

CitiMonthly - Polska

W skrócie

- W temacie specjalnym przedstawiamy wyniki badań opłacalności eksportu przeprowadzonych wśród klientów Citi w Polsce, Czechach i na Węgrzech. Wyniki badania sygnalizują relatywnie większe niedowartościowanie złotego w porównaniu do czeskiej korony oraz węgierskiego forinta, co daje polskim eksporterom przewagę konkurencyjną oraz wskazuje na przestrzeń do dalszej aprecjacji złotego w średnim terminie.
- W naszym raporcie dokonujemy również nieznacznej korekty w górę prognoz wzrostu gospodarczego w Polsce. Zmiana prognoz jest związana z poprawą perspektyw wzrostu w strefie euro oraz silniejszym wzrostem inwestycji w kraju w 2011.
- Wzrost gospodarczy w 4Q utrzymał się na poziomie bliskim 4%, dzięki około 10% wzrostowi nakładów inwestycyjnych. Towarzyszyło temu jednak bardzo wyraźne wyhamowanie konsumpcji indywidualnej, wpisujące się w nasz scenariusz wyhamowania popytu konsumpcyjnego w 2012.
- Inflacja w styczniu pozytywnie zaskoczyła spadając do 4,1% r/r z 4,6% w grudniu. Oczekujemy, że zmiana koszyka inflacyjnego doprowadzi do dalszej rewizji CPI w dół. Według naszych prognoz pod koniec roku inflacja powróci w okolice celu inflacyjnego poziomu 2,5%.
- Rada Polityki Pieniężnej podtrzymuje jastrzębią retorykę, sugerując jednocześnie ryzyko podwyżek stóp w związku z utrzymywaniem się inflacji na podwyższonym poziomie. Naszym zdaniem ton wypowiedzi RPP wskazuje, że w 1H stopy procentowe pozostaną bez zmian. Jeżeli nasze oczekiwania szybkiego spadku inflacji się sprawdzą, RPP może wyraźnie złagodzić ton komentarzy i zdecydować o stopniowej redukcji stóp procentowych w 2H 2012.
- Najnowsze dane o bilansie płatniczym potwierdzają nasze wcześniejsze przypuszczenia, że skala interwencji NBP w grudniu wyniosła około 1 mld euro (lub była nieco niższa).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

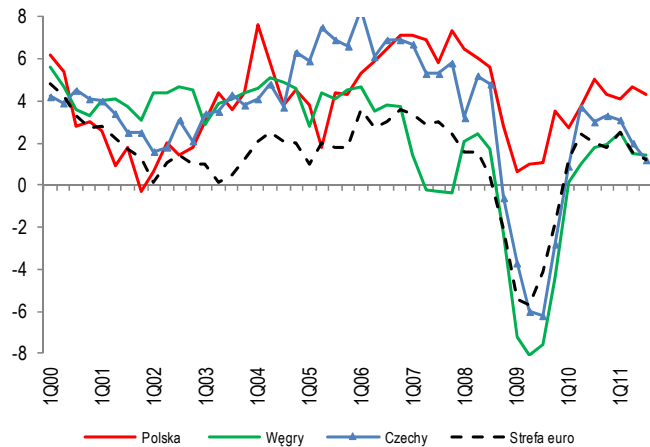
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

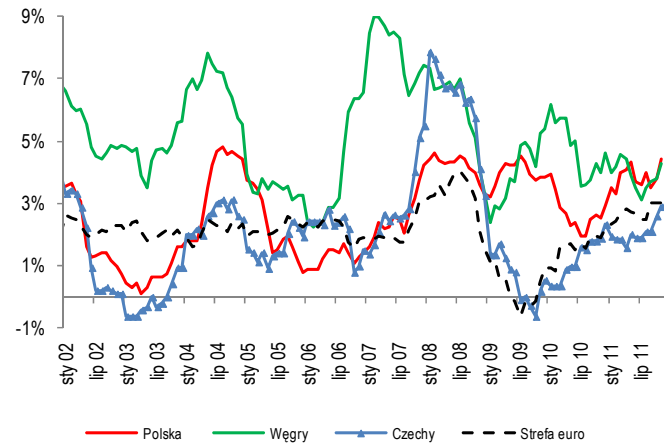
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



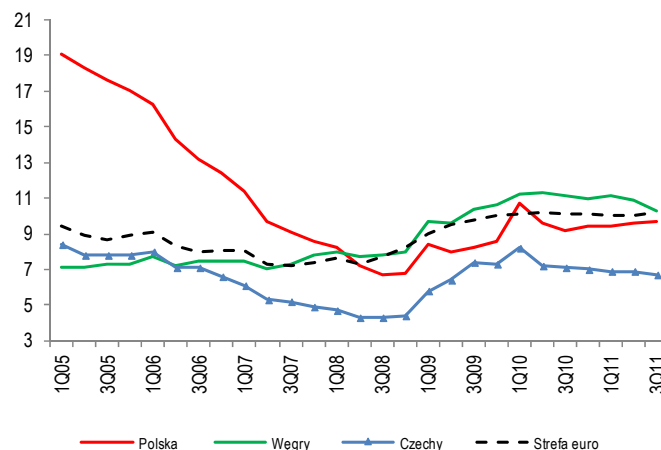
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



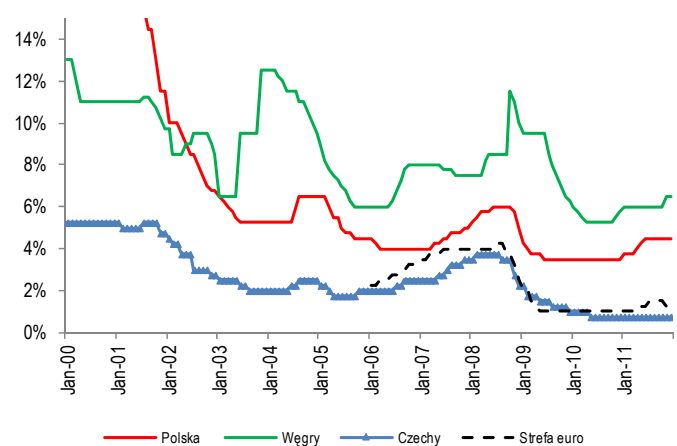
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Tabela 1. Kryteria konwergencji – porównanie krajów regionu Europy Środkowej.

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	2.1	3.7	-3.8	41.9
Węgry	4.0	7.5	-2.8	76.5
Polska	3.8	6.0	-4.0	57.1
Rumunia	6.2	7.2	-3.7	35.8
Kryterium konwergencji	2,8	7,2	-3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2011, przygotowane wiosną 2011.

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

Temat Miesiąca¹

Słaby złoty źródłem siły gospodarki

- Z punktu widzenia eksporterów złoty był w styczniu niedowartościowany o ponad 10%, więcej niż czeska korona lub węgierski forint
- Słaby złoty daje eksporterom znaczną przewagę konkurencyjną, która podtrzymuje dynamikę produkcji na wysokim poziomie i sprzyja poprawie w rachunku bieżącym
- W dłuższym horyzoncie czynniki fundamentalne powinny doprowadzić do umocnienia złotego. W krótkim horyzoncie PLN pozostanie pod wpływem zmian nastrojów na rynkach światowych.

Ostatnie miesiące przyniosły zaskakująco silne wzrosty produkcji przemysłowej i jednocześnie wyraźne osłabienie złotego. Naszym zdaniem oba czynniki są ze sobą mocno powiązane, a słabość złotego jest jednym z powodów wyjątkowej atrakcyjności polskiego eksportu dla europejskich odbiorców. Po to, aby ocenić skalę przewagi konkurencyjnej eksporterów, w styczniu przeprowadziliśmy ankietę wśród klientów Citi z Polski, Czech oraz Węgier. Na pytania odpowiedziało ponad 200 małych, średnich oraz dużych firm reprezentujących kluczowe branże. Choć w naszym badaniu grupa najmniejszych przedsiębiorstw miała relatywnie niewielką reprezentację, wyniki można traktować jako przydatną wskazówkę kondycji eksporterów z Europy Środkowej. Firmy odpowiadały na pytania dotyczące poziomu kursu „progowego”, który uczyniłby eksport nieopłacalnym, a także na pytania dotyczące przewidywanego wzrostu wolumenu eksportowego w 2012 roku. Co prawda podobną (choć bardziej rozbudowaną) ankietę przeprowadza NBP, z naszymi pytaniami trafiliśmy nie tylko do polskich lecz również czeskich oraz węgierskich przedsiębiorców. Otrzymane wyniki nie pozostawiają większych wątpliwości, że ankietowani przedsiębiorcy czują się bardzo komfortowo ze słabym złotym.

Figure 5. Wyniki ankiety przeprowadzonej wśród eksporterów

	CZK	HUF	PLN
Kurs progowy wobec euro	23.50	274.6	3.88
Wartość najniższa kursu	20.00	200.0	3.00
Wartość najwyższa	25.80	300.0	4.40
Średni kurs spot (styczeń 2012)	25.52	307.0	4.37
Odchylenie od kursu progowego (%)	8.6	11.8	12.8
Liczba ankietowanych firm	30	26	114
Poprzedni kurs progowy (wrz-2011)	23.15	260	3.70

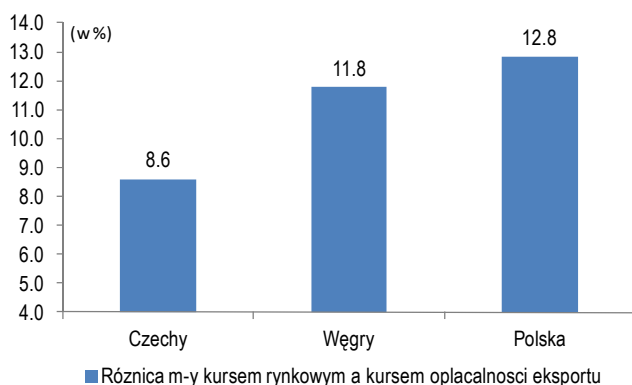
Źródło: Citi Investment Research and Analysis, Reuters.

Przewaga konkurencyjna polskich eksporterów ...

¹ Niniejsza analiza stanowi skróconą wersję raportu „FX Survey – When Pain Brings Also Some Gain”, który ukazał się na początku lutego.

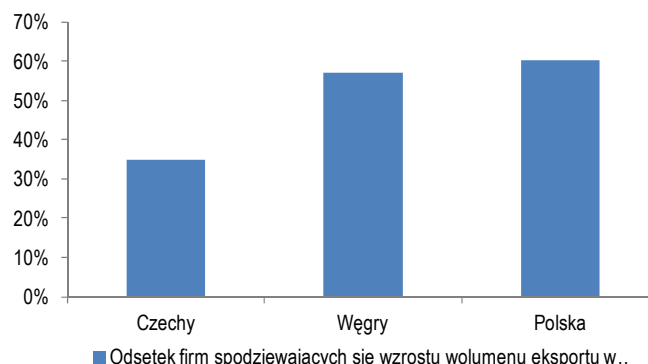
Polscy przedsiębiorcy twierdzą, że w obecnych warunkach są w stanie utrzymać opłacalność eksportu tak długo jak złoty jest słabszy od 3,88 wobec euro. Rozstrzał uzyskanych odpowiedzi jest co prawda dosyć duży i obejmuje przedział 3,00-4,40, jednak zdecydowana część firm wskazuje wartości poniżej poziomu 4,0. Co więcej, naszym zdaniem rzeczywisty kurs progowy jest najprawdopodobniej jeszcze niższy niż wynikałoby z prezentowanej przez nas średniej na poziomie 3,88. Wyjątkowo dużo ankietowanych zamiast podać konkretną (punktową) ocenę, udzielało odpowiedzi w formie „poniżej poziomu X”. W takim przypadku do obliczenia średniego kursu progowego wykorzystywaliśmy wartość „X”, choć sposób udzielania odpowiedzi sugerował, że firmy poradziłyby sobie nawet z mocniejszym złotym.

Wykres 6. Różnica między kursem rynkowym a kursem opłacalności eksportu (%)



Źródło: Citi Handlowy.

Wykres 7. Odsetek firm spodziewających się wzrostu wolumenu eksportu w 2012



Źródło: Citi Handlowy.

... jest większa niż w innych krajach regionu

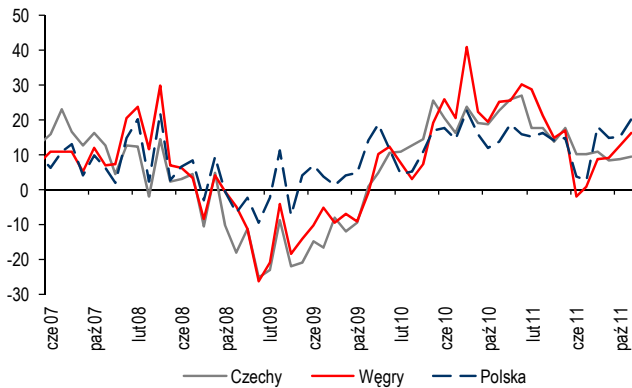
Gdyby porównać kurs progowy z rzeczywistym kursem złotego w styczniu okazuje się, że różnica przekracza 10% i jednocześnie jest nieco większa niż w przypadku Węgier oraz zdecydowanie większa niż w Czechach. Co więcej, nawet biorąc pod uwagę znaczne umocnienie złotego z końca stycznia oraz początku lutego przewaga eksporterów z Europy Środkowej, w tym przede wszystkim z Polski, nie budzi większych wątpliwości².

Biorąc pod uwagę skalę „niedowartościowania” złotego, optymizm eksporterów wydaje się uzasadniony. W styczniu 60% przedsiębiorstw spodziewało się wzrostu wolumenu eksportu w 2012 roku w porównaniu z 2011. Co więcej, odsetek ten okazał się wyższy niż na Węgrzech oraz w Czechach. Powyższy wynik wyraźnie pokazuje, że pomimo załamania na rynkach Europy Zachodniej popyt na polskie produkty utrzymuje się na przyzwoitym poziomie, zapewne właśnie dzięki słabemu złotemu. Deprecjacja ma również pozytywny wpływ na przychody eksporterów. O ile bowiem eksport wyrażony w euro wyraźnie wyhamował w ostatnich

² Ostatnie umocnienie złotego zapewne doprowadziło do dalszego obniżenia kursu progowego poniżej poziomu 3,88. Takie wahania kursu progowego mają uzasadnienie, gdyż część surowców i komponentów używanych w procesie produkcji jest importowana. Wówczas umocnienie złotego powoduje również obniżenie kosztów produkcji a przez to pozwala firmom pozostać konkurencyjnymi nawet przy niższym EUR/PLN. Co prawda zmiany kursu progowego w przypadku aprecjacji kursu rynkowego nie zachodzą w proporcji jeden do jednego, ale mimo to poprawiają kondycję eksporterów.

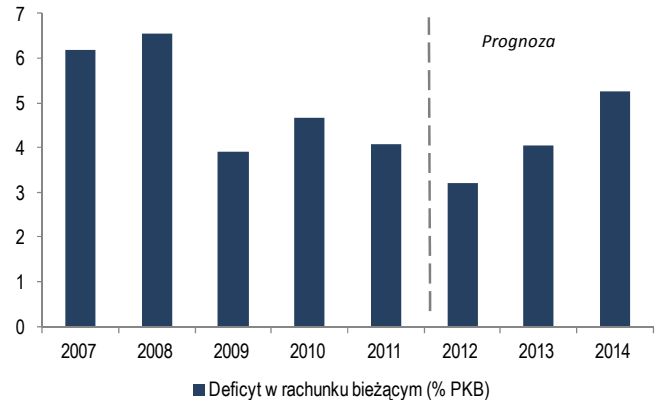
miesiącach, ten sam eksport po przeliczeniu na złote rośnie w tempie dwucyfrowym.

Wykres 8. Eksport wyrażony w lokalnej walucie (% r/r)



Źródło: Haver, Citi Handlowy.

Wykres 9. Prognozy rachunku obrotów bieżących



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Zbyt piękne aby było prawdziwe (i aby trwało)

Powyższe wyniki pokazują, że choć osłabienie waluty jest powszechnie traktowane jako oznaka problemów przez które przechodzi gospodarka, takie spojrzenie nie zawsze jest uzasadnione. Czasami deprecjacja może być wręcz źródłem siły danego kraju, gdyż zapewnia ona eksporterom konkurencyjność na rynkach zagranicznych.

Co to w praktyce oznacza? Ponad dziesięcioprocentowa przewaga konkurencyjna polskich eksporterów wydaje się zbyt piękna, aby przetrwać długo. Z czasem słaby złoty będzie prowadził do poprawy salda handlowego, czego pierwsze oznaki już zobaczyliśmy pod koniec 2011 roku. Zmniejszenie nierównowag zewnętrznych powinno doprowadzić do stopniowego zawężenia premii za ryzyko i ostatecznego umocnienia złotego. Dlatego obecna przewaga konkurencyjna eksporterów jest zaczątkiem przyszłej aprecjacji polskiej waluty. Czynniki te będą oddziaływały przede wszystkim w dłuższym horyzoncie, bo tylko wówczas fundamenty mają istotny wpływ na sytuację na rynku walutowym. W krótszej perspektywie złoty wciąż będzie pozostawał pod wpływem zmian nastrojów na rynkach światowych oraz globalnych przepływów kapitałowych. Ewentualne wzrosty awersji do ryzyka mogą przekładać się na przejściowe (co wcale nie musi znaczyć krótkotrwałe) okresy osłabienia złotego. Biorąc jednak pod uwagę grudniowy zastrzyk długoterminowej płynności ze strony Europejskiego Banku Centralnego (tzw. LTRO) oraz perspektywę kolejnego zastrzyku już w pierwszym kwartale, polska waluta powinna otrzymać dodatkowe wsparcie, które może ograniczać skalę osłabienia nawet w sytuacji dalszego nasilenia się kryzysu w strefie euro.

Gospodarka w skrócie

Nieźły początek roku

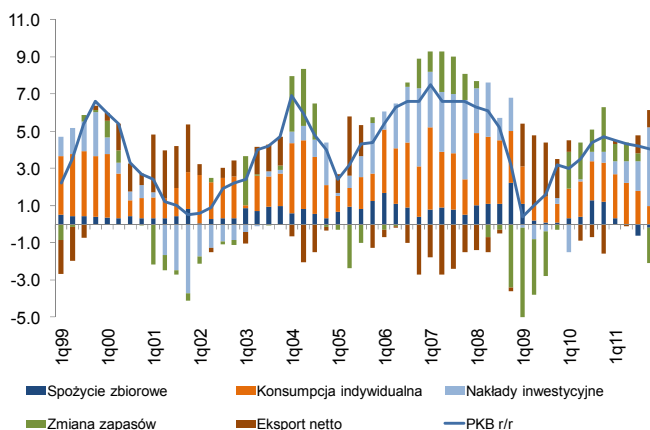
- Wzrost gospodarczy w 4Q utrzymał się na poziomie bliskim 4%, choć towarzyszyło mu bardzo wyraźne wyhamowanie konsumpcji indywidualnej
- Styczniowe dane pokazały wyraźny wzrost produkcji przemysłowej, do czego najprawdopodobniej przyczyniło się osłabienie złotego
- Oczekujemy wyraźnego spadku inflacji w pobliże celu 2,5% pod koniec 2012 roku.

Wzrost dzięki inwestycjom i pomimo konsumpcji

Polska gospodarka zakończyła 2011 rok rosnąc w szybkim tempie. Według wstępnych szacunków GUS wzrost gospodarczy w całym roku wyniósł 4,3% r/r, co byłoby spójne ze wzrostem w samym 4Q na poziomie około 4%. Głównym motorem wzrostu w 2011 r. było ożywienie inwestycji do 8,7% r/r, czemu zapewne sprzyjał proces kończenia inwestycji przed Euro 2012 oraz wyjątkowo ciepła zima w ostatnich miesiącach roku.

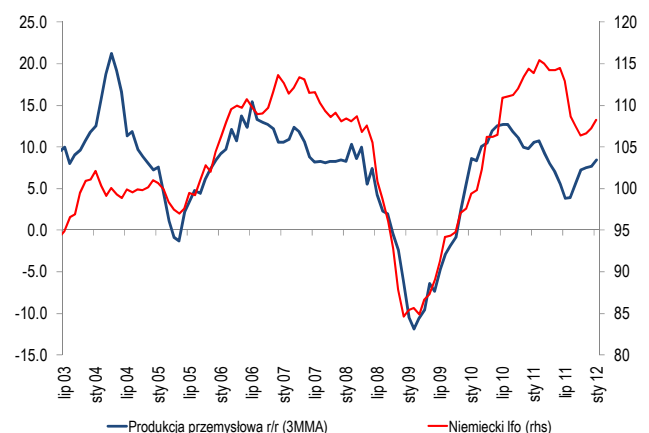
Ten optymistyczny obraz błędnie nieco, jeżeli uwzględnimy zaskakująco słabe wyniki konsumpcji. Na podstawie opublikowanych danych szacujemy, że konsumpcja indywidualna w 4Q wyhamowała do zaledwie około 2% r/r, wobec 3% kwartał wcześniej i 3,7% na początku minionego roku. Dane te odzwierciedlają zapewne stopniowe pogorszenie sytuacji na rynku pracy, niepewność dotyczącą przyszłej sytuacji dochodowej oraz wzrost obciążenia spłatą rat kredytowych w wyniku osłabienia złotego.

Wykres 10. Wzrost gospodarczy oraz kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 11. Produkcja przemysłowa w Polsce oraz niemiecki indeks Ifo



Źródło: GUS, Bloomberg, Citi Handlowy.

Dane dotyczące aktywności gospodarczej na początku roku sugerują, że słaby złoty pomaga polskim firmom. Produkcja przemysłowa w styczniu wzrosła o 9% r/r (wobec 7,7% r/r w grudniu), przede wszystkim dzięki dynamicznemu wzrostowi w przetwórstwie, a więc w tej części przemysłu, która jest nastawiona na eksport. Wynik był co prawda nieco niższy od oczekiwań rynkowych, jednak zgodny z trendem z poprzednich miesięcy. Z

kolei dane o sprzedaży detalicznej pokazały wzrost o 14,3% r/r, na co złożył się korzystny układ dni roboczych, jak i statystyczny efekt związany z bardzo niską bazą odniesienia (zmiany w podatku VAT doprowadziły do przejściowego osłabienia sprzedaży na początku 2011 roku, co wpłynęło na dynamikę roczną w styczniu 2012).

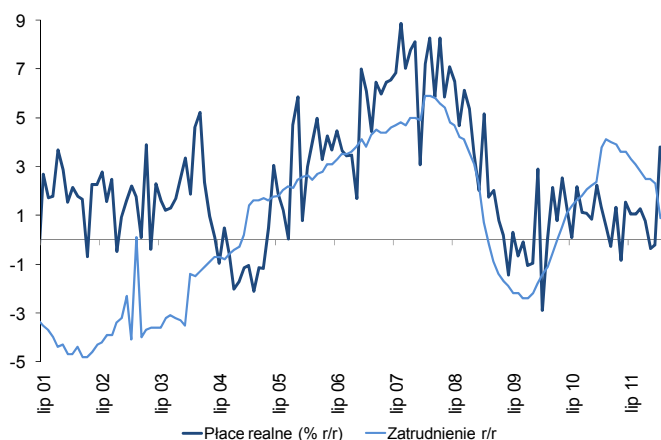
Jesteśmy nieco bardziej optymistyczni co do 2012 r.

Biorąc pod uwagę wyższe od przewidywań inwestycje pod koniec 2011 roku oraz pozytywne sygnały napływające ze strefy euro, nieznacznie zrewidowaliśmy naszą prognozę PKB na 2012 rok. Obecnie oczekujemy, że wzrost w bieżącym roku może sięgnąć około 2,1-2,2% (wobec 1,9% przed korektą). Choć wyższy niż wcześniej sądziliśmy, powyższy wynik jest spójny z sygnalizowanym przez nas od dłuższego czasu scenariuszem wyraźnego spowolnienia. Co więcej dostępne dane potwierdzają, że spowolnienie będzie na razie zachodzić kosztem konsumpcji indywidualnej, a dopiero w drugiej połowie roku zapewne dojdzie do bardziej istotnego spadku aktywności inwestycyjnej. Naszym zdaniem taka struktura (znaczne osłabienie konsumpcji) może mieć bardzo istotne znaczenie dla przyszłej dynamiki cen oraz decyzji władz monetarnych.

Brak presji płacowej

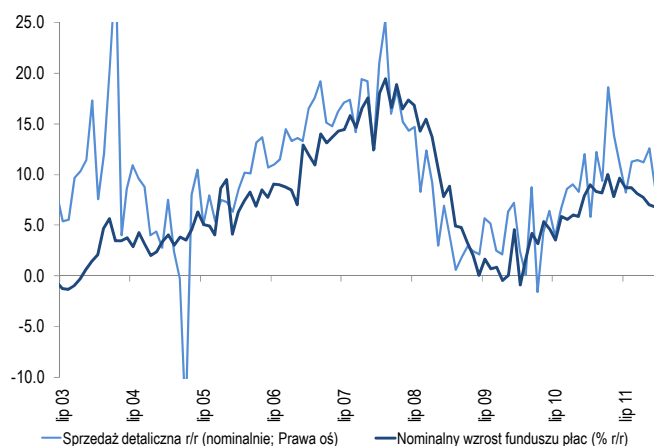
Wśród publikowanych w lutym danych największa niespodzianka wiązała się z informacjami z rynku pracy. Wzrost płac w styczniu okazał się wyższy od przewidywań i sięgnął 8,1% r/r, wobec 4,4% w grudniu. Jednocześnie zatrudnienie gwałtownie wyhamowało do 0,9% r/r z ponad 2% w grudniu. Skok płac to zapewne efekt przesunięć wypłat premii w niektórych sektorach gospodarki. Naszym zdaniem był to czynnik jednorazowy, związany z próbą uniknięcia dodatkowych kosztów związanych z podwyżką składki rentowej.

Wykres 12. Płace realne i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Bloomberg, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 13. Sprzedaż detaliczna oraz nominalne płace (r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Również spoglądając na historyczne zachowanie rynku pracy, trudno dostrzec oznaki sugerujące, że przyspieszenie dynamiki płac wynikało z narastających żądań płacowych. W przeszłości okresy rosnących żądań płacowych były również okresem szybszego wzrostu zatrudnienia, a korelacja między obiema zmiennymi wynosiła 70%. Tym razem jednak

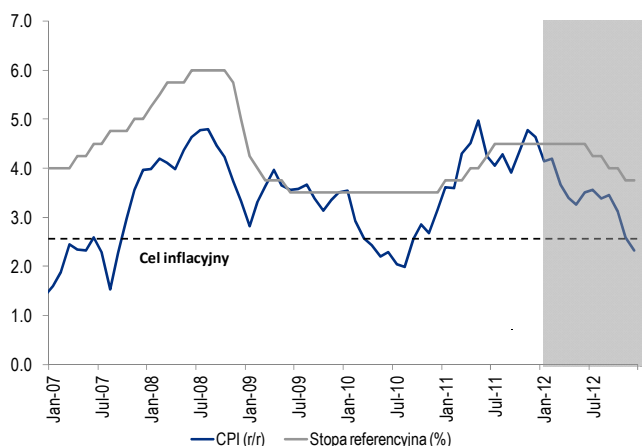
pozytywnej niespodziance po stronie wynagrodzeń towarzyszy negatywna niespodzianka po stronie zatrudnienia. Jeżeli nasza ocena dotycząca tymczasowości wzrostu płac jest słuszna, dane publikowane w marcu zapewne okażą się znacznie słabsze i mogą ukształtować się w pobliżu 5% r/r.

Inflacja powróci do celu pod koniec 2012

Pozytywnym zaskoczeniem okazały się dane o inflacji. W styczniu wskaźnik CPI spadł do 4,1% r/r z 4,6% w grudniu i tym samym był niższy od oczekiwań rynkowych (4,3%) oraz naszej prognozy (4,2%). Ponieważ były to dane wstępne, poprzedzające zmianę koszyka inflacyjnego, GUS udostępnił tylko niepełne informacje o zmianach cen w poszczególnych kategoriach. Opublikowane dane wskazują jednak na niższą niż zakładaliśmy dynamikę cen odzieży oraz usług związanych z użytkowaniem mieszkania, a jednocześnie szybszy wzrost cen żywności.

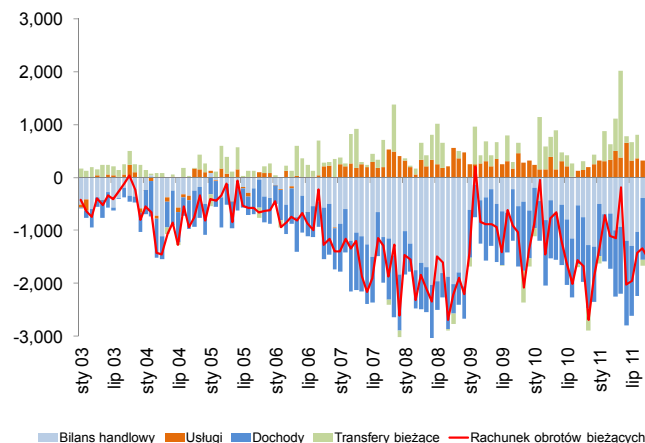
Naszym zdaniem styczniowe dane prawdopodobnie zostaną skorygowane w marcu po zmianie koszyka inflacyjnego przez GUS. Spodziewamy się, że po korekcie styczniowa inflacja okaże się jeszcze niższa i wyniesie około 3,9%. Kolejne miesiące 2012 roku najprawdopodobniej przyniosą dalszy spadek inflacji, która na koniec roku może sięgnąć około 2,5%. Przyczyniać się do tego będzie zarówno wolniejszy wzrost konsumpcji, jak i umiarkowane żądania płacowe oraz silny efekt bazy związany z ubiegłorocznymi podwyżkami cen żywności oraz osłabieniem złotego.

Wykres 14. Prognoza inflacji



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 15. Rachunek obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Interwencje FX w XII na poziomie około 1 mld euro

Deficyt w rachunku bieżącym sięgnął w grudniu 1,3 mld euro i był niższy niż 1,9 mld w analogicznym okresie 2010 roku. Opublikowane w lutym dane nie wskazują bynajmniej na przełom w dotychczasowych niekorzystnych trendach w handlu zagranicznym. Zarówno eksport jak i import rosły w wolnym tempie, a dzięki osłabieniu złotego wzrost eksportu był wciąż silniejszy niż wzrost importu. W grudniu odnotowano również znaczny napływ funduszy unijnych, z czego 3,1 mld euro zarejestrowano w rachunku kapitałowym, a 0,4 mld w CA.

Silny napływ funduszy UE pomaga wyjaśnić czemu pomimo interwencji NBP na rynku walutowym rezerwy banku centralnego wzrosły w grudniu o 1,4 mld euro. Zakładając, że całość „nowych” środków z UE (2,5 mld) została wymieniona przez MF w NBP, rozmiar grudniowych interwencji nie przekroczył 1,1 mld euro. Dane te są spójne z naszymi wcześniejszymi szacunkami, które plasowały górny limit interwencji w grudniu w okolicach 1 mld euro. Biorąc pod uwagę fakt, że rezerwy FX Polski wynoszą około 65,5 mld euro, naszym zdaniem częste interwencje o podobnej skali nie są możliwe i dlatego w kolejnych miesiącach aktywność NBP na rynku będzie zapewne miała charakter sporadyczny.

W naszej ocenie najnowsze dane pokazują, że saldo CA przestało się rozszerzać w szybkim tempie, dzięki zarówno słabości złotego, jak i wyhamowaniu PKB. Oczekujemy spadku deficytu CA do około 3,0-3,4% PKB w 2012 wobec 4,1% w 2011.

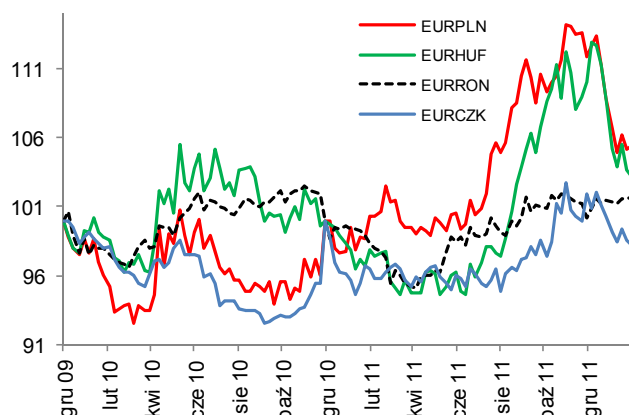
Na razie stopy procentowe bez zmian

Lutowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) nie przyniosło większych zmian polityce monetarnej. Zgodnie z oczekiwaniami stopa referencyjna banku centralnego pozostała na niezmiennym poziomie (4,5%), a komunikat władz monetarnych nie uległ większym zmianom w porównaniu ze styczniem. Chociaż Rada spodziewa się spadku inflacji w średnim horyzoncie, jednocześnie wyraźnie sygnalizuje gotowość do podwyżek, jeżeli perspektywy powrotu inflacji do celu ulegną pogorszeniu.

Pomimo jastrzębiej retoryki uwagę może zwracać to, że RPP jest bardzo niepewna przyszłych trendów gospodarczych. Ta niepewność może być podsumowana "regułami" wyrażanymi przez szefa NBP oraz innych członków Rady: 1) jeżeli wzrost gospodarczy w 1q będzie "optymistyczny", przybliży to Radę do podwyżek; 2) jeżeli inflacja utrzyma się w granicach 4,5% w 1q zgłoszony może zostać wniosek o podwyżkę; 3) jeżeli umocnienie złotego będzie trwale zmniejszy to presję inflacyjną (a w domyśle postawi RPP w bardziej komfortowej sytuacji); 4) na kolejne decyzje Rady wpływ mogą mieć wyniki marcowej projekcji inflacyjnej.

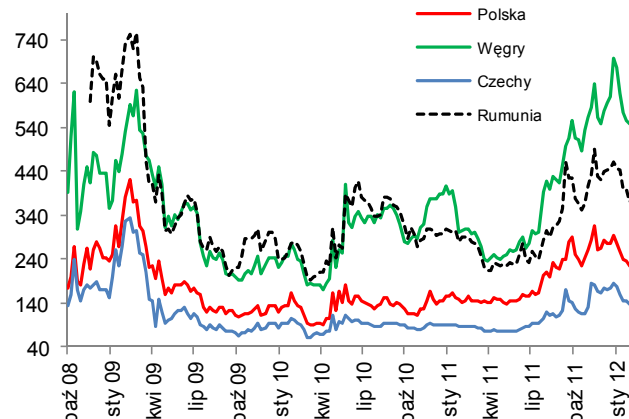
Już po publikacji danych o produkcji przemysłowej kilku członków RPP (m.in. A. Bratkowski) sugerowało w wywiadach, że ryzyko podwyżek stóp procentowych jest wciąż wysokie. Najprawdopodobniej decyzje władz monetarnych będą uzależnione od napływających danych, w tym zarówno danych o inflacji oraz o PKB. Jeżeli nasze oczekiwania dotyczące wyraźnego spadku inflacji oraz wyhamowania wzrostu gospodarczego okażą się słuszne, stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do połowy roku, a w drugim półroczu powstanie nawet przestrzeń do stopniowych obniżek. Naszym zdaniem, wbrew deklaracjom RPP zacieśnienie monetarne w najbliższych miesiącach byłoby błędem, szczególnie biorąc pod uwagę perspektywę spadku CPI oraz oznaki pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Dodatkowo, w obliczu rosnącej płynności na rynkach finansowych i obniżek stóp w krajach rozwiniętych i rozwijających się, zacieśnienie monetarne w kraju mogłoby zaowocować dodatkowym napływem kapitału i umocnieniem złotego, grożąc głębszym spowolnieniem gospodarczym.

Wykres 16. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



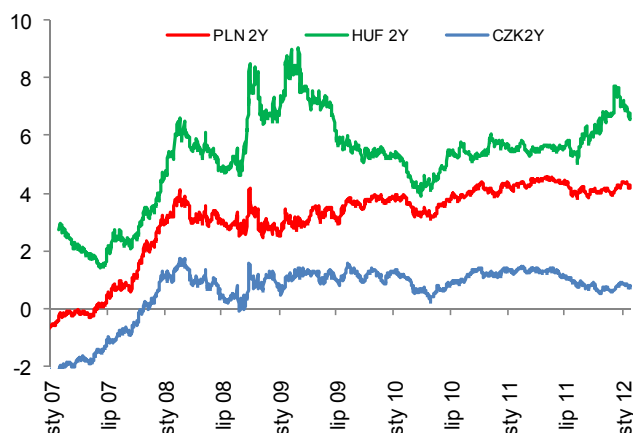
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Stawki CDS (5-letnie)



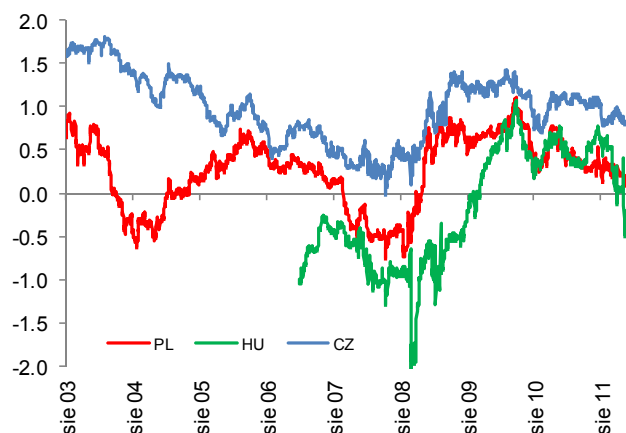
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



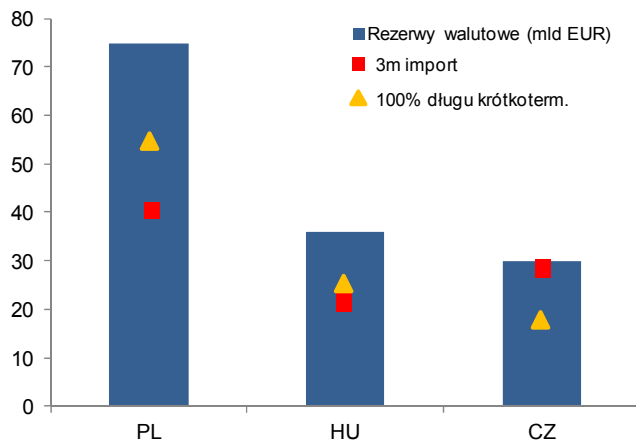
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



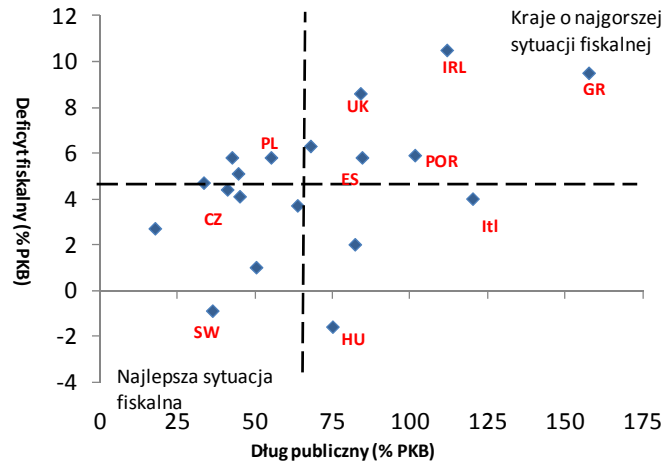
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 21. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)

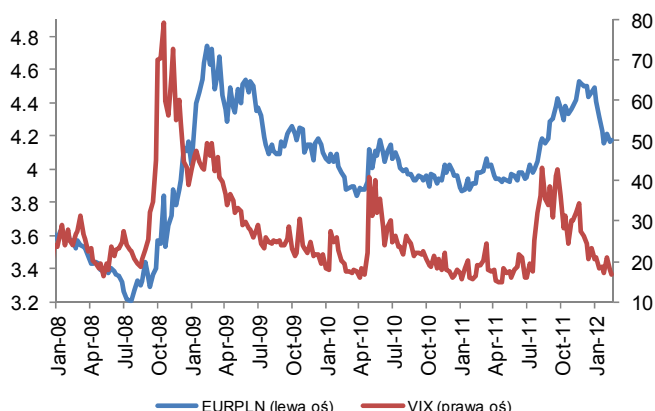


Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

Złoty pod wpływem wzrostu apetytu na ryzyko

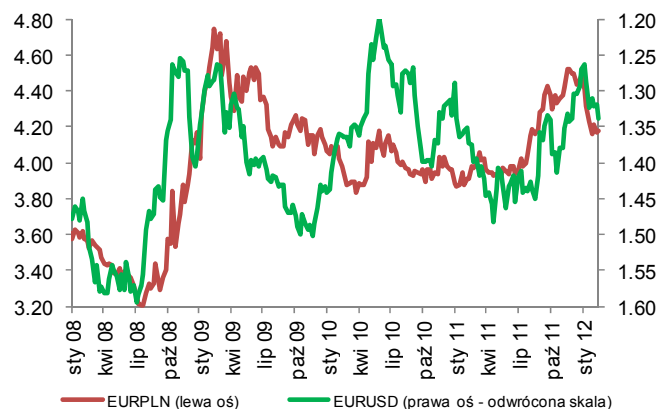
Wzrost apetytu na ryzyko przyczynił się do wyraźnego umocnienia złotego od początku roku. W styczniu apetyt na ryzyko zaczął się poprawiać w związku z wzrostem płynności na światowych rynkach finansowych po grudniowej operacji LTRO Europejskiego Banku Centralnego, a także w związku ze zmniejszeniem obaw o sytuację zadłużeniową krajów strefy euro. Wsparciem dla ryzykownych aktywów był także łagodny ton komunikatu oraz projekcji PKB amerykańskiego banku centralnego oraz zapowiedź, że stopy procentowe w USA pozostaną na obniżonym poziomie do końca 2014 r. Te czynniki doprowadziły do odreagowania euro do dolara do ponad 1,32 z nieco ponad 1,26. Pozytywnie na złoto wpływała także większa skłonność rządu węgierskiego do ustępstw w rozmowach z Komisją Europejską oraz MFW. Bardziej ugodowy ton premiera Orbana przyczynił się do znacznego odreagowania forinta, co wsparło złoto. Kurs EUR/PLN obniżył się w połowie lutego do ok. 4,15 z ok. 4,50 na koniec ubiegłego roku oraz 4,35-4,40 w połowie stycznia.

Wykres 22. Umocnienie złotego wsparte przez spadek globalnej zmienności (EUR/PLN vs. indeks zmienności S&P 500 - VIX).



Źródło: Reuters

Wykres 23. ... oraz umocnienie euro do dolara.



Źródło: Reuters

Złoty może utrzymywać się na mocnych poziomach w pierwszej połowie roku, choć kolejne miesiące mogą przynieść lekką korektę. Nie oczekujemy w najbliższej przyszłości zacieśnienia warunków monetarnych przez główne banki centralne, co powinno naszym zdaniem wpływać pozytywnie na apetyt na ryzyko oraz negatywnie na dolara. To z kolei powinno przyczyniać się do utrzymania kursów walut rynków wschodzących na mocnych poziomach. W drugiej części roku sądzimy, że oczekiwane przez nas obniżki stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny (o 50 pb do końca roku) będą oddziaływały w kierunku niższego kursu EUR/USD. Jednocześnie negatywnie na perspektywy kształtowania się apetytu na ryzyko będą oddziaływały ryzyka spowolnienia gospodarczego w USA oraz w Chinach jak również niepewna sytuacja geopolityczna na Bliskim Wschodzie. Kolejnym czynnikiem, który może negatywnie wpływać na nastroje rynkowe jest możliwy powrót obaw o sytuację zadłużenia krajów strefy euro w przypadku problemów z implementacją programów oszczędnościowych w Grecji i niespełnienia wymogów Komisji Europejskiej oraz MFW, szczególnie w związku z

niepewnością związaną z kwietniowymi wyborami parlamentarnymi w Grecji.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	23/02/2012	I kw. '12	II kw. '12	III kw. '12	IV kw. '12
USD/PLN	3,1380	3,11	3,09	3,19	3,29
EUR/PLN	4,1810	4,14	4,11	4,15	4,18
GBP/PLN	4,9325	4,93	4,95	5,06	5,16
CHF/PLN	3,4676	3,42	3,40	3,43	3,43

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Oczekujemy spadku stóp i wystromienia krzywej

W ostatnich tygodniach nie doszło do znaczących zmian rentowności obligacji ani stóp swap. Mimo niższego od oczekiwań odczytu inflacji za styczeń oraz umocnienia złotego ton komentarzy członków RPP pozostał stosunkowo jastrzębi, co ograniczało oczekiwania na obniżki stóp procentowych. Krzywa IRS pozostała niemal płaska przy stopie IRS na poziomie ok. 4,80-4,85%. Spread asset swap (różnica między rentownościami obligacji i stopami IRS) dla 2-letniego tenoru pozostał ujemny na poziomie ok. -16 pb a dla 10-letniego tenoru obniżył się z 80 pb do 70 pb.

Tabela 3. Rynkowe stopy procentowe

	23-lut-12	1M (zmiana pb)	YTD (zmiana pb)	2011 (zmiana pb)
FRA3x6	4.97	3	3	68
FRA6x9	4.88	9	13	20
FRA9x12	4.78	10	13	-11
IRS 2-letni	4,85	6	10	-11
IRS 5-letni	4,83	6	0	-63
IRS 10-letni	4,88	1	-9	-64
Spread IRS 10-2	3	-5	-19	-53
Rentowność 2-letnich obligacji	4,69	0	-13	-13
Rentowność 5-letnich obligacji	4,99	-16	-31	-34
Rentowność 10-letnich obligacji	5,55	7	-22	-18

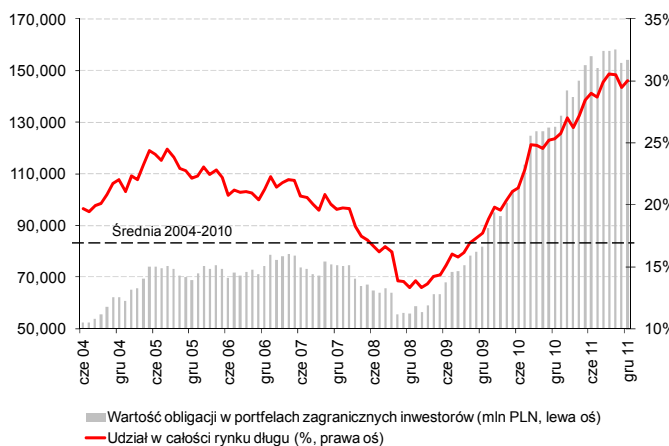
Źródło: Reuters

Oczekiwane przez nas obniżki stóp procentowych przynajmniej o 50 pb w II połowie tego roku powinny oddziaływać w kierunku obniżenia stóp swap oraz rentowności na krótkim końcu krzywej. To powinno zaowocować wystromieniem się krzywej stóp procentowych. Poprawa apetytu na ryzyko, obniżki stóp procentowych oraz nadpłynność sektora bankowego może przyczyniać się do dalszego obniżania się spreadu asset swap na krótkim końcu krzywej.

Długi koniec krzywej rentowności obligacji powinien być pod pozytywnym wpływem zacieśnienia fiskalnego planowanego przez rząd. Jednak jeśli w obliczu spadku poparcia dla partii rządzącej reformy zapowiedziane przez rząd nie zostałyby wdrożone w całości, a skala zacieśnienia fiskalnego okazałaby się mniejsza niż zapowiadano wówczas reakcja rynku długu mogłaby być negatywna. Ryzyka dla rynku długu stwarzałoby także ewentualne większe od oczekiwań osłabienie złotego w dalszej części roku.

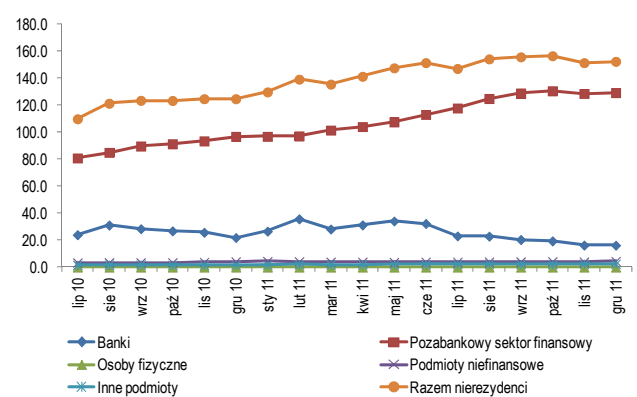
Tempo realizacji potrzeb pożyczkowych potwierdza brak problemów Ministerstwa Finansów z plasowaniem długu. Resort finansów zrealizował ok. 40% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok na poziomie 176 mld zł, w porównaniu do 33% w analogicznym okresie 2011. Z tego 18% zostało prefinansowanych już pod koniec 2011 r. Wysoki popyt na aukcjach obligacji i brak problemów z plasowaniem długu nawet w okresach wzmózonego napięcia na rynkach długu krajów peryferyjnych strefy euro sugeruje, że resort finansów nie powinien mieć problemów z finansowaniem potrzeb pożyczkowych. Mimo to naszym zdaniem resort finansów będzie chciał możliwie szybko sfinansować zdecydowaną część całkowitych potrzeb.

Wykres 24. Udział inwestorów zagranicznych w całości rynku długu wciąż wysoki.



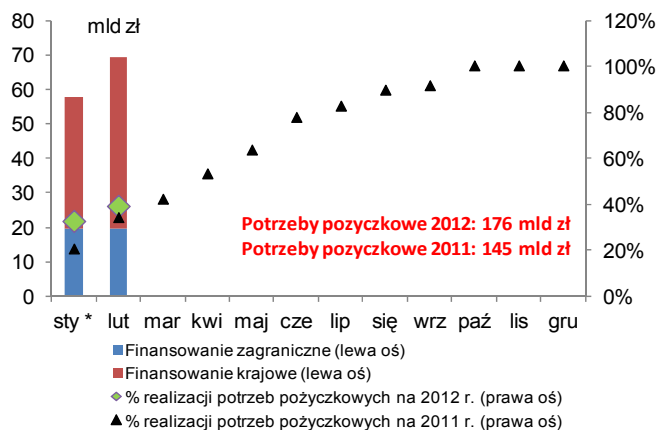
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 25. W grudniu zagraniczne fundusze powróciły na rynek krajowych obligacji.



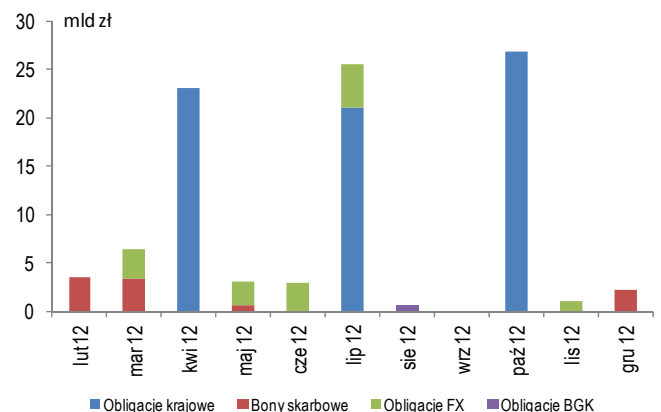
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 26. Realizacja potrzeb pożyczkowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Wykres 27. Profil zapadalności papierów skarbowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2011												2012
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	10.3	10.5	6.8	6.7	7.8	2.0	1.8	7.9	7.4	6.5	8.7	7.7	9.0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-6.3	3.3	15.2	-9.3	2.7	1.0	-6.0	4.1	12.6	-2.4	0.7	-4.9	-5.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	11.5	11.1	7.4	7.3	8.2	1.9	2.3	9.0	8.3	7.1	9.5	8.6	10.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	11.0	18.7	24.2	15.6	23.9	17.0	16.5	10.8	18.1	8.9	13.0	14.6	32.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	5.8	12.2	9.4	18.6	13.8	10.9	8.2	11.3	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3
Stopa bezrobocia (%)	13.1	13.4	13.3	12.8	12.4	11.9	11.8	11.8	11.8	11.8	-	12.1	12.1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.8	4.1	4.0	3.9	3.6	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.6	3.6	4.3	4.5	5.0	4.2	4.1	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1
Inflacja (% m/m)	1.2	0.2	0.9	0.5	0.6	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	6.2	7.5	9.5	8.8	6.3	5.6	5.9	6.8	8.4	8.5	8.9	8.2	8.0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.4	1.2	1.6	0.7	-0.3	0.3	0.4	0.6	1.7	0.1	0.7	0.4	0.2
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	5.0	4.1	4.0	5.9	4.1	5.8	5.2	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,313	-714	-1,107	-1,149	-182	-2,023	-1,962	-1,428	-1,346	-1,546	-1,034	-1,337	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.7	-4.9	-4.8	-4.8	-4.7	-4.9	-4.9	-4.7	-4.7	-4.6	-4.2	-4.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-504	-702	-687	-1004	-932	-1203	-1290	-1036	-387	-671	-749	-1076	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	10,561	11,034	12,185	11,484	12,104	11,680	10,821	11,308	12,216	12,061	11,986	10,596	-
Eksport (% r/r)	21.0	17.6	12.5	11.2	18.1	7.2	4.8	14.1	4.9	4.6	7.3	5.0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	11,065	11,736	12,872	12,488	13,036	12,883	12,111	12,344	12,603	12,732	12,735	11,672	-
Import (% r/r)	23.9	19.4	10.6	16.1	19.4	12.9	8.9	11.6	3.6	3.7	2.3	2.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	-1.9	8.3	10.9	9.4	7.7	7.2	7.4	8.8	10.2	10.5	11.8	12.5	13.7
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	0.6	9.7	10.8	11.3	9.8	9.2	9.8	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-7.3	8.9	7.3	9.2	8.2	5.5	6.1	7.2	9.1	8.6	13.5	12.1	12.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-0.8	13.7	13.3	12.4	12.2	9.4	13.7	12.1	14.5	14.5	13.3	11.9	11.1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	0.7	0.4	3.6	5.8	5.4	6.4	9.1	9.6	12.6	12.5	13.3	13.3	13.3
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
WIBOR 3M (średnio)	4.01	4.10	4.18	4.27	4.38	4.57	4.70	4.71	4.73	4.78	4.87	4.96	4.99
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.09	4.15	4.19	4.30	4.45	4.69	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.29	4.51	4.46	4.54	4.58	4.64	4.62	4.56	4.48	4.45	4.79	4.55	4.51
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.00	5.10	5.06	5.03	4.92	4.89	4.76	4.49	4.47	4.58	4.87	4.78	4.70
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.71	5.78	5.73	5.77	5.49	5.42	5.32	5.16	5.10	5.10	5.29	5.33	5.00
EUR/PLN (koniec okresu)	3.89	3.91	4.01	3.94	3.96	3.99	4.01	4.14	4.41	4.34	4.55	4.41	4.23
USD/PLN (koniec okresu)	2.91	2.87	2.82	2.65	2.75	2.75	2.81	2.87	3.26	3.10	3.42	3.41	3.20
EUR/USD (koniec okresu)	1.34	1.36	1.42	1.49	1.44	1.45	1.43	1.44	1.35	1.40	1.33	1.29	1.32
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	2.8	14.3	17.3	21.6	23.7	20.4	21.1	20.7	21.9	22.5	21.6	25.1	5.3
Def. budżetowy kum. (% planu)	6.9	35.9	43.1	53.8	59.0	50.7	52.5	51.6	54.5	56.1	53.6	62.4	15.1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	304	342	426	533	433	469	519	511
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,413	1,535	1,622
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,274	13,580	13,368
Populacja (mln)	38.2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.2	38.2	38.2
Stopa bezrobocia (%)	18.2	14.9	11.2	9.5	11.9	12.2	12.5	12.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.6	6.2	6.8	5.1	1.6	3.8	4.3	2.1
Inwestycje (% r/r)	6.5	14.9	17.6	9.6	-1.2	9.3	10.3	-0.4
Konsumpcja (% r/r)	2.7	5.2	4.6	6.1	2.0	3.5	2.1	1.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2.1	5.0	4.9	5.7	2.1	3.2	3.1	2.1
Eksport (% r/r)	8.0	14.6	9.1	7.1	-6.8	10.2	5.9	0.8
Import (% r/r)	4.7	17.3	13.7	8.0	-12.4	10.7	4.8	-1.1
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0.5	1.4	3.9	3.4	3.7	3.1	4.6	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.1	1.1	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.5
Płace nominalne (% r/r)	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	4.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	3.75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	3.95
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	5.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	3.41	3.29
USD/PLN (Średnia)	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	2.97	3.21
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	4.41	4.18
EUR/PLN (Średnia)	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-21.2	-15.3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.1	-3.2
Saldo handlu zagranicznego	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.4	-8.5
Eksport	96.5	117.4	145.3	178.7	142.1	165.9	192.3	164.5
Import	99.2	124.5	162.4	204.7	146.4	177.7	206.7	173.0
Saldo usług	0.7	0.7	4.8	5.0	4.8	3.1	6.8	6.4
Saldo dochodów	-6.7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-19.4	-18.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7.0	10.7	18.0	10.3	8.8	3.4	11.0	12.0
Rezerwy międzynarodowe	42.2	48.2	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	94.0
Amortyzacja	30.1	23.5	30.2	32.4	24.6	32.1	40.7	41.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.1	-3.6	-1.9	-3.6	-7.2	-7.9	-5.1	-3.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.2	-0.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.5	47.8	44.9	46.9	49.8	52.8	53.2	52.8
Dług krajowy	34.5	35.6	34.3	34.8	36.8	39.4	38.3	38.3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3.8	4.3	2.1	2.8	3.1	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.6	4.3	3.5	2.6	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.1	-3.2	-4.0	-5.2	-5.5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	4.50	3.75	3.75	4.75	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.96	3.41	3.29	3.05	2.95	2.91
USD/PLN (Średnia)	3.02	2.97	3.21	3.21	2.99	2.93
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.41	4.18	3.94	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.12	4.20	4.08	3.92	3.90

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

Teksty dotyczące Polski oraz Węgier są przygotowywane przez Piotra Kalisza oraz Cezarego Chrapka (Warszawa)

Autorem tekstu dotyczącego Czech (w wersji angielskiej) jest Jaromir Sindel (Praga)

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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