

CitiMonthly Polska

W skrócie

- Najnowsze dane z polskiej gospodarki sugerują, że wzrost PKB powinien utrzymać się w pobliżu 4,5% w I kwartale br., i to nawet pomimo przewidywanego osłabienia popytu konsumpcyjnego.
- O trwałości ożywienia gospodarczego świadczy siła ożywienia na rynku pracy. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw rośnie w tempie zbliżonym do 5% r/r, podczas gdy zatrudnienie w styczniu zwiększyło się o 3,8%.
- W styczniu inflacja sięgnęła 3,8%, przekraczając tym samym górną granicę celu inflacyjnego RPP. Oczekujemy, że wskaźnik CPI przekroczy wkrótce 4%, do czego przyczyni się zarówno wzrost cen surowców, jak i rosnący popyt krajowy.
- RPP pozostawiła stopę referencyjną bez zmian na poziomie 3,75%, jednak komunikat władz monetarnych pozostawia otwartą furtkę do kolejnych podwyżek
- Nowa projekcja inflacyjna pokazuje ścieżkę CPI powyżej celu inflacyjnego oraz wzrost PKB powyżej potencjału, przemawiając za dalszym zacieśnieniem polityki monetarnej. Kolejnej podwyżki stóp procentowych o 25pb spodziewamy się na początku kwietnia.
- W marcu minister finansów Jacek Rostowski poinformował Komisję Europejską o działaniach mających obniżyć deficyt do około 3% w 2012 roku. Rząd ostatecznie przyjął projekt zmian w systemie emerytalnym, który zakłada ograniczenie transferów do OFE do poziomu 2,3% (z 7,3%).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

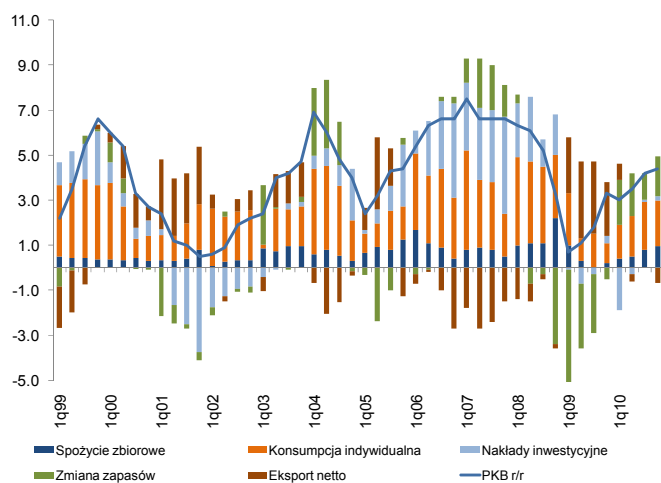
Tabela 1. Prognozy krótkoterminowe

Wskaźnik	Kwi-11	Maj-11	Cze-11	Lip-11
Stopa referencyjna (koniec okresu)	4,00	4,00	4,25	4,25
EUR/PLN (koniec okresu)	3,88	3,87	3,85	3,84
USD/PLN (koniec okresu)	2,88	2,88	2,87	2,85

Źródło: Citi Handlowy

Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy



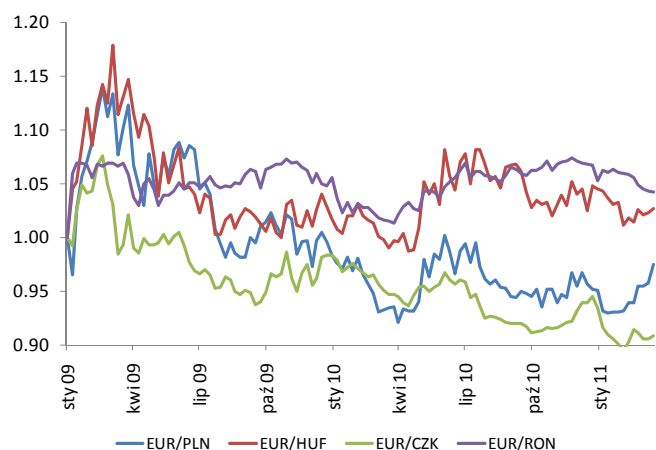
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego



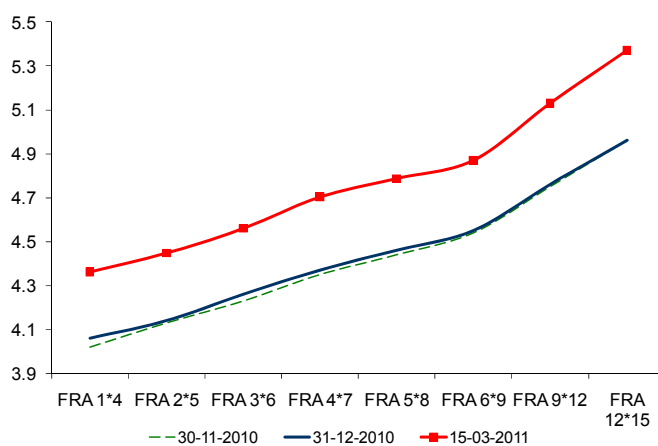
Źródło: GUS, Citi Handlowy

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	1.2	3.9	-4.6	43.1
Węgry	4.7	7.3	-4.7	80.1
Polska	2.7	5.8	-6.6	57.2
Rumunia	6.1	7.3	-4.9	33.4
Kryterium konwergencji	<u>2.4</u>	<u>5.2</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

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

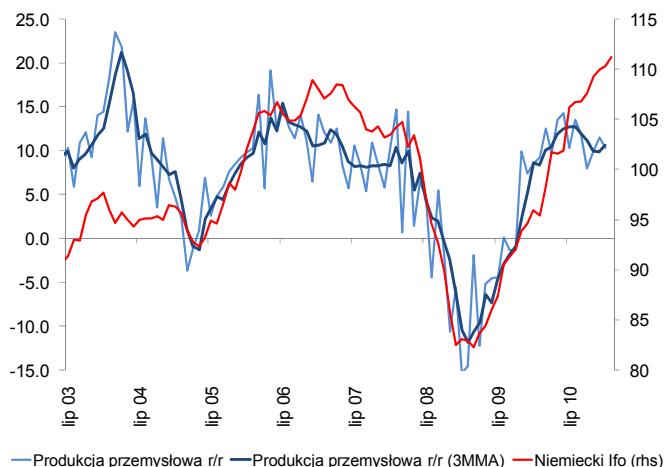
Oczekujemy dalszego wzrostu inflacji

- Najnowsze dane z polskiej gospodarki sugerują, że wzrost PKB powinien utrzymać się w pobliżu 4,5% w I kwartale br., i to nawet pomimo przewidywanego osłabienia popytu konsumpcyjnego.
- O trwałości ożywienia gospodarczego świadczy siła ożywienia na rynku pracy. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw rośnie w tempie zbliżonym do 5% r/r, podczas gdy zatrudnienie w styczniu zwiększyło się o 3,8%.
- W styczniu inflacja sięgnęła 3,8%, przekraczając tym samym górną granicę celu inflacyjnego RPP. Oczekujemy, że wskaźnik CPI przekroczy wkrótce 4%, do czego przyczyni się zarówno wzrost cen surowców, jak i rosnący popyt krajowy.

Nieźle zakończenie roku

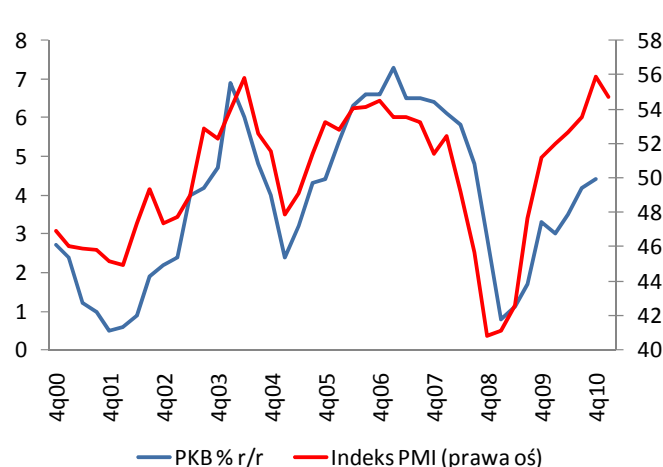
Najnowsze dane GUS potwierdzają, że Polska zakończyła 2010 rok w **wyjątkowo dobrej kondycji**. Wzrost PKB sięgnął 4,4% r/r, przy czym popyt krajowy zwiększył się o 5,6% r/r, a więc rósł w najszybszym tempie od II kwartału 2008 roku. Duże wrażenie robi między innymi 4,1% wzrost konsumpcji indywidualnej, który jednak częściowo wynikał z przyspieszenia części zakupów przez gospodarstwa domowe obawiające się podwyżek cen po zmianach stawek VAT w 2011 roku. Niewielki wzrost odnotowano również w przypadku nakładów inwestycyjnych (0,9% r/r) i choć wynik ten nie stanowi na razie przełomu w aktywności inwestycyjnej, można go traktować jako oznakę nadchodzącego ożywienia inwestycyjnego.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Indeks PMI oraz wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Reuters, Markit, Citi Handlowy

Naszym zdaniem wzrost gospodarczy powinien utrzymać się na wysokim poziomie również na początku 2011 roku. Miesięczne wskaźniki ekonomiczne sugerują wciąż silną aktywność w przemyśle,

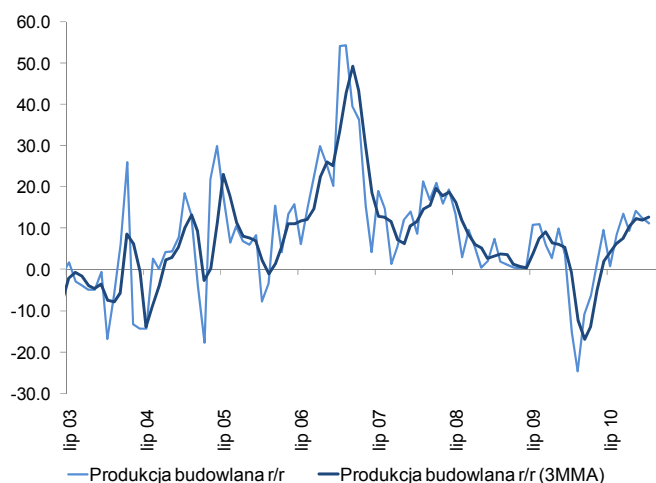
wynikającą zarówno z silnego popytu zagranicznego, jak i zamówień krajowych. W styczniu produkcja zwiększyła się o 10,3% r/r (wobec 11,4% r/r grudniu) a wysoki stopień aktywności utrzymał się w sektorach o dużym udziale eksportu.

Niestety na tle przemysłu, dane o produkcji budowlanej okazały się negatywną niespodzianką – produkcja wyhamowała w styczniu do 11,2% r/r z 12,3% r/r w grudniu, podczas gdy prognozy rynkowe wskazywały na możliwość przyspieszenia do ponad 20%. Choć na początku minionego roku produkcja budowlana ucierpiała na skutek niesprzyjających warunków pogodowych (mroźna zima), efekt bardzo niskiej bazy odniesienia nie wystarczył, aby zapewnić wyraźny wzrost produkcji na początku 2011. Biorąc pod uwagę bardzo dużą zmienność danych o aktywności w budownictwie, trudno jedną publikację słabych danych traktować jako zapowiedź trendu. Niemniej jeżeli podobne wyniki utrzymają się w kolejnych miesiącach będzie to oznaczało wolniejsze od przewidywanego ożywienie w inwestycjach.

Przynajmniej 4% w 2011 r.

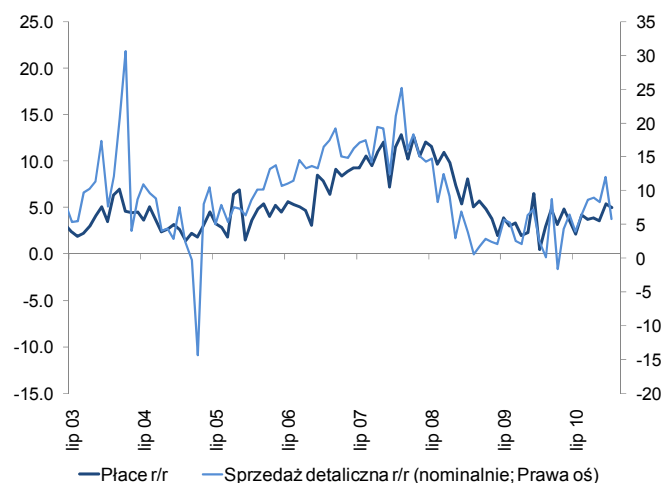
Pomimo słabszych wyników budownictwa oraz niższej dynamiki sprzedaży detalicznej, wciąż oczekujemy utrzymania się tempa wzrostu PKB w okolicach 4,5% w I kwartale 2011. Wynikowi temu powinien sprzyać efekt bardzo niskiej bazy odniesienia oraz relatywnie słaby złoty, wspierający aktywność eksportową. Wysokie tempo wzrostu PKB powinno utrzymać się również w kolejnych kwartałach, choć wyższa baza odniesienia może sprawić, że wyniki w drugiej połowie roku będą nieco niższe niż w pierwszej połowie. W całym bieżącym roku spodziewamy się wzrostu gospodarczego na poziomie 4%, jednak ryzyko dla tego scenariusza dostrzegamy po stronie jeszcze lepszego wyniku w 2011.

Wykres 7. Produkcja budowlano-montażowa



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Zatrudnienie i płace wyraźnie w górę

Styczniowe dane stanowią potwierdzenie dalszego ożywienia na rynku pracy. Co prawda wzrost płac wyhamował do 5% r/r, jednak biorąc pod uwagę mniejszą liczbę dni roboczych, wynik ten można uznać za bardzo dobry. Co więcej, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło

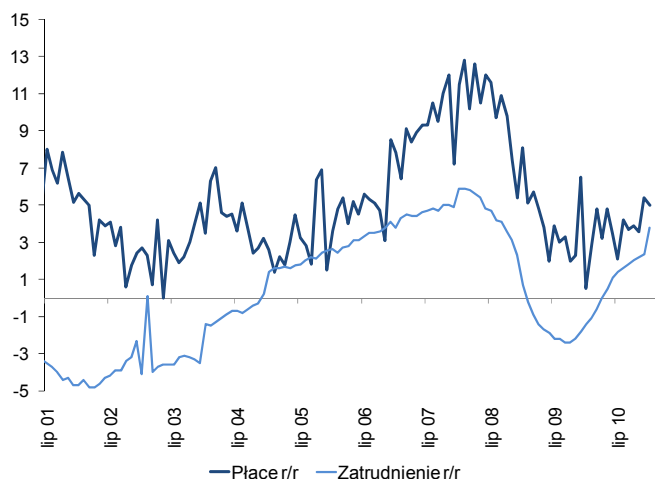
o 3,8% r/r, bardzo wyraźnie przyspieszając w stosunku do wyniku z poprzedniego miesiąca. Tak silny wzrost zatrudnienia był związany zarówno z wzrostem popytu na pracę, jak i zmianami metodologicznymi dokonywanymi przez GUS. W styczniu urząd statystyczny rozszerzył bowiem grupę badanych firm, co wpłynęło na publikowane dane.

Realny fundusz płac wzrósł w styczniu o 5% r/r, a więc najszybciej od dwóch lat. Biorąc pod uwagę, że polska gospodarka najprawdopodobniej będzie w 2011 roku rozwijać się w tempie szybszym od potencjału, kolejne miesiące powinny przynieść dalszą poprawę na rynku pracy, choć zapewne już w wolniejszym tempie. Oczekujemy, że płace nominalne wzrosną w całym roku o około 5,5-6,0%, podczas gdy zatrudnienie zwiększy się przeciętnie o 3,5-4,0%.

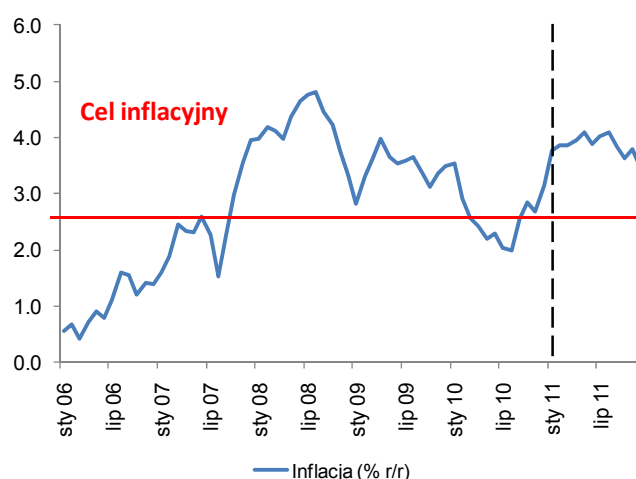
Efekt VAT wyższy niż oczekiwał NBP?

Początek roku przyniósł bardzo wyraźny wzrost inflacji, która już w styczniu osiągnęła 3,8%, wobec 3,1% w grudniu. Znaczny wzrost CPI wynikał przede wszystkim z bardzo wysokiej dynamiki cen żywności oraz podwyżek cen związanych z użytkowaniem mieszkania oraz nośnikami energii. Sugeruje to, iż styczniowa inflacja to rezultat zarówno wyraźnej tendencji wzrostowej cen surowców i energii na światowych rynkach, jak i zapewne wyższego podatku VAT. Bazując na styczniowych danych można zaryzykować stwierdzenie, że ostateczny efekt podwyżki VAT na inflację będzie większy niż 0,3% szacowane przez NBP i może nawet okazać się wyższy od oczekiwanych przez nas 0,5%.

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



Źródło: GUS, Citi Handlowy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Naszym zdaniem presja na wzrost inflacji utrzyma się na wysokim poziomie również w kolejnych miesiącach. Ponieważ wzrost cen surowców to nie tylko efekt czynników podażowych, lecz również efekt rosnącego popytu w krajach wschodzących, szok cenowy może okazać się relatywnie trwały. Ponadto fakt, że zmiany VAT zostały przerzucone na konsumentów w tak znacznej skali już w styczniu pokazuje, że polskie firmy najwidoczniej nie obawiają się utraty klientów w przypadku podwyżek cen. Traktujemy to, jako kolejny sygnał świadczący o zwiększającej się presji popytowej, która zapewne będzie zyskiwać na sile w kolejnych kwartałach.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty spodziewamy się, że w ciągu najbliższych dwóch miesięcy inflacja powinna przekroczyć 4%. Co więcej, podtrzymujemy nasz pogląd, że w I połowie 2011 ryzyko niespodzianek inflacyjnych jest niesymetrycznie przechylone w kierunku jeszcze wyższej inflacji.

Polityka pieniężna i fiskalna

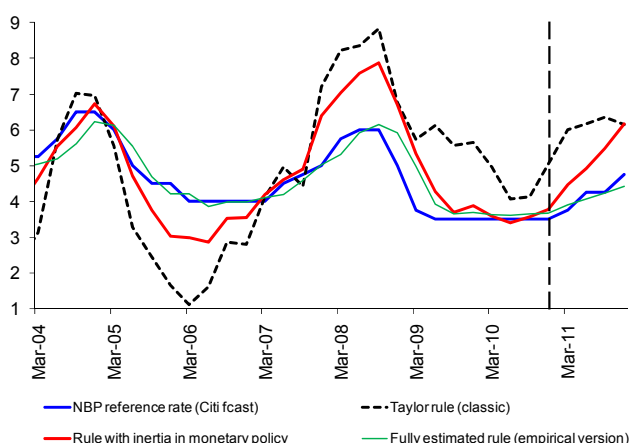
Odliczanie do kolejnej podwyżki

- RPP pozostawiła stopę referencyjną bez zmian na poziomie 3,75%, jednak komunikat władz monetarnych pozostawia otwartą furtkę do kolejnych podwyżek
- Nowa projekcja inflacyjna pokazuje ścieżkę CPI powyżej celu inflacyjnego oraz wzrost PKB powyżej potencjału, przemawiając za dalszym zacieśnieniem polityki monetarnej.
- Kolejnej podwyżki stóp procentowych o 25pb spodziewamy się na początku kwietnia.

W marcu stopy bez zmian

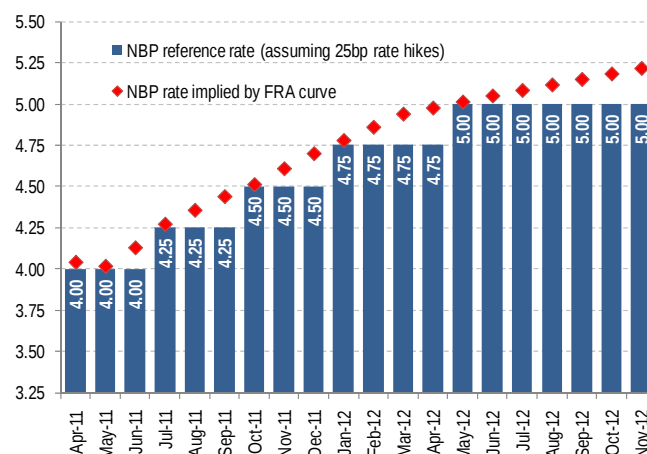
Po rozpoczęciu cyklu zacieśnienia monetarnego na początku roku, w marcu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna: 3,75%). W komunikacie po posiedzeniu Rada zwróciła uwagę na kontynuację ożywienia gospodarczego w Polsce, które wspiera wzrost zatrudnienia i może prowadzić do wzrostu presji płacowej i inflacyjnej. Jednocześnie RPP stwierdziła, że utrzymanie bieżącej inflacji na wysokim poziomie w obliczu przyspieszenia wzrostu gospodarczego może działać w kierunku utrwalenia oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie. Z kolei jako czynniki uzasadniające pozostawienie stóp na dotychczasowym poziomie Rada wymieniła wcześniejszą podwyżkę stóp procentowych w styczniu, brak wyraźnego ożywienia w inwestycjach, umiarkowaną presję płacową i kontynuację wzrostu stopy bezrobocia.

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

Wyższa projekcja inflacyjna

Podjmując decyzję o stopach procentowych RPP zapoznała się również z wynikami najnowszej projekcji. Pokazała ona wyższą niż dotychczas oczekiwaną ścieżkę inflacji, utrzymującą się w całym horyzoncie symulacji powyżej celu inflacyjnego (2,5%). Podniesienie

przewidywanej inflacji było związane przede wszystkim z wyższymi przewidywanymi cenami żywności oraz energii i nieznacznie wyższą inflacją bazową. Niemniej, ponieważ projekcja została przygotowana na podstawie danych dostępnych do 26 stycznia, nie uwzględnia ona w pełni części wzrostu cen surowców, który nastąpił już po tej dacie. Naszym zdaniem (i jak wskazuje Raport o inflacji, również zdaniem NBP) oznacza to, że bilans ryzyk jest przechylony w kierunku wyższego od przewidywań poziomu inflacji.

Wraz z podwyższeniem ścieżki CPI, jednocześnie obniżona została projekcja PKB, zgodnie z którą wzrost gospodarczy w 2011 roku ma sięgnąć około 4,2%, a w dwóch kolejnych latach ma się obniżyć poniżej 4%. Korekta w dół dynamiki PKB była związana przede wszystkim z niższym tempem wzrostu inwestycji publicznych. Niemniej nawet pomimo tej korekty, model NBP wciąż wskazuje na utrzymywanie się wzrostu gospodarczego powyżej potencjału. Biorąc to pod uwagę, uważamy że wyniki projekcji przemawiają za dalszymi podwyżkami stóp procentowych w kolejnych miesiącach.

Działania EBC zwiększają szanse na podwyżkę

Czynnikiem, który może przeważać szalę na rzecz podwyżki stóp procentowych już w kwietniu jest zaostrenie retoryki Europejskiego Banku Centralnego. Po marcowym posiedzeniu EBC prezes Trichet wyraźnie zasygnalizował, że podwyżka w strefie euro może nastąpić relatywnie szybko – naszym zdaniem już w kwietniu. Ponieważ zawężenie dysparytetu stop procentowych między Polską i strefą euro mogłoby przyczynić się do osłabienia złotego, naszym zdaniem RPP będzie chciała uniknąć takiej sytuacji i najprawdopodobniej zdecyduje się na zacenienie polityki pieniężnej o 25pb już na początku kwietnia. Biorąc pod uwagę nasz scenariusz inflacyjny (wskaźnik CPI powyżej 3% przez cały 2011 rok) oraz perspektywę zacieśnienia monetarnego w strefie euro, oczekujemy wzrostu stóp procentowych w kraju do około 5% w połowie 2012.

Rząd obiecuje poprawę

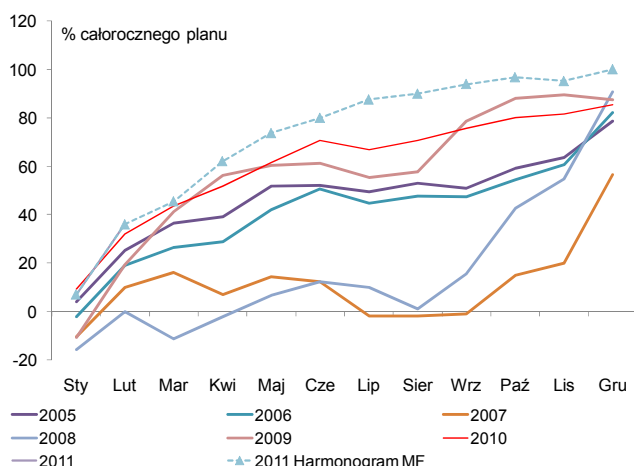
- W marcu minister finansów Jacek Rostowski poinformował Komisję Europejską o działaniach mających obniżyć deficyt do około 3% w 2012 roku
- - Rząd ostatecznie przyjął projekt zmian w systemie emerytalnym, który zakłada ograniczenie transferów do OFE do poziomu 2,3% (z 7,3%).

Komisja Europejska czeka na redukcję deficytu

Stanowisko Komisji Europejskiej (KE) w sprawie polskiego deficytu pozostaje niezmiennione. Po marcowym spotkaniu z ministrem Rostowski komisarz Rehn poinformował, że KE wciąż oczekuje od Polski redukcji deficytu do 3% PKB w 2012 roku i nie zamierza zgadzać się na wydłużenie tego terminu. W praktyce oznacza to, że w ciągu dwóch lat deficyt musiałby spaść o niemal 5% PKB, co wydaje się dosyć ambitnym założeniem.

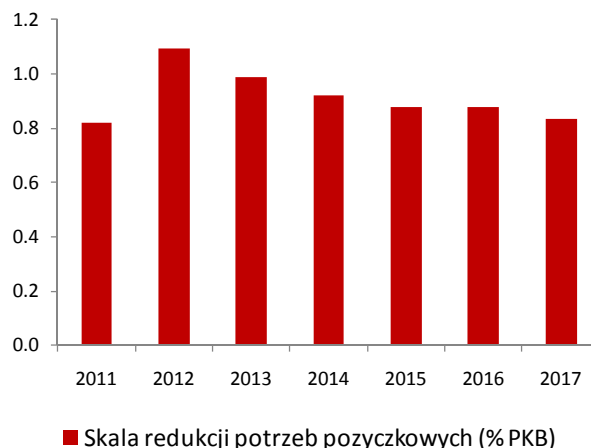
Co prawda minister Rostowski oficjalnie poinformował KE o działaniach mających zapewnić taką skalę zacieśnienia fiskalnego, naszym zdaniem szansa realizacji tego planu jest niższa niż 50%. Wskazują na to między innymi wypowiedzi premiera Tuska, który przyznał, że w 2012 deficyt raczej nie spadnie do 3% PKB. Biorąc pod uwagę zbliżające się wybory parlamentarne, które utrudnią przeprowadzenie trudnych cięć, a także prawdopodobnie wyższy od szacowanego deficyt w 2010 roku, naszym zdaniem deficyt fiskalny spadnie w pobliże 3% dopiero 1-2 lata później niż zakłada resort finansów.

Wykres 15. Realizacja deficytu budżetowego (% planu)



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

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



Źródło: Szacunki własne na podstawie danych KE

Rząd za wstrzymaniem transferów do OFE

W marcu rząd przyjął projekt ustawy obniżającej już od maja 2011 roku transfery składek do OFE z 7,3% do 2,3%. Na skutek zmian (jeżeli zostaną one przyjęte przez Parlament), część środków przekazywanych dotychczas OFE pozostanie na specjalnych kontach ZUS, a potrzeby pożyczkowe budżetu zmniejszą się w 2011 roku o około 0,7% PKB, a w

kolejnym roku łącznie o 1,1% PKB (w porównaniu do scenariusza bez zmian w systemie emerytalnym). Doprowadzi to również do wolniejszego przyrostu długu publicznego, zmniejszając ryzyko przekroczenia progu 55% PKB w najbliższych latach. Z punktu widzenia długookresowego, zmiana ta ma jednak charakter księgowy, gdyż wolniejszemu przyrostowi jawnego długu będzie towarzyszył szybszy przyrost długu ukrytego (tj. przyszłych zobowiązań emerytalne państwa, nie doliczanych do oficjalnych danych o zadłużeniu).

Zmiany w kształcie zaproponowanym przez rząd wydają się negatywne dla polskiego rynku obligacji. Po pierwsze, zagrożenie upatrujemy w marginalizacji sektora prywatnych funduszy emerytalnych, które według naszych szacunków w kolejnych latach mogą być zmuszone do zmniejszenia portfeli obligacji, sprzedając część papierów na rynku (lub przynajmniej nie zgłaszając popytu na nowe emisje). Przy słabszych OFE, będzie to oznaczać, iż sytuacja na krajowym rynku będzie w zdecydowanie większym stopniu uzależniona od napływu inwestorów zagranicznych. W naszej opinii, może to prowadzić do zwiększonej zmienności na rynku obligacji, szczególnie w okresach zmian awersji do ryzyka (podobnych do tych z jesieni 2008).

Rynki finansowe

Rynek walutowy

- W ostatnich tygodniach doszło do osłabienia złotego za sprawą wzrostu oczekiwań na szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej w strefie euro i wzrostu awersji do ryzyka w związku z wydarzeniami na Bliskim Wschodzie.
- W najbliższym czasie presja na złotego może się utrzymać w związku z podwyżkami stóp przez EBC i przedłużającym się konfliktem w Libii i wydarzeniami w Japonii. Z kolei podwyżki stóp procentowych w kraju oraz dalsze przepływy wynikające z prywatyzacji będą wspierać złotego w kolejnych miesiącach.
- Naszym zdaniem złoty powinien umocnić się w stronę 3,81 wobec euro do końca roku.

Oslabienie złotego powyżej 4,00 wobec euro

Od końca stycznia złoty osłabił się wobec głównych walut pod wpływem odsunięcia momentu kolejnej podwyżki stóp procentowych oraz wzrostu awersji do ryzyka na rynkach światowych.

Złoty zaczął tracić na wartości wobec głównych walut już w styczniu mimo rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP, jednak przez długi czas kurs EUR/PLN utrzymywał się blisko poziomu 3,90 w oczekiwaniu, że kolejna podwyżka stóp nastąpi już w marcu, szczególnie po odczycie inflacji za styczeń. Jednak w drugiej połowie lutego złoty osłabił się w stronę 4,00, gdy wypowiedzi członków Rady zmniejszyły oczekiwania rynku na kolejną szybką podwyżkę stóp. Na początku marca złoty negatywnie zareagował także na jastrzębie komentarze prezesa EBC Jean Claude Tricheta, które przesunęły oczekiwaną podwyżkę stóp w strefie euro już na kwiecień. Negatywnie na złotego oddziaływał w lutym także wzrost awersji do ryzyka w związku z wydarzeniami na Bliskim Wschodzie, a zwłaszcza z konfliktem w Libii, który doprowadził do znacznego wzrostu cen ropy. Kurs EUR/PLN pokonał poziom 4,00 po dalszym wzroście awersji do ryzyka w reakcji na trzęsienie ziemi w Japonii oraz zamieszki w Arabii Saudyjskiej.

Tabela 3. Zmiany kursu złotego Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	09/03/2011	26/01/2011	YTD	2010	2009
		%	%	%	%
USD/PLN	2,8644	1,3	-3,4	4,0	-3,8
EUR/PLN	3,9758	2,5	0,4	-3,6	-1,5
GBP/PLN	4,6360	3,6	0,9	-0,1	7,2
CHF/PLN	3,0698	2,6	-3,0	14,4	-1,3

Źródło: NBP, Citi Handlowy

W najbliższych tygodniach złoty może być pod presją

W najbliższych tygodniach złoty pozostanie pod negatywnym wpływem zbliżającej się podwyżki stóp procentowych w strefie euro oraz niskiego apetytu na ryzyko w związku z utrzymującym się konfliktem w Libii i sytuacją Japonii. Komentarze ze strony RPP i EBC

pokazały, że złoty jest wrażliwy na ruchy w polityce pieniężnej i oczekiwany dysparytet stóp procentowych. W związku z przesunięciem oczekiwań rynku co do momentu pierwszej podwyżki stóp w strefie euro złoty może wciąż znajdować się pod presją w najbliższych tygodniach. Biorąc pod uwagę preferowany przez bank centralny mocniejszy kurs złotego w obliczu rosnącej inflacji, RPP powinna odpowiadać na podwyżki stóp procentowych w strefie euro, aby uniknąć osłabienia złotego. Presja na złotego może być zniwelowana przez transakcje prywatyzacyjne. W najbliższych tygodniach może być sfinalizowana transakcja sprzedaży Enei, a przepływ który może wpłynąć na rynek wynosi ok 2,7-2,9 mld € (w przypadku wezwania na 100% akcji). W związku z tym, że proces prywatyzacji się jeszcze nie zakończył, naszym zdaniem najprawdopodobniej ta kwota raczej nie jest jeszcze zabezpieczona na rynku.

W kolejnych miesiącach spodziewamy się powolnego umocnienia złotego. Próg opłacalności eksporterów jest wciąż znacznie poniżej obecnego kursu rynkowego i wskazuje na potencjał do umocnienia krajowej waluty. Pozytywne czynniki dla złotego takie jak wysokie tempo wzrostu gospodarczego, kolejne podwyżki stóp procentowych i napływ kapitału związany z prywatyzacją i sprzedażą krajowych firm będą jednak częściowo niwelowane przez rosnący deficyt obrotów bieżących oraz powolne tempo redukcji wysokiego deficytu fiskalnego. Inwestorzy będą zwracać uwagę na sytuację fiskalną w kontekście wzrostu ryzyka politycznego przez zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi.

Spodziewamy się spadku kursu EUR/PLN do około 3,80 na koniec roku. Oczekujemy jednak, że ten trend aprecjacyjny może być przerywany okresami przejściowego osłabienia złotego, wynikającego z nasilania się awersji do ryzyka.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	15/03/2011	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11	I kw. '12
USD/PLN	2,8274	2,88	2,81	2,75	2,68
EUR/PLN	3,8755	3,85	3,83	3,81	3,78
GBP/PLN	4,4762	4,70	4,73	4,76	4,73
CHF/PLN	2,9920	2,98	2,90	2,84	2,78

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek długu

- ☐ Kontynuacja wzrostu rynkowych stóp procentowych na krótkim końcu krzywej i wypłaszczenia krzywej rentowności za sprawą umocnienia oczekiwań na dalsze podwyżki stóp przez RPP
- ☐ Spodziewamy się dalszego wzrostu krótkoterminowych stóp w związku z kolejną podwyżką stóp procentowych w kwietniu i kontynuacją cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach
- ☐ Na długim końcu krzywej może dojść do lekkiego umocnienia o ile Ministerstwo Finansów zdecyduje się na interwencję na rynku swap. W przeciwnym razie stopy rynkowe mogą podążać w górę.

Dalsze wypłaszczenie krzywej

Od publikacji naszego poprzedniego raportu doszło do dalszego wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej, co doprowadziło do wypłaszczenia krzywej.

Od końca stycznia doszło do wzrostu stóp rynkowych na krótkim końcu krzywej rentowności. Po styczniowym posiedzeniu RPP, na którym Rada zdecydowała się rozpocząć cykl zacieśniania polityki pieniężnej, sytuacja na rynku stopy procentowej była dosyć stabilna. Do skokowego wzrostu rynkowych stóp doszło po publikacji styczniowej inflacji, która wyraźnie zaskoczyła uczestników rynku. Rynek zaczął wówczas wyceniać kolejną podwyżkę stóp procentowych już w marcu. Dane o produkcji przemysłowej były bliskie oczekiwaniom i nie wpłynęły istotnie na rynek, jednak znaczne spowolnienie sprzedaży detalicznej oraz komentarze członków Rady tonujące oczekiwania rynku, że kolejny ruch zacieśniający politykę pieniężną nastąpi już w marcu, doprowadziły do stopniowego spadku stóp rynkowych. Gdy Rada utrzymała stopy procentowe bez zmian ruch ten pogłębił się, jednak następne dni przyniosły wzrost rentowności w związku z komentarzami EBC, które przyczyniły się do wzrostu oczekiwań na to, że podwyżka stóp w strefie euro nastąpi już w kwietniu. Taki ruch zwiększałby prawdopodobieństwo, na szybką odpowiedź RPP. W połowie marca stopy rynkowe ponownie lekko obniżyły się za sprawą obniżenia stóp na rynkach bazowych.

Tabela 5. Rynek stopy procentowej

	11/03/2011	1M	YTD
	%	pb	pb
WIBOR 3M	4,18	8	23
FRA1x4	4,32	11	26
FRA3x6	4,58	11	32
FRA6x9	4,88	7	33
FRA9x12	5,16	14	40
IRS 2Y	5,25	8	38
IRS 5Y	5,70	11	25
IRS 10Y	5,68	6	7

Źródło: Reuters.

Po sporej przecenie na początku roku długi koniec krzywej obligacji zachowywał się wyjątkowo stabilnie mimo wciąż negatywnego obrazu sytuacji fiskalnej oraz zmian w systemie emerytalnym. Jednocześnie wzrost stóp swap był ograniczany przez zapowiedzi Ministerstwa Finansów interwencji na rynku stopy poprzez transakcje IRS. Tym samym doszło do wzrostu spreadu asset swap (dla 10-letniego tenoru do ok. 70 pb w połowie marca z ok. 60 pb pod koniec stycznia). Krzywa IRS wyraźnie się wypłaszczyła. Spread 2-10 spadł do 43 pb z ok. 60 pb a spread 5-10 z 10 pb nieco poniżej zera.

Oczekiwany dalszy wzrost stóp krótkoterminowych

Naszym zdaniem w najbliższych tygodniach może dojść do dalszego wzrostu krótkoterminowych stóp za sprawą zbliżającej się podwyżki stóp procentowych, podczas gdy długi koniec może zostać wsparty przez działania Ministerstwa Finansów.

Spodziewamy się, że w związku ze zbliżeniem posiedzenia decyzyjnego w kwietniu powinno dojść do wzrostu stóp procentowych na krótkim końcu krzywej. Choć rynek wycenia niemal w pełni nasz scenariusz bazowy zacieśnienia polityki pieniężnej to sądzimy, że po ostatniej lekkiej spadkowej korekcie istnieje przestrzeń do wzrostu krótkoterminowych stóp. Ponadto, gdy RPP i EBC podwyższą stopy procentowe na początku przyszłego miesiąca rynek może przereagować z wyceną kolejnych podwyżek stóp. W najbliższym czasie negatywnie na rynek długu oddziaływałoby także osłabienie złotego.

Długi koniec krzywej może być wspierany przez kolejne komentarze ze strony Ministerstwa Finansów nt. interwencji na rynku swap lub rzeczywiste działania resortu finansów na rynku. Wówczas doszłoby najprawdopodobniej do dalszego wzrostu spreadu asset swap. Gdy Ministerstwo Finansów już zdecyduje się na działania stopy rynkowe mogą odreagować w górę.

Podtrzymujemy zdanie, że zmiany w systemie emerytalnym mogą mieć krótkoterminowo pozytywny wpływ na rynek poprzez większe zmniejszenie podaży niż popytu na rynku obligacji. Jednak średnioterminowe i długoterminowe skutki są negatywne, gdyż zmniejszają płynność rynku w związku ze spadkiem aktywności inwestora, który pełnił stabilizującą rolę dla rynku. Tym samym zmiany OFE mogą podwyższać premię za ryzyko długoterminowych obligacji. Poza tym w kolejnych miesiącach długoterminowe obligacje mogą znaleźć się pod presją także w związku z nadchodzącymi wyborami parlamentarnymi i wzrostem ryzyka politycznego.

Spodziewamy się, że na koniec roku rentowności 2-letnich obligacji wzrosną do 5,60%, 5-letnich do ok. 6,15% a 10-letnich do około 6,50%.

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

	11/03/2011	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11	I kw. '12
Stopa referencyjna	3,75%	4,25%	4,50%	4,50%	4,50%
WIBOR3M	4,18%	4,51%	4,67%	4,84%	5,00%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2010												2011
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9.2	12.5	9.7	13.5	14.3	10.3	13.5	11.8	8.0	10.0	11.5	10.3	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	3.1	19.1	-9.2	1.6	6.8	-6.1	-1.8	13.2	-1.6	-1.4	-4.1	-6.4	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	10.8	13.9	11.1	14.5	15.5	10.9	14.3	13.3	9.3	11.8	14.3	11.4	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-24.7	-10.9	-6.3	2.3	9.6	0.8	8.5	13.4	9.4	14.2	12.3	11.2	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	0.1	8.7	-1.6	4.3	6.4	3.9	6.6	8.6	9.0	8.3	12.0	5.8	-
Stopa bezrobocia (%)	13.2	13.0	12.4	12.1	11.7	11.5	11.4	11.5	11.5	11.7	12.3	13.0	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1.1	-0.6	0.0	0.5	1.1	1.4	1.6	1.8	2.1	2.2	2.4	3.8	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.9	2.6	2.4	2.2	2.3	2.0	2.0	2.5	2.8	2.7	3.1	3.8	-
Inflacja (% m/m)	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	-0.2	-0.4	0.6	0.5	0.1	0.4	1.2	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.4	-2.6	-0.4	1.9	2.1	3.8	4.0	4.3	3.9	4.7	6.2	6.2	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.1	-0.2	1.4	2.0	1.0	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.4	1.2	0.4	-
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	2.9	4.8	3.2	4.8	3.5	2.1	4.2	3.7	3.9	3.6	5.4	5.0	-
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	512	-821	-385	-549	-920	-1,270	-1,281	-1,089	-1,217	-2,195	-1,573	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.1	-2.2	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.6	-2.8	-3.0	-3.1	-3.3	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-154	-419	-231	-489	-356	-576	-777	-228	-693	-1222	-1106	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	9,316	10,621	10,090	10,052	10,677	10,162	9,758	11,311	11,241	10,631	9,771	-	-
Eksport (% r/r)	19.9	22.6	23.8	24.9	26.7	19.0	25.0	18.5	16.3	14.4	19.1	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	9,470	11,040	10,321	10,541	11,033	10,738	10,535	11,539	11,934	11,853	10,877	-	-
Import (% r/r)	21.6	23.4	23.7	30.5	26.5	20.0	27.7	21.3	19.7	24.0	25.8	-	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5.1	5.5	6.1	7.7	7.1	7.8	9.4	8.9	6.4	9.1	8.7	8.2	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11.4	9.5	8.9	9.3	9.3	9.4	10.0	9.8	10.1	10.2	9.8	9.5	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.8	10.4	13.3	15.0	13.2	12.1	15.2	12.6	13.3	10.9	9.9	9.2	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.5	5.7	8.4	9.6	13.1	13.7	15.5	12.4	10.0	14.4	14.0	12.5	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-7.0	-9.0	-7.3	-5.5	-4.4	-3.5	-2.5	-3.2	-2.4	-1.1	-0.9	-0.5	-
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	3.75	3.75
WIBOR 3M (średnio)	4.17	4.13	3.92	3.85	3.86	3.84	3.81	3.82	3.83	3.85	3.92	4.01	4.10
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.15	4.10	3.86	3.86	3.87	3.82	3.81	3.84	3.85	3.88	3.95	4.09	4.15
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	3.89	3.89	3.71	3.91	4.15	4.03	4.01	4.00	4.11	4.06	4.04	0.00	0.00
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.92	4.55	4.64	4.68	4.85	4.74	4.68	4.71	4.75	4.87	4.78	4.95	5.00
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.48	5.15	5.16	5.29	5.41	5.40	5.20	5.22	5.34	5.52	5.52	5.45	5.50
EUR/PLN (koniec okresu)	3.98	3.86	3.90	4.08	4.15	4.01	4.00	3.99	3.99	4.07	3.96	3.89	3.91
USD/PLN (koniec okresu)	2.93	2.87	2.93	3.31	3.39	3.07	3.16	2.93	2.89	3.13	2.96	2.91	2.87
EUR/USD (koniec okresu)	1.36	1.35	1.33	1.23	1.22	1.30	1.27	1.36	1.38	1.30	1.34	1.34	1.36
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	16.7	22.7	27.0	32.1	36.8	34.9	36.9	39.5	41.8	42.5	44.6	2.8	14.3
Def. budżetowy kum. (% planu)	32.1	43.5	51.8	61.6	70.5	66.9	70.7	75.7	80.1	81.4	85.4	6.9	35.9

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	1,432	1,542	1,662
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,453	14,293	16,813
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	-2.0	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	3.4	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2,1	1.1	2.5	4.5	3.5	2.6	3.9	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	-20.4	-30.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-3.3	-4.0	-4.7
Saldo handlu zagranicznego	-2,8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-7.5	-12.7	-20.8
Eksport	96,5	117.4	145.3	178.7	142.1	162.9	189.7	232.6
Import	99,2	124.5	162.4	204.7	146.4	170.4	202.3	253.4
Saldo usług	0,7	0.7	4.8	5.0	4.8	4.4	6.0	7.5
Saldo dochodów	-6,7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-16.9	-20.3	-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	2010	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	3.9	2.8	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,2	-3.0	-3.7	-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	2.74	2.63	2.59	2.59
USD/PLN (Średnia)	3,11	3.02	2.83	2.67	2.59	2.59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3.96	3.81	3.63	3.50	3.50
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3.99	3.86	3.73	3.54	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

