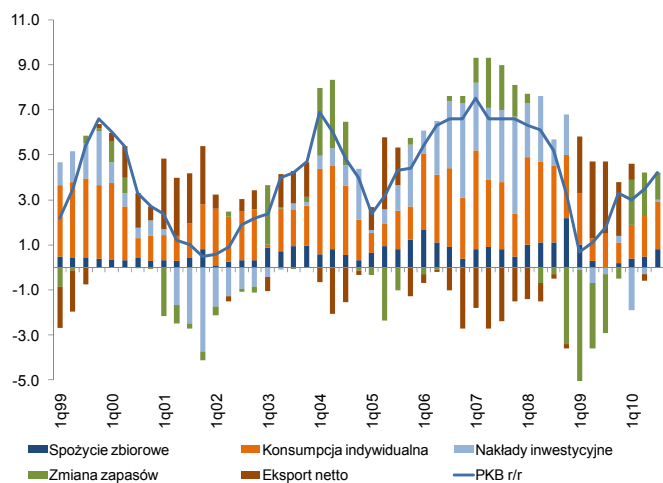
Tabela 1. Prognozy krótkoterminowe

Wskaźnik	Lut-11	Mar-11	Kwi-11	Maj-11
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,75	3,75	4,00	4,00
EUR/PLN (koniec okresu)	3,85	3,81	3,80	3,80
USD/PLN (koniec okresu)	2,92	2,95	2,93	2,91

Źródło: Citi Handlowy

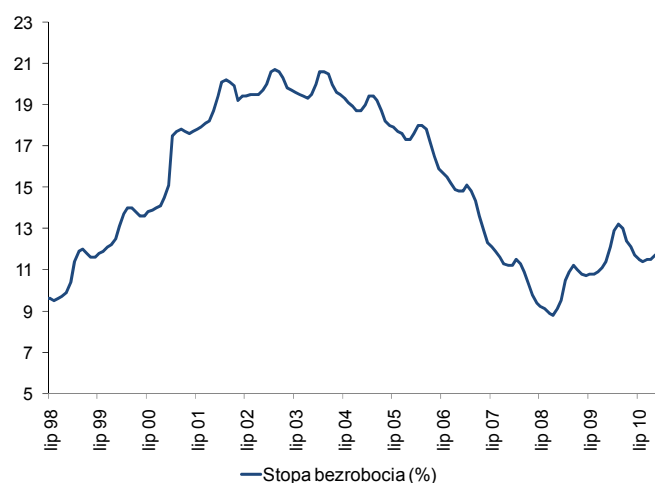
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy



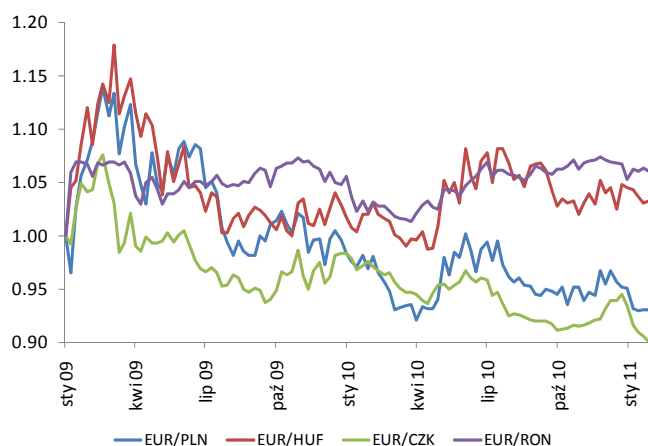
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego



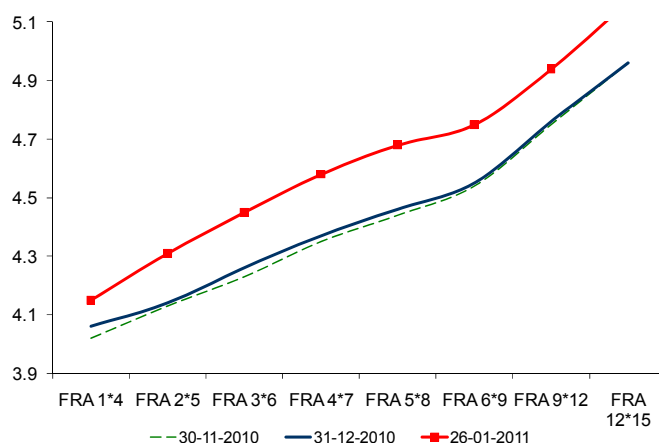
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Kurs EUR/PLN na tle innych walut region (Styczeń 2009 = 1)



Źródło: Citi Handlowy, Reuters. Uwaga: Wysokie wartości oznaczają osłabienie waluty

Wykres 4. Krzywa FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Tabela 2. Kryteria konwergencji – Polska na tle krajów region.

	Inflacja	Stopy procentowe	Deficyt fiskalny*	Dług publiczny*
Czechy	1,1	3,9	-4,6	43,1
Węgry	4,8	7,3	-4,7	80,1
Polska	2,7	5,8	-6,6	57,2
Rumunia	5,8	7,5	-4,9	33,4
Kryterium konwergencji	2,3	6,3	-3,0	60,0

Źródło: Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2011, przygotowane jesienią 2010.

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.

Gospodarka w skrócie

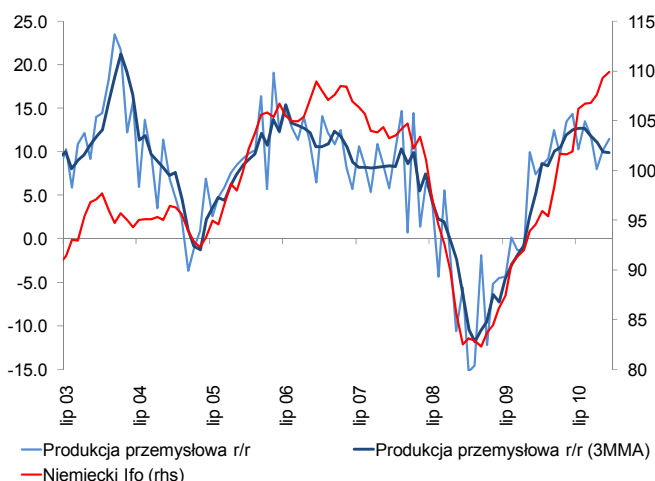
Inflacja zbliża się do 4%

- Dzięki ożywieniu inwestycji oraz wciąż silnej dynamice konsumpcji wzrost gospodarczy mógł sięgnąć około 4,4% w ostatnim kwartale 2010 i powinien utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie w najbliższych kwartałach.
- Pierwsza połowa 2011 roku przyniesie wyraźne przyspieszenie inflacji, nawet w pobliżu 4%. Oprócz ponownego znacznego wzrostu cen żywności na rynkach światowych, przyczyniać się do tego będzie również ożywienie popytu krajowego w Polsce.
- Spodziewamy się stopniowego pogorszenia deficytu w rachunku bieżącym do około 3,9% PKB w 2011. Niepokoić może bardzo wysoka ujemna pozycja w saldzie błędów i opuszczeń bilansu płatniczego poddająca w wątpliwość precyzyjność publikowanych danych.

Wzrost nie słabnie

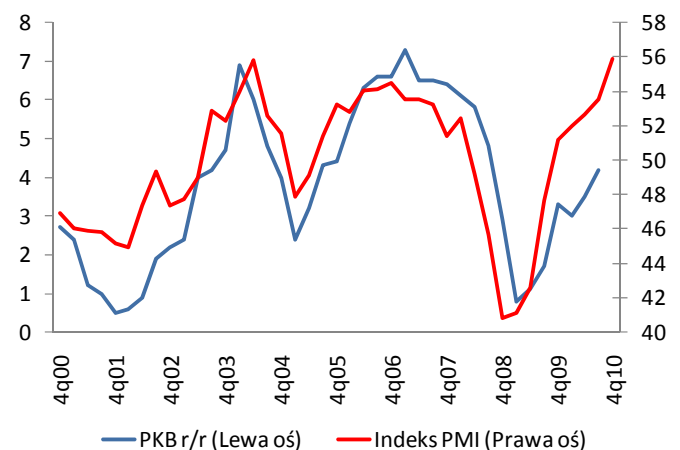
Większość danych opublikowanych od ukazania się naszego ostatniego raportu miesięcznego wpisuje się w dotychczasowy trend ożywienia gospodarczego. Biorąc pod uwagę 11,5% wzrost produkcji przemysłowej oraz 12,3% wzrost produkcji budowlanej w grudniu, można przypuszczać, że dynamika PKB w ostatnim kwartale roku osiągnęła około 4,4%, wobec 4,2% w III kwartale. Oznaczałoby to z kolei 3,8% wzrost gospodarczy w całym roku.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Indeks PMI oraz wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Reuters, Markit, Citi Handlowy

Dynamiczny wzrost pod koniec roku to zasługa kilku czynników, które przyczyniły się do wzmocnienia popytu krajowego. Po pierwsze, perspektywa podwyżek VAT z początkiem 2011 r. mogła przyczynić się do wzmocnienia popytu konsumpcyjnego w listopadzie i grudniu. Choć skala wzrostu cen w wyniku zmian stawek podatkowych nie jest szczególnie duża, część konsumentów najprawdopodobniej zdecydowała się przyspieszyć decyzje o zakupach. Ponieważ oznacza to tylko

przesunięcie w czasie konsumpcji (a nie zwiększenie jej całkowitej wielkości), efekt ten powinien doprowadzić do analogicznie słabszych danych o konsumpcji w I kw. 2011.

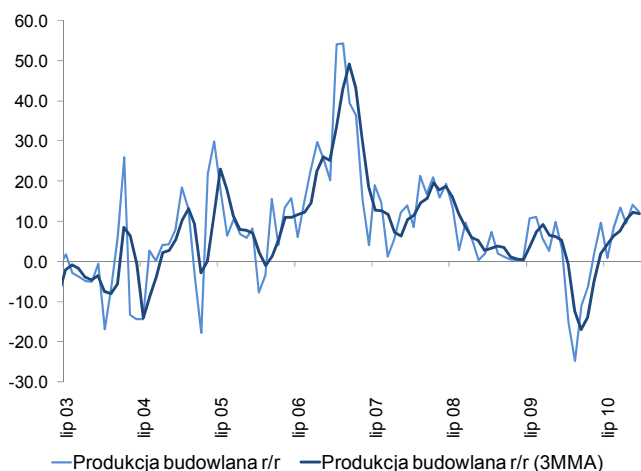
Ponadto, naszym zdaniem ostatnie miesiące 2010 roku przyniosły wyraźne wzmocnienie popytu inwestycyjnego. Zwiększenie nakładów na środki trwałe wydaje się naturalną konsekwencją szybko rosnącego wykorzystania mocy produkcyjnych oraz kończenia projektów infrastrukturalnych w okresie wyborów samorządowych. Takie przypuszczenia wydają się potwierdzać między innymi dynamiczne wzrosty produkcji budowlanej pod koniec roku, którym nie przeszkodziły nawet niekorzystne warunki pogodowe (obfite opady śniegu oraz niskie temperatury). Wreszcie trzecim czynnikiem wzmacniającym dynamikę PKB pod koniec 2010 roku była dalsza odbudowa zapasów przez firmy.

2011 rok równie mocny

Silna dynamika PKB z końca 2010 roku powinna być kontynuowana w pierwszym kwartale 2011, między innymi za sprawą efektu bardzo niskiej statystycznej „bazy” w inwestycjach. Czynniki te będzie jednak częściowo neutralizowany przez przejściowe wyhamowanie konsumpcji indywidualnej, związane ze spadkiem dynamiki wydatków gospodarstw domowych po podwyżce VAT, a także ze słabszymi podwyżkami płac w sektorze publicznym. Uwzględniając te czynniki oczekujemy, że wzrost PKB w I kwartale mógł wynieść przynajmniej 4,5% r/r.

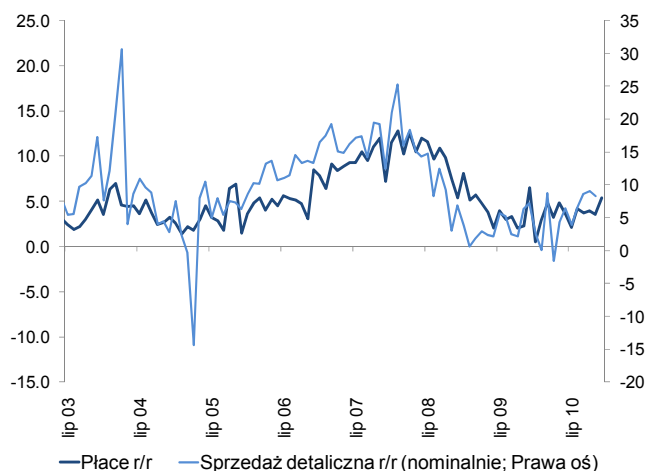
Kolejne kwartały 2011 roku mogą minąć pod znakiem już nieco niższego wzrostu, do czego przyczyniać się będzie stopniowe pogorszenie deficytu handlowego. Choć oczekujemy wysokiej dynamiki PKB w Niemczech (ok. 3% w 2011), wynik ten będzie nieco słabszy niż w 2010 roku. Dlatego spodziewamy się również pewnego osłabienia dynamiki eksportu. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, naszym zdaniem w całym 2011 roku polska gospodarka może wzrosnąć o około 4%, choć ryzyko dla tego scenariusza dostrzegamy raczej po stronie jeszcze silniejszego wyniku.

Wykres 7. Produkcja budowlano-montażowa



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy

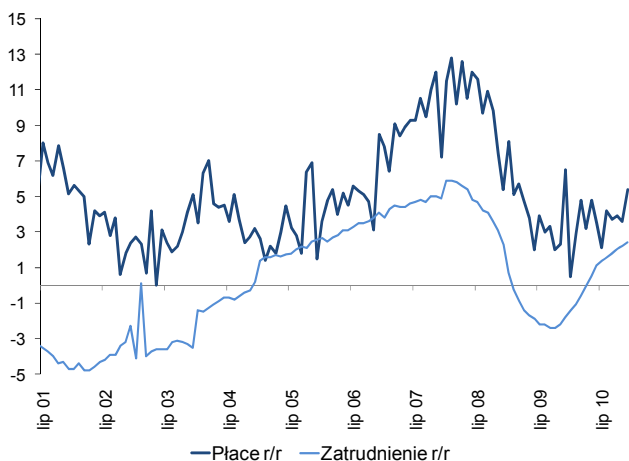
Dalszy wzrost zatrudnienia

Jednym z powodów, dla których spodziewamy się stopniowego wzrostu presji cenowej jest wyraźne ożywienie na rynku pracy. Dotychczas dynamika płac utrzymywała się na umiarkowanym poziomie, choć grudniowe dane pokazały już wyraźny wzrost wynagrodzeń o 5,4% r/r. Na uwagę zasługuje jednak przede wszystkim utrzymujący się od dłuższego czasu trend wzrostowy zatrudnienia, które w grudniu zwiększyło się o 2,4% r/r. Decyzje o zatrudnianiu nowych pracowników stanowią – naszym zdaniem – najlepszy dowód świadczący o trwałości ożywienia gospodarczego. Na tej podstawie jesteśmy relatywnie optymistyczni w swoich prognozach dotyczących inwestycji, wzrostu gospodarczego oraz wzrostu inflacji.

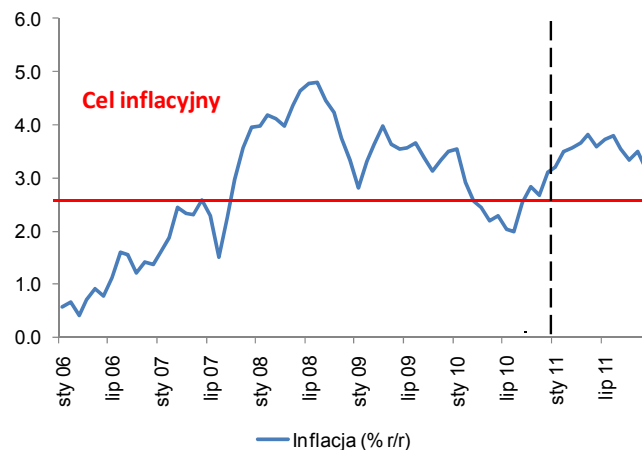
Wkrótce inflacja powyżej 3,5%

Nasz – utrzymywany od dłuższego czasu - scenariusz wyraźnego wzrostu inflacji stopniowo się materializuje. W grudniu ceny konsumentów wzrosły o 3,1% r/r (wobec 2,7% w listopadzie), a więc szybciej niż wynosi poziom celu inflacyjnego RPP (2,5%). Struktura podwyżek nie była szczególnie zaskakująca – głównym czynnikiem odpowiadającym za wzrost CPI w grudniu był skok cen paliw, wynikający zarówno ze słabego złotego, jak i wzrostu cen surowców na rynkach światowych. Również ceny w pozostałych kategoriach koszyka inflacyjnego, uzależnionych od popytu krajowego, wzrosły nieco szybciej od przewidywań.

Wykres 9. Wzrost płac i zatrudnienia w przedsiębiorstwach Wykres 10. Prognoza inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Grudniowy skok inflacji nie wyczerpuje jednak tendencji wzrostowej CPI. Tak jak informowaliśmy w poprzednich miesiącach, oczekujemy przejściowego wzrostu inflacji do niemal 4% r/r w I połowie 2011. Jednym z czynników stojących za wzrostem inflacji jest wyraźny trend wzrostowy cen żywności na rynkach światowych, który jednak nie jest wyłącznie efektem szoków podaży, lecz również silnego popytu w gospodarkach wschodzących. Do tego należy dodać między innymi podwyżki VAT oraz wyraźne ożywienie gospodarcze w kraju, które z czasem może przyczyniać się do nasilenia presji inflacyjnej.

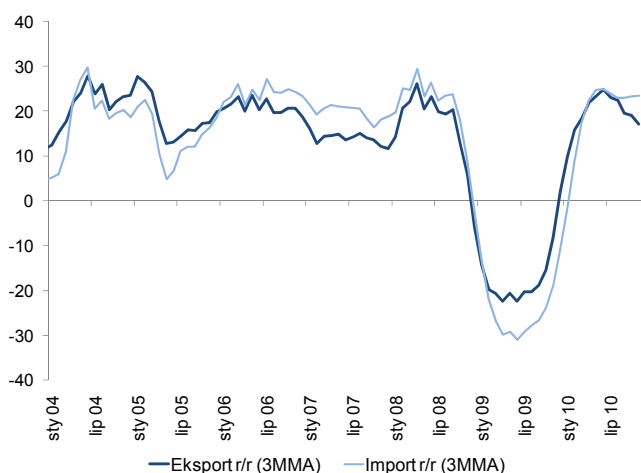
Biorąc pod uwagę, iż publikacje danych z ostatnich miesięcy wskazują raczej na silniejszy od wcześniejszych przewidywań wzrost

gospodarczy, sygnalizuje to również, iż rzeczywista skala wzrostu CPI może być nieco wyższa od naszych - i tak wysokich – prognoz. Czynnikiem, który mógłby zmienić ścieżkę inflacyjną jest zmiana kursu walutowego. Gdyby złoty zaczął szybko zyskiwać na wartości pomógłby to ograniczyć ceny towarów importowanych, wpływając również na inflację. Według naszych szacunków trwała aprecjacja o 10% mogłaby obniżyć inflację nawet o około 1,5 pp, choć naszym zdaniem w obecnych warunkach rynkowych (ożywienie gospodarcze, rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych) rzeczywisty efekt byłby jednak mniejszy.

Znacznie większy deficyt w rachunku bieżącym

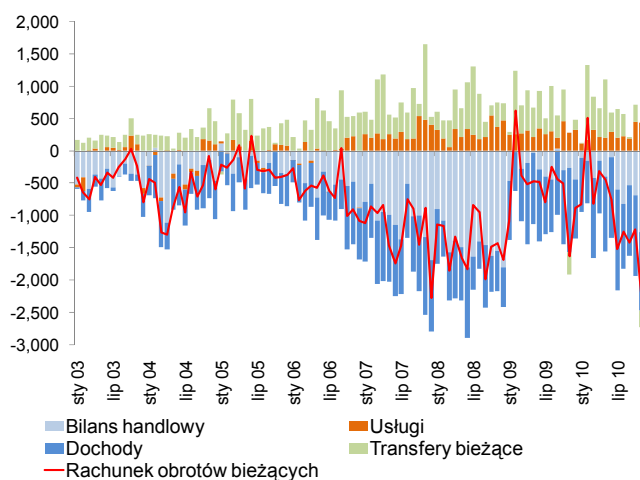
Dane z ostatnich miesięcy potwierdzają wyraźną tendencję wzrostową deficytu w rachunku bieżącym. Deficyt ten zwiększył się w listopadzie 2010 r. do 2,3 mld € z 1,2 mld € w październiku, a tym samym 12-miesięczny skumulowany deficyt przekroczył 3,0% PKB. Za tak znaczny wzrost deficytu obrotów bieżących odpowiada głównie większy deficyt handlowy w związku z przyspieszeniem importu do 27% r/r, co najprawdopodobniej było wynikiem odbudowy inwestycji oraz silnego wzrostu konsumpcji prywatnej w ostatnim kwartale ubiegłego roku. Eksport kontynuował wzrost w tempie 17% r/r, ale był on znacznie słabszy niż w przypadku importu. Do wzrostu deficytu obrotów bieżących przyczynił się także znaczny spadek transferów bieżących.

Wykres 11. Eksport oraz import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Rachunek bieżący – dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Oczekujemy dalszego powiększania się deficytu obrotów bieżących w kolejnych kwartałach wraz z dalszym ożywieniem popytu krajowego.

To co nas niepokoi, to znaczne ujemne saldo „błędów i opuszczeń” (NEO), które teoretycznie powinno odzwierciedlać tylko niewielkie błędy szacunków bilansu płatniczego. W rzeczywistości w pierwszych 11 miesiącach 2010 roku saldo błędów i opuszczeń wyniosło 14,5 mld € i było znacznie wyższe niż skumulowany deficyt obrotów bieżących na poziomie 10,1 mld €. Mimo wprowadzenia nowego systemu informatycznego, NBP nie był dotychczas w stanie wyjaśnić pochodzenia tego ujemnego salda. Naszym zdaniem ta liczba może oznaczać, że deficyt obrotów bieżących był znacznie większy lub napływ kapitału do Polski był mniejszy niż oficjalnie raportowano. Obie informacje pomagają częściowo wyjaśnić dlaczego złoty nie umocnił się bardziej w 2010 roku nawet mimo stosunkowo mocnych fundamentów.

Polityka pieniężna i fiskalna

Cykl podwyżek rozpoczęty

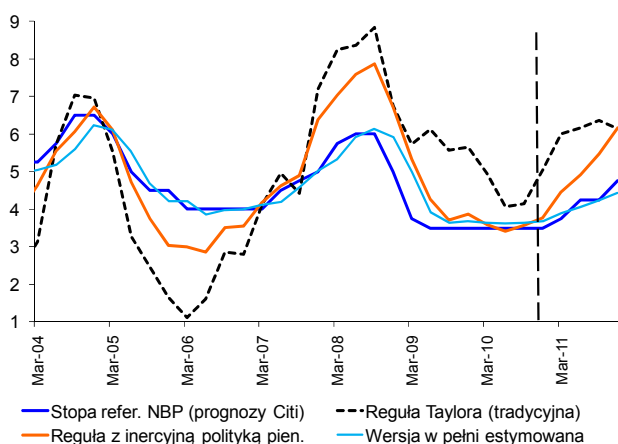
- W styczniu Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe o 25 pb do poziomu 3,75%, a w swoim oficjalnym komunikacie zasugerowała, że cykl podwyżek może być kontynuowany.
- Kolejnej podwyżki o 25 pb spodziewamy się w kwietniu, a do końca 2011 roku stopa referencyjna najprawdopodobniej osiągnie 4,50%.

Stopy w górę o 25pb

Styczeń przyniósł diametralną zmianę tonu wypowiedzi członków RPP. Prezes Belka, który jeszcze w grudniu mówił o ryzyku nadmiernego umocnienia złotego oraz opowiadał się przeciw podwyżkom stóp, już na początku nowego roku zasygnalizował konieczność zacieśnienia monetarnego. W rezultacie na posiedzeniu 19 stycznia Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na podwyżkę stopy referencyjnej o 25 pb do poziomu 3,75%, przerywając w ten sposób półtoraroczny okres stabilizacji stóp.

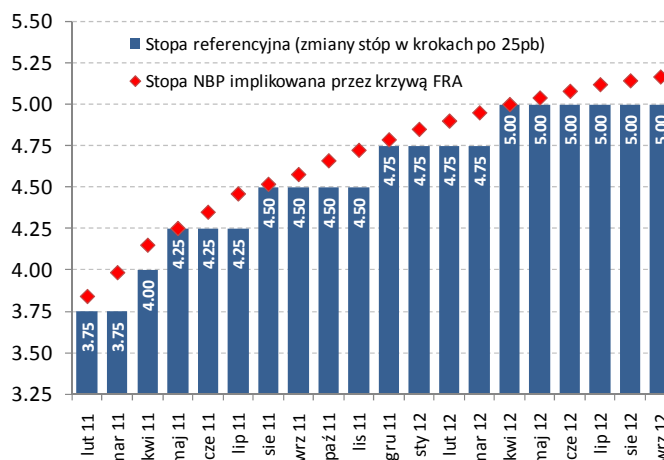
Sam komunikat władz monetarnych był utrzymany w nieco bardziej jastrzębim tonie niż miesiąc wcześniej. Największa zmiana dotyczyła dodania stwierdzenia, iż przyspieszenie gospodarcze może prowadzić do „stopniowego wzrostu presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie”. Jest to pierwsza tak wyraźna deklaracja Rady mówiąca o możliwym narastaniu presji płacowej. Biorąc pod uwagę, że najbliższe miesiące zapewne przyniosą kontynuację pozytywnych trendów na rynku pracy, powyższy argument za podwyżkami stóp zapewne szybko nie zniknie. Dlatego komunikat RPP traktujemy jako sygnał, iż styczniowa podwyżka w rzeczywistości rozpoczęła nieco dłuższy cykl zacieśnienia monetarnego.

Wykres 13. Reguła Taylora



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 14. Ścieżka stóp procentowych zdyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP

Spoglądając zmiany w polityce pieniężnej w ostatnich miesiącach najbardziej rozczarowywać może to, iż decyzje RPP wydają się być

podejmowane pod wpływem bieżących danych. Komentarze członków oraz oficjalny komunikat władz monetarnych sugerują, że styczniowa podwyżka to odpowiedź na wzrost inflacji powyżej 3% w grudniu. Nawet jeżeli pojawiły się inne nowe czynniki sugerujące konieczność zacieśnienia monetarnego, Rada Polityki Pieniężnej tego wystarczająco mocno nie zasygnalizowała. Taki sposób działania może oznaczać, że władze monetarne będą kontynuować cykl zacieśniania monetarnego w miarę poprawy sytuacji na rynku pracy oraz wzrostu inflacji, a nie będą starać się działać wyprzedzająco.

W 2012 roku stopa referencyjna na poziomie 5,00%

Kolejnej podwyżki spodziewamy się w kwietniu (rynek spodziewa się jej około marca). Podejmując w kwietniu decyzję Rada będzie dysponować już pełnymi danymi o koszyku inflacyjnym, który podlega corocznej rewizji¹. Ponadto, naszym zdaniem lutowa inflacja – a więc ostatni wskaźnik CPI dostępny na kwietniowym posiedzeniu, a nie dostępny na posiedzeniu marcowym - prawdopodobnie sięgnie 3,5%, tj. górnej granicy przedziału wahań wokół celu inflacyjnego. Biorąc pod uwagę znaczenie przypisywane przez RPP bieżącym wskaźnikom, wzrost CPI powyżej tej „symbolicznej” granicy może dać Radzie kolejny pretekst do działania.

Do końca 2011 roku oczekujemy podwyżek stóp łącznie o około 75 pb co doprowadziłoby stopę referencyjną do poziomu 4,50%, a w 2012 roku kolejnych podwyżek łącznie o 50pb. Dokładna skala oraz tempo podwyżek będzie jednak uzależnione od zmian na rynku walutowym. Wypowiedzi zarówno prezesa Belki jak i innych członków Rady sugerują, że zależy im na umocnieniu złotego. Dlatego naszym zdaniem gdyby złoty zyskiwał szybko na wartości, mogłoby to spowolnić proces zacieśniania monetarnego.

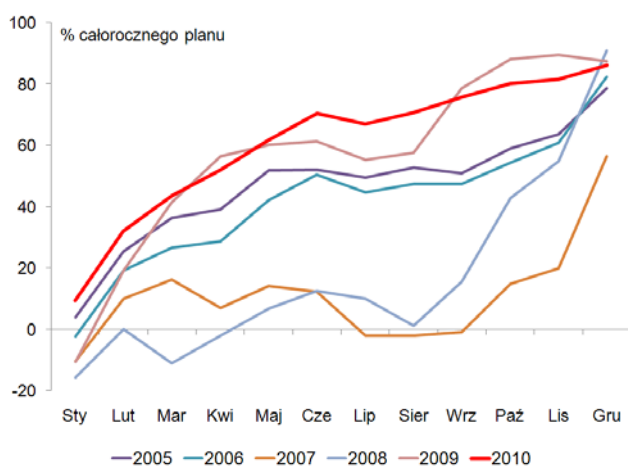
¹ Naszym zdaniem przywiązywanie przez RPP wagi do rewizji koszyka inflacyjnego nie ma większego sensu, gdyż zmiana ta wpływa tylko na inflację w 2011 roku. Z kolei podwyżki stóp przez RPP wpłyną przede wszystkim na inflację w 2012 roku, a więc dotyczą zupełnie innego horyzontu. Nie zmienia to jednak faktu, iż w ostatnich latach członkowie RPP często podawali rewizję koszyka inflacyjnego jako argument wpływający na moment ich decyzji o poziomie stóp procentowych.

Niższy deficyt dzięki niższym transferom do OFE

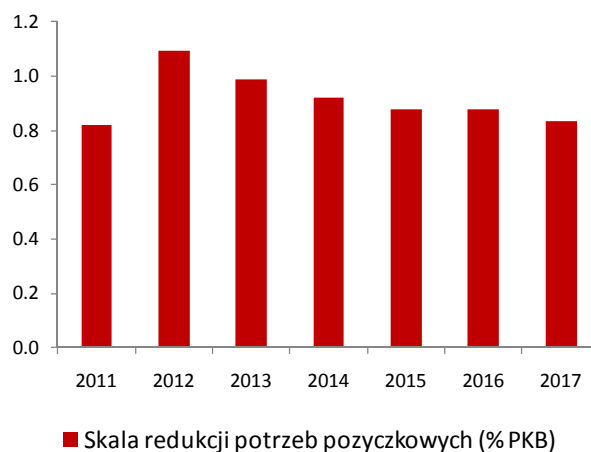
- W 2010 roku Ministerstwo Finansów najprawdopodobniej utrzymało dług publiczny poniżej drugiego progu ostrożnościowego. Deficyt sektora rządowego i samorządowego zapewne jednak przekroczył 8% PKB.
- Aby ograniczyć potrzeby pożyczkowe rząd zdecydował się na znaczne ograniczenie transferów do OFE.
- Dokładna ocena wpływu tych zmian na rynki finansowe będzie możliwa dopiero po publikacji wszystkich szczegółów zmian, w tym ewentualnych zmian w systemie benchmarków. Spodziewamy się jednak, że niższa płynność rynku obligacji doprowadzi do wzrostu zmienności cen papierów skarbowych.

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów deficyt budżetowy w całym 2010 roku sięgnął około 45 mld zł i był niższy niż wstępnie planowane 52 mld. Pomimo niższego deficytu budżetowego, ujemny wynik całego sektora rządowego i samorządowego najprawdopodobniej przekroczył 8% PKB i naszym zdaniem mógł sięgnąć nawet 8,4%. Niemniej uwaga rynków finansowych oraz resortu finansów koncentrowała się nie tyle na samym poziomie deficytu, co raczej na poziomie długu publicznego na koniec 2010 roku. Z punktu widzenia polityki fiskalnej najważniejszym „osiągnięciem” wydaje się utrzymanie poziomu długu publicznego w pobliżu 53,5%, a więc poniżej drugiego progu ostrożnościowego ustawy o finansach publicznych (55% PKB).

Wykres 15. Realizacja deficytu budżetowego (% planu)



Wykres 16. Skala redukcji potrzeb pożyczkowych budżetu w związku z redukcją transferów do OFE (% PKB)



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

Źródło: Szacunki własne na podstawie danych KE

Uwaga na zmiany w systemie emerytalnym

Jednym z najważniejszych wydarzeń przełomu 2010 i 2011 było ogłoszenie planowanych zmian emerytalnych. Po ponad rocznych dyskusjach na ten temat, licznych konsultacjach i analizach, rząd podjął decyzję o znacznym ograniczeniu transferów do OFE już od kwietnia 2011, nie podając jednak wielu kluczowych szczegółów. Składka trafiająca do OFE ma zostać ograniczona z 7,3% do zaledwie 2,3%. Pozostałe 5% ma pozostać w ZUS, gdzie będzie zaksięgowane na indywidualnym koncie

przyszłego emeryta. Przedstawiciele rządu zadeklarowali również, że limity inwestycyjne OFE zostaną zniesione lub wyraźnie zliberalizowane. Do 2020 roku limit alokacji w akcje ma wzrosnąć z 40% do 62% (w tym wzrost w 2011 roku o 2,5%).

Z punktu widzenia budżetu wpływ proponowanych zmian wydaje się w miarę jasny. Niższe transfery do OFE oznaczają bowiem mniejsze potrzeby pożyczkowe budżetu, a tym samym mniejsze emisje obligacji na rynku krajowym. Na podstawie dostępnych danych można szacować, że potrzeby pożyczkowe spadłyby o około 0,8% PKB w 2011 roku oraz o około 1,1-1,2% w 2012. Dzięki temu tegoroczny deficyt sektora rządowego i samorządowego mógłby spaść do około 6,5% PKB, i to nawet pomimo bardzo wysokiego poziomu deficytu w minionym roku. Zmiany w OFE powinny również ułatwić ministrowi finansów utrzymanie długu publicznego poniżej 55% w 2011 roku.

Zdecydowanie mniej jasny wydaje się wpływ proponowanych zmian w systemie emerytalnym na rynek finansowy. Naszym zdaniem będzie on wypadkową zmian w limitach inwestycyjnych oraz rozwiązań strukturalnych wpływających na sposób podejmowania decyzji przez OFE (np. system benchmarków). Fakt, że mniejszej skali emisji będzie odpowiadał mniejszy popyt ze strony funduszy emerytalnych sugeruje, że efekt ten powinien być neutralny. Naszym zdaniem jednak istnieje co najmniej kilka czynników, które mogą sprawić, że ostateczny efekt będzie negatywny dla rynku długu. Przez wszystkim proponowane zmiany mogą doprowadzić do zmniejszenia płynności rynku obligacji, a przez to do większej zmienności rentowności. Ponadto, jeżeli nowy system limitów będzie zachęcał fundusze do nieco bardziej agresywnego inwestowania, może to z czasem prowadzić do przebudowy już istniejących portfeli, prowadząc do sprzedaży (nie zwiększania portfela) obligacji i większego zaangażowania w akcje. Ostateczny wpływ tych zmian będzie można jednak ocenić dopiero po przedstawieniu przez rząd pełnego projektu zmian strukturalnych w systemie emerytalnym (obejmujących kwestię benchmarków oraz systemu opłat pobieranych przez zarządzających).

Rynki finansowe

Rynek walutowy

- Złoty wyraźnie zyskał na wartości w ostatnich tygodniach za sprawą wypowiedzi bankierów centralnych wspierających krajową walutę, działań BGK pod koniec roku i lekkiej poprawy apetytu na ryzyko.
- Zmiana retoryki banku centralnego i preferencja mocniejszego kursu krajowej waluty, podwyżki stóp procentowych oraz dalsze przepływy wynikające z prywatyzacji będą wspierać złotego w kolejnych tygodniach.
- Naszym zdaniem złoty powinien umocnić się w stronę 3,75 EUR/PLN do końca roku.

Złoty testował minima z 2010 roku

W minionych kilku tygodniach doszło do znacznego umocnienia złotego zgodnie ze scenariuszem, jaki zaprezentowaliśmy przed miesiącem w publikacji poświęconej perspektywom polskiego rynku walutowego na 2011 rok.

W grudniu do stopniowego umocnienia złotego przyczyniły się informacje o wzmożonej aktywności na rynku banku BGK, który sprzedawał euro. Działania BGK prawdopodobnie były związane z próbami Ministerstwa Finansów, które dążyło do umocnienia krajowej waluty w celu obniżenia relacji długu do PKB na koniec roku. W pewnym stopniu za umocnienie złotego w grudniu odpowiadała także niewielka poprawa apetytu na ryzyko na rynkach zagranicznych. W rezultacie na koniec roku kurs EUR/PLN obniżył się do 3,95. W nowym roku nastąpiło gwałtowne umocnienie złotego za sprawą zmiany retoryki banku centralnego. Członkowie RPP - w tym prezes NBP - zaszygnowali, że preferują mocniejszy kurs złotego. Komentarze z RPP doprowadziły do zdecydowanego umocnienia PLN do ok. 3,82 wobec euro, tj. minimum kursu EUR/PLN osiągniętego w 2010 r. Była to dla inwestorów dobra okazja do realizacji zysków, a kurs EUR/PLN podążył następnie w stronę 3,88.

Spodziewane dalsze umocnienie złotego

Zmiana retoryki członków RPP i preferowanie przez nich mocniejszego złotego powinny pozytywnie wpływać na krajową walutę. W ostatnich tygodniach ton komentarzy członków RPP dotyczący złotego uległ wyraźnej zmianie. Najpierw w komunikacie po grudniowym posiedzeniu zostało wykreślone sformułowanie o tym, że Rada obawia się nadmiernego napływu kapitału do Polski. W ciągu następnych dni członkowie Rady zasugerowali, że złoty ma duży potencjał do aprecjacji a Marek Belka stwierdził, że temu procesowi należy pomóc poprzez odpowiednie ruchy w polityce pieniężnej. W podobnym tonie wypowiedział się Andrzej Bratkowski, który zasugerował, że optymalnym poziomem dla złotego jest 3,70-3,80, a jeśli krajowa waluta umocniłaby się do 3,50 to skala wymaganego zacieśnienia polityki pieniężnej byłaby mniejsza. Zmiana retoryki RPP wydaje się trwała i uzasadniona w kontekście rosnącej inflacji oraz postępującego ożywienia gospodarczego, co powinno wspierać złotego w tym roku, zgodnie z tym, co przedstawiliśmy w naszym scenariuszu na cały rok (por. raport miesięczny z dnia 13 grudnia).

Oprócz zmiany retoryki, rzeczywistym wsparciem dla złotego powinno być też dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Pierwsza podwyżka stóp nastąpiła już w styczniu. Spodziewamy się kolejnej podwyżki stóp w kwietniu, czerwcu i październiku i łącznej skali 100 pb w całym 2011 roku. Spodziewamy się, że wzrost nominalnych i realnych stóp procentowych jak również wzrost dysparytetu stóp procentowych wobec strefy euro przyczyni się do napływu kapitału spekulacyjnego na rynek walutowy.

Choć złoty wyraźnie umocnił się w ciągu ostatnich tygodni to dalsza aprecjacja jest możliwa i naszym zdaniem kurs PLN może przekroczyć minima z 2010 r., które były ponownie testowane w połowie stycznia (3,82). Na dużą przestrzeń do umocnienia złotego wskazuje wciąż niski kurs progowy opłacalności eksportu według wyników ankiety NBP (3,67 na koniec III kwartału). Biorąc pod uwagę relatywnie silne fundamenty polskiej gospodarki oraz przewidywane zacieśnienie monetarne spodziewamy się spadku kursu EUR/PLN do około 3,75 na koniec roku. Oczekujemy jednak, że ten trend aprecjacyjny może być przerywany okresami przejściowego osłabienia złotego, wynikającego z nasilania się kryzysu zadłużenia w strefie euro.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	26/01/2011	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11
USD/PLN	2,8274	2,95	2,89	2,79	2,70
EUR/PLN	3,8755	3,81	3,79	3,77	3,75
GBP/PLN	4,4762	4,70	4,68	4,71	4,69
CHF/PLN	2,9920	2,98	2,92	2,86	2,80

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek długu

- ☐ Znacznie osłabienie na rynku długu za sprawą wzrostu oczekiwań na szybkie podwyżki stóp oraz zmian w systemie emerytalnym.
- ☐ W bazowym scenariuszu oczekujemy realizacji zysków po silnym wzroście stóp rynkowych w ostatnich tygodniach.

Dług słabnie przed podwyżkami stóp

Od publikacji poprzedniego raportu doszło do znacznego osłabienia na krajowym rynku obligacji oraz wzrostu i wypłaszczenia krzywej IRS.

Negatywnie na krótki koniec krzywej rentowności wpłynął coraz bardziej jastrzębi ton komentarzy członków Rady Polityki Pieniężnej, do którego przyczynił się wzrost inflacji w grudniu powyżej 3% r/r oraz dane z gospodarki (dynamika płac oraz wysoki indeks PMI), które zaskoczyły w górę. Jednocześnie Rada najwidoczniej w końcu dostrzegła ryzyko osłabienia złotego w związku ze wzrostem awersji do ryzyka na rynkach zagranicznych i w odpowiedzi na to zaostrzyła ton swoich komentarzy, przyczyniając się do wzrostu oczekiwań na szybką podwyżkę stóp procentowych.

Z kolei na długi koniec krzywej rentowności negatywnie wpłynęło ogłoszenie zmian dotyczących systemu emerytalnego, które przyczyniło

się do mniejszego popytu na obligacje ze strony krajowych inwestorów. Tym bardziej, że towarzyszyły temu doniesienia prasowe o prawdopodobnie wyższym od przewidywań deficycie fiskalnym w 2010 roku.

Na krzywej swap wzrost stóp na krótkim końcu był większy niż a długim, co doprowadziło do wypłaszczenia krzywej. Do wzrostu stóp na krótkim końcu krzywej przyczynił się także wzrost stóp swap w strefie euro. Jednocześnie doszło do wyraźnego wzrostu asset swap spreadu na długim końcu krzywej (do ok. 55 pb dla 10 lat).

Możliwa chwila wytchnienia po znacznych wzrostach

Rynek stopy procentowej zdyskontował już scenariusz znacznych podwyżek, co w krótkim okresie stwarza przestrzeń dla pozytywnej niespodzianki. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że w najbliższych tygodniach rentowności polskich obligacji, szczególnie na krótkim końcu krzywej, mogą nieco spaść. Sprzyjać temu powinna również łagodniejsza forma zmian w limitach inwestycyjnych dla OFE. Wcześniej rząd sugerował, że fundusze będą w stanie inwestować w akcje niemal 100% portfela, jednak ostatecznie (prawdopodobnie obawiając się negatywnej reakcji rynku długu) zmiany w limitach mają następować stopniowo i docelowo w 2010 roku w akcje będzie można lokować około 62% aktywów (wobec obecnego limitu na poziomie 40%).

Mimo, że w krótkim okresie łagodniejsze zmiany w limitach inwestycyjnych mogą przyczynić się do poprawy nastrojów, w dłuższym horyzoncie zmiany te zapewne i tak okażą się negatywne dla rynku rządowych obligacji. Spodziewamy się, że w ich wyniku lokalne fundusze emerytalne będą mniej aktywne na rynku, co doprowadzi do wzrostu premii za płynność. Według naszych symulacji, zaproponowane limity inwestycyjne mogą sprawić, że fundusze emerytalne w 2011 roku zdecydują się tylko na rolowanie dotychczasowego portfela obligacji, a nie będą istotnie zwiększać swojego zaangażowania w tę klasę aktywów. Szczególnie w sytuacji wycofywania się inwestorów zagranicznych, może to prowadzić do odpowiednio większych i trwalszych wzrostów rentowności.

Spodziewamy się, że na koniec roku rentowności 2-letnich obligacji wzrosną do 5,40%, 5-letnich wyniosą ok. 5,70-5,80% a 10-letnich obniżą się do około 6,10%.

Tabela 6. Prognozy stóp procentowych (wartości na koniec okresu)

	25/01/2011	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11
Stopa referencyjna	3,75%	3,75%	4,25%	4,25%	4,50%
WIBOR3M	4,07%	4,29%	4,51%	4,67%	4,84%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2009					2010							
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7.4	8.5	9.2	12.5	9.7	13.5	14.3	10.3	13.5	11.8	8.0	10.0	11.5
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-5.4	-5.4	3.1	19.1	-9.2	1.6	6.8	-6.1	-1.8	13.2	-1.6	-1.4	-4.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8.3	10.1	10.8	13.9	11.1	14.5	15.5	10.9	14.3	13.3	9.3	11.8	14.3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	3.2	-15.3	-24.7	-10.9	-6.3	2.3	9.6	0.8	8.5	13.4	9.4	14.2	12.3
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	7.2	2.5	0.1	8.7	-1.6	4.3	6.4	3.9	6.6	8.6	9.0	8.3	-
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.9	13.2	13.0	12.4	12.1	11.7	11.5	11.4	11.5	11.5	11.7	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1.8	-1.4	-1.1	-0.6	0.0	0.5	1.1	1.4	1.6	1.8	2.1	2.2	2.4
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.5	3.5	2.9	2.6	2.4	2.2	2.3	2.0	2.0	2.5	2.8	2.7	3.1
Inflacja (% m/m)	0.0	0.6	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	-0.2	-0.4	0.6	0.5	0.1	0.4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2.1	0.2	-2.4	-2.6	-0.4	1.9	2.1	3.8	4.0	4.3	4.0	4.7	6.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.2	0.4	-0.1	-0.2	1.4	2.0	1.0	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.4	1.1
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	6.5	0.5	2.9	4.8	3.2	4.8	3.5	2.1	4.2	3.7	3.9	3.6	5.4
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-884	-826	512	-821	-312	-453	-757	-1,518	-1,255	-1,417	-1,217	-2,286	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.1	-2.0	-2.1	-2.2	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.6	-2.8	-3.0	-3.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-442	-109	-154	-419	-152	-399	-101	-606	-825	-537	-693	-1254	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	8,203	8,504	9,316	10,621	10,034	10,012	10,703	10,036	9,593	11,258	11,241	10,866	-
Eksport (% r/r)	15.1	12.5	19.9	22.6	23.1	24.4	27.0	17.5	22.9	17.9	16.3	16.9	-
Import f.o.b. (mln EUR)	8,645	8,613	9,470	11,040	10,186	10,411	10,804	10,642	10,418	11,795	11,934	12,120	-
Import (% r/r)	-3.2	7.2	21.6	23.4	22.1	28.9	23.9	18.9	26.2	23.9	19.7	26.8	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	-25.9	-23.3	-28.5	-29.0	-11.6	-12.5	-9.7	-14.8	-5.3	-1.3	-0.1	-2.3	-6.53
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.8	7.5	6.8	6.2	7.0	8.5	8.1	8.5	9.9	9.6	7.7	9.3	9.14
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-6.9	-6.8	-7.9	-7.9	-2.4	3.7	-2.8	3.8	4.2	10.2	-19.6	19.9	12.88
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	12.0	8.6	5.5	5.7	8.4	9.6	13.1	13.7	15.5	12.4	10.0	14.4	13.97
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-3.3	-5.2	-7.0	-9.0	-7.3	-5.5	-4.4	-3.5	-2.5	-3.2	-2.4	-1.1	-0.91
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
WIBOR 3M (średnio)	4.23	4.24	4.17	4.13	3.92	3.85	3.86	3.84	3.81	3.82	3.83	3.85	3.92
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.27	4.19	4.15	4.10	3.86	3.86	3.87	3.82	3.81	3.84	3.85	3.88	3.95
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.27	3.90	3.89	3.89	3.71	3.91	4.15	4.03	4.01	4.00	4.11	4.06	4.04
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.18	4.94	4.92	4.55	4.64	4.68	4.85	4.74	4.68	4.71	4.75	4.87	4.78
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.90	5.58	5.48	5.15	5.16	5.29	5.41	5.40	5.20	5.22	5.34	5.52	5.52
EUR/PLN (koniec okresu)	4.11	4.06	3.98	3.86	3.90	4.08	4.15	4.01	4.00	3.99	3.99	4.07	3.96
USD/PLN (koniec okresu)	2.85	2.91	2.93	2.87	2.93	3.31	3.39	3.07	3.16	2.93	2.89	3.13	2.96
EUR/USD (koniec okresu)	1.43	1.39	1.36	1.35	1.33	1.23	1.22	1.30	1.27	1.36	1.38	1.30	1.34
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	24.4	4.8	16.7	22.7	27.0	32.1	36.8	34.9	36.9	39.5	41.8	42.5	45.0
Def. budżetowy kum. (% planu)	89.8	9.3	32.1	43.5	51.8	61.6	70.5	66.9	70.7	75.7	80.1	81.4	86.2

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	304	342	426	533	433	476	545	640
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,433	1,543	1,663
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,459	14,300	16,821
Populacja (mln)	38,2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.2	38.1	38.1
Stopa bezrobocia (%)	18,2	14.9	11.2	9.5	11.9	12.2	11.1	10.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,6	6.2	6.7	5.1	1.7	3.8	4.0	4.8
Inwestycje (% r/r)	6,5	14.9	17.6	9.6	-1.1	-1.0	10.1	10.5
Konsumpcja (% r/r)	2,7	5.2	4.7	6.1	2.0	3.2	2.7	4.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,1	5.0	5.0	5.7	2.1	3.2	3.4	4.0
Eksport (% r/r)	8,0	14.6	9.1	7.1	-6.8	11.2	6.2	8.8
Import (% r/r)	4,7	17.3	10.9	8.0	-12.4	11.3	8.4	11.0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,5	1.4	4.0	3.3	3.5	3.1	3.2	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2,1	1.1	2.5	4.5	3.5	2.6	3.5	2.8
Płace nominalne (% r/r)	3,2	5.0	9.3	10.3	4.4	3.3	4.4	6.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	5.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.66	4.65	5.12
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5,01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.01	6.10	5.80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	2.70	2.54
USD/PLN (Średnia)	3,23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	2.85	2.61
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	3.75	3.51
EUR/PLN (Średnia)	4,03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	3.80	3.64
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3,7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-14.3	-21.2	-30.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-3.0	-3.9	-4.7
Saldo handlu zagranicznego	-2,8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-7.5	-13.2	-20.8
Eksport	96,5	117.4	145.3	178.7	142.1	162.9	197.2	232.7
Import	99,2	124.5	162.4	204.7	146.4	170.4	210.4	253.5
Saldo usług	0,7	0.7	4.8	5.0	4.8	4.4	6.2	7.5
Saldo dochodów	-6,7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-16.9	-21.1	-25.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7,0	10.7	18.0	10.3	8.8	7.0	9.0	14.0
Rezerwy międzynarodowe	42,2	48.2	54.6	57.2	69.7	90.0	106.0	118.0
Amortyzacja	30,1	23.5	30.2	32.4	24.6	34.8	35.9	36.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3.6	-1.9	-3.6	-7.2	-8.4	-6.6	-5.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.6	-3.6	-2.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	47,5	47.8	44.9	46.9	49.8	53.6	53.1	53.4
Dług krajowy	34,5	35.6	34.3	34.8	36.8	40.4	40.6	41.5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 7. Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	1,7	3,8	4,0	4,8	4,1	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	3,5	2,8	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,2	-3,0	-3,9	-4,7	-4,4	-4,2
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	5,00	5,00	5,00
USD/PLN (Koniec okresu)	2,87	2,96	2,70	2,54	2,59	2,59
USD/PLN (Średnia)	3,11	3,02	2,85	2,61	2,58	2,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	3,75	3,51	3,50	3,50
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	3,80	3,64	3,50	3,50

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

Poland

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 jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie

