

CitiMonthly - Polska

W skrócie

- W lipcu RPP złagodziła swój komunikat, jednak naszym zdaniem nie musi to oznaczać szybkich obniżek stóp procentowych.
- Członkowie RPP zwracają uwagę na poziom realnych stóp, próbując utrzymywać je powyżej zera. Oczekujemy, że skłonność Rady do obniżek zwiększy się, gdy inflacja spadnie na tyle, by zapewnić wyraźnie dodatni poziom stóp realnych
- Oczekujemy, że do końca roku stopy procentowe pozostaną bez zmian, a w 2013 roku mogą zostać obniżone o 50-75 pb.
- Ostatnie dane makroekonomiczne potwierdzają, że polska gospodarka wchodzi w okres spowolnienia przejawiającego się niższą dynamiką aktywności w budownictwie, przetwórstwie oraz usługach.
- Realny wzrost płac wciąż oscyluje w pobliżu zera, a spadająca liczba nowych ofert pracy sugeruje, że w najbliższym czasie nie można spodziewać się wyraźnej poprawy na rynku pracy.
- Oczekujemy wyraźnego wzrostu inflacji w czerwcu (przynajmniej do 4,4%), po czym wskaźnik CPI najprawdopodobniej spadnie do poziomu celu RPP już na początku 2013.

Piotr Kalisz, CFA

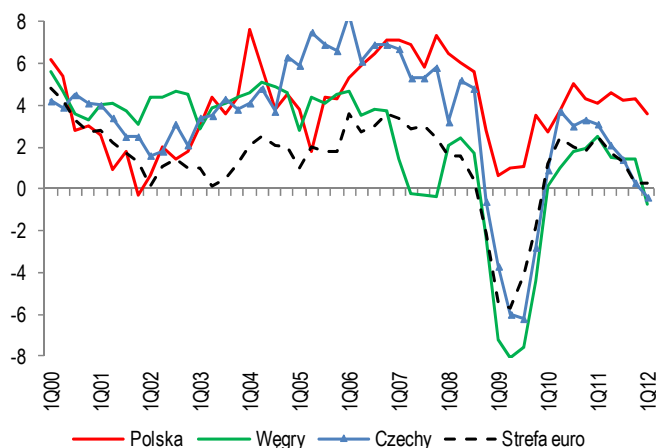
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

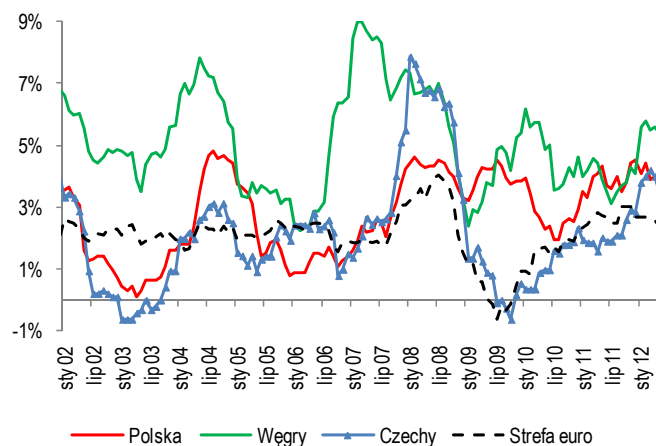
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



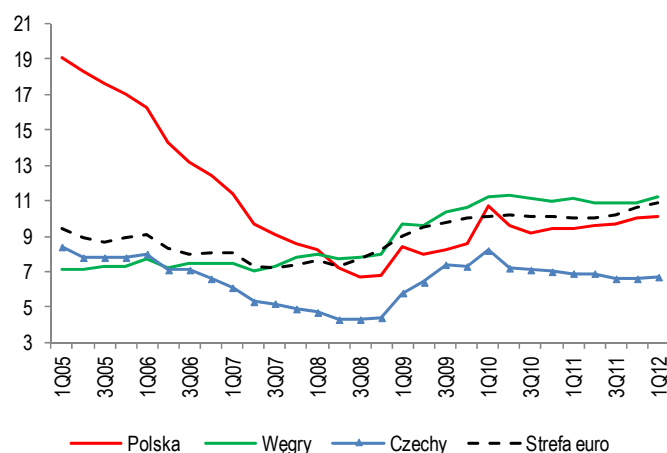
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



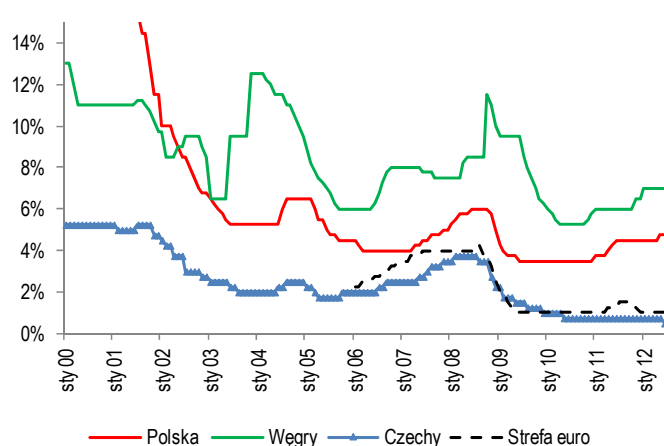
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	2.9	3.5	-2.9	43.9
Węgry	4.4	8.2	-2.5	78.5
Polska	4.0	5.7	-3.0	55.0
Rumunia	4.1	7.2	-2.8	34.6
Kryterium konwergencji	<u>3.1</u>	<u>5.8</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2012, przygotowane wiosną 2012.

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 Miesiąca

Obniżki tak, ale dopiero w 2013

- W lipcu RPP złagodziła swój komunikat, jednak naszym zdaniem nie musi to oznaczać szybkich obniżek stóp procentowych.
- RPP zwraca uwagę na poziom realnych stóp, próbując utrzymywać je powyżej zera. Oczekujemy, że skłonność RPP do obniżek zwiększy się, gdy inflacja spadnie na tyle, by zapewnić wyraźnie dodatni poziom stóp realnych
- Oczekujemy, że do końca roku stopy procentowe pozostaną bez zmian, a w 2013 roku mogą zostać obniżone o 50-75 pb.

Po kilku miesiącach zaostrzania tonu wypowiedzi i po majowej podwyżce stóp procentowych, w lipcu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Choć tym razem decyzja była zgodna z rynkowymi oraz naszymi oczekiwaniami, nie zmienia to faktu, iż tematy związane z polityką pieniężną pozostają bardzo wysoko na liście czynników zaprzatających uwagę inwestorów. Dlatego w najnowszym raporcie staramy się podsumować to co wiemy o sposobie podejmowania decyzji przez RPP, a następnie próbujemy wyciągnąć z tego wnioski dotyczące przyszłych zmian stóp procentowych. Szczerość wobec naszych czytelników wymaga przyznania, że zarówno my, jak i rynki finansowe, najprawdopodobniej wciąż wiemy na ten temat bardzo niewiele, a przynajmniej mniej niż chcielibyśmy. Niewątpliwie w naszych prognozach nie spodziewaliśmy się (podobnie zresztą jak znaczna część inwestorów) podwyżki stóp w maju. Z kolei Ci inwestorzy, którzy spodziewali się majowej podwyżki oraz kolejnych podwyżek w nadchodzących miesiącach, zostali zapewne zaskoczeni przez nieco łagodniejszy ton komunikatu w lipcu. Niemniej naszym zdaniem warto jednak spróbować podsumować sposób działania RPP, gdyż wbrew pozorom daje on wskazówkę odnośnie przyszłych decyzji Rady.

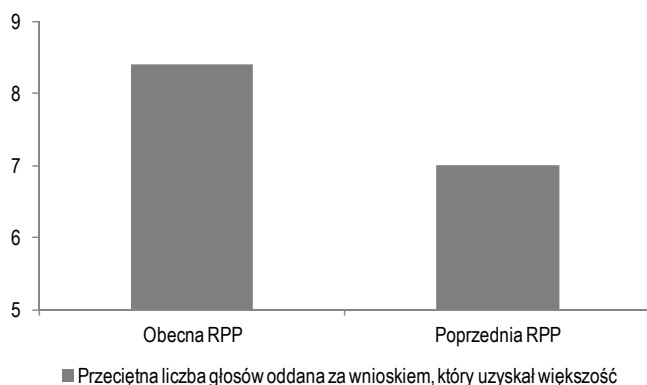
Spoglądanie wstecz

Po pierwsze, charakterystycznym elementem dla wielu członków RPP wydaje się skoncentrowanie na historycznych danych inflacyjnych (a nie na ich prognozach). Jest to zaskakująco powszechna cecha w RPP, gdyż znaczenie bieżącej lub przeszłej inflacji było wielokrotnie podkreślane przez wielu członków Rady. Najprawdopodobniej to upodobanie do spoglądania wstecz, a nie w przyszłość, może wynikać po prostu z faktu, że przedstawiciele władz monetarnych nie ufają wynikom modeli prognostycznych, a jednocześnie bardzo dosłownie traktują swój mandat antyinflacyjny. Taka postawa zdarzała się również w przypadku przedstawicieli władz monetarnych innych kadencji, a więc nie jest zupełnie nowa. Niemniej fakt, że tak wielu członków RPP jednocześnie opiera się w dużym stopniu na historycznych danych może być zaskakujący dla inwestorów, którzy zazwyczaj zakładają, że bankierzy centralni kładą nacisk na przyszłość, a nie przeszłość.

Preferencja dla większych koalicji

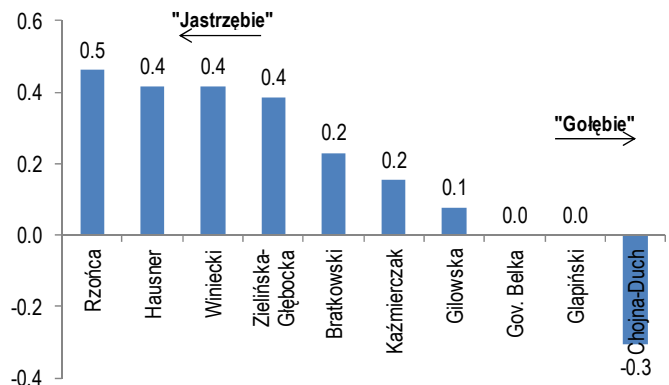
Po drugie, w przeciwieństwie do poprzednich kadencji, obecnie Rada Polityki Pieniężnej wydaje się preferować decyzje podejmowane znaczną większością głosów. Spoglądając na sposób głosowania RPP od początku 2011 roku (gdy rozpoczął się cykl podwyżkowy), decyzje były podejmowane przeciętnie większością 8,4 głosów. W przypadku poprzedniej RPP bilans głosów bywał bardziej wyrównany i wynosił przeciętnie 7. Może to oczywiście oznaczać, że obecnie członkowie Rady wykazują się po prostu zbliżonymi preferencjami. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobne wyjaśnienie (i wskazywane przez samych przedstawicieli NBP) dotyczy jednak tego, że obecnie Radzie może po prostu bardziej zależeć na formułowaniu szerszych koalicji dla podejmowanych decyzji. A tym samym ostateczne decyzje oraz ich moment mogą zależeć nie tylko od kształtowania się danych makroekonomicznych, lecz również od wewnętrznej dynamiki dyskusji w RPP oraz tempa w jakim formułowane są porozumienia.

Wykres 5. RPP obecnie podejmuje decyzje w oparciu o szerszy konsensus, sięgający przeciętnie 8,4 głosów



Źródło: Citi Handlowy.

Wykres 6. Indeks preferencji członków RPP pokazuje, że podział na „gołębi”/„jastrzębi” nie ma większego sensu



Źródło: Citi Handlowy.

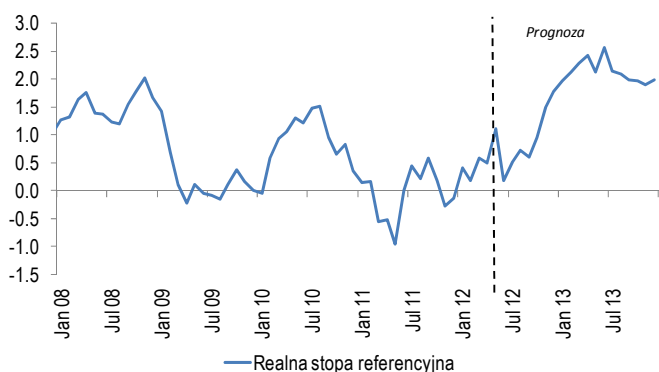
Co to oznacza? Jeżeli powyższe argumenty są słuszne, to tradycyjne podziały członków RPP na obozy "jastrzębi" oraz "gołębi" nie mają większego sensu. Wskazuje na to na przykład wykres 6, który przedstawia tradycyjnie stosowany indeks mierzący nastawienie członków RPP na podstawie ich historycznych głosowań. Jak widać umiejscowiłby on na przykład prof. Kaźmierczaka w grupie członków RPP o „umiarkowanych” poglądach, mimo że w ostatnich miesiącach systematycznie dawał się poznać jako zwolennik bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej. Naszym zdaniem zamiast starać się dokonać podziału w RPP na jastrzębi oraz gołębi, warto zwrócić uwagę na główne czynniki i zagrożenia pozostające w sferze zainteresowań poszczególnych członków RPP. Ich analiza może bowiem stanowić podpowiedź odnośnie szans zmiany retoryki władz monetarnych.

Szukając punktów wspólnych

Cechą wspólną dla wielu członków Rady Polityki Pieniężnej jest to, iż zależy im na utrzymaniu dodatnich realnych stóp procentowych. Argument ten jest na tyle istotny, że część bankierów centralnych najwidoczniej chce za wszelką cenę uniknąć nawet przejściowego, choćby jednomiesięcznego, spadku stóp realnych poniżej zera. W swoich

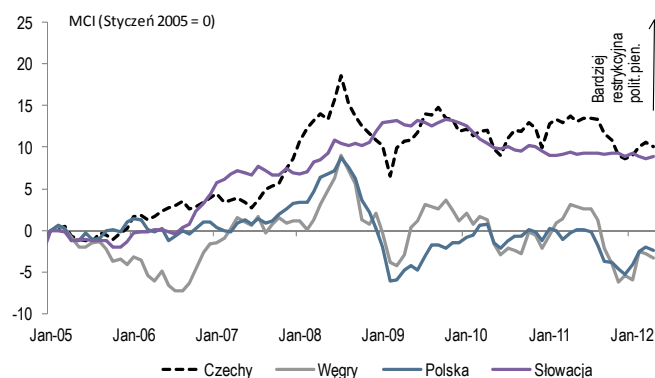
wypowiedziach szczególną wagę do tych argumentów wydaje się przywiązywać A. Kaźmierczak, jednak podobne głosy płyną również z innych stron. Inni członkowie używają co prawda nieco innych argumentów i podkreślają na przykład znaczenie utrzymywania stóp procentowych na poziomie stymulującym oszczędności, jednak w praktyce sprowadza się to do tej samej zasady. Jeżeli bieżąca inflacja rośnie, stopy procentowe powinny wzrosnąć w ślad za nią. W mniejszości wydają się być przedstawiciele RPP preferujący bardziej elastyczne podejście, koncentrujący się zarówno na przyszłej inflacji, jak i zwracający uwagę na skalę zagrożeń dla wzrostu gospodarczego. Ta grupa jest gotowa zaakceptować dłuższy okres podwyższonej inflacji, jeżeli skala spowolnienia gospodarczego wskazuje na przyszły spadek inflacji do akceptowalnych poziomów. Naszym zdaniem rynki finansowe wydają się rozumieć te argumenty lepiej, niż argumenty podnoszone przez zwolenników dodatnich realnych stóp procentowych.

Wykres 7. Gdyby stopa referencyjna pozostała bez zmian, stopa realna wzrosłaby do ponad 2,5% w 2013



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 8. Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI)



Źródło: Reuters, Haver, Citi Handlowy.

Co to oznacza dla przyszłych decyzji?

1. Dopóki inflacja pozostaje wysoka, w RPP zapewne nie znajdzie się większość gotowa ciąć stopy, nawet w scenariuszu spowolnienia gospodarczego. Po pierwsze osoby traktujące swój mandat dosłownie nie będą chciały rozluźniać polityki pieniężnej. Po drugie Ci członkowie Rady, dla których realne stopy są w centrum uwagi również będą głosować przeciw obniżkom. Innymi słowy do końca roku nie należy liczyć na rozluźnienie polityki pieniężnej.

2. Spodziewamy się spadku inflacji do około 2,5% w pierwszych miesiącach 2013. Oznacza to automatyczny wzrost realnej stopy referencyjnej o 1-2 punkty procentowe w stosunku do obecnych poziomów, co powinno otworzyć przestrzeń do złagodzenia polityki pieniężnej w przyszłym roku. Dodatkowym argumentem, choć nie kluczowym dla RPP, będą oznaki spowolnienia gospodarczego, które powinny się do tego czasu zmaterializować.

3. Sam fakt luzowania polityki pieniężnej przez EBC będzie miał bardzo ograniczony wpływ na decyzje RPP. Część członków Rady odżegnuje się od teorii o powiązaniu polityki pieniężnej w kraju z polityką w strefie euro.

Co więcej, jak pokazują dane, historycznie powiązanie decyzji EBC oraz NBP było raczej słabe. Dlatego naszym zdaniem automatyczne uogólnianie decyzji zagranicznych banków centralnych na Polskę nie wydaje się uzasadnione.

Podsumowując, biorąc pod uwagę nasz scenariusz makroekonomiczny oraz ostatnie komentarze członków RPP oczekujemy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca bieżącego roku, a retoryka władz monetarnych będzie łagodzona bardzo powoli. Naszym zdaniem inflacja spadnie do niskiego poziomu (około 2,5%) na początku 2013 roku, co doprowadzi do istotnego wzrostu realnych stóp procentowych. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w przyszłym roku RPP może obniżyć podstawową stopę o przynajmniej 50pb.

Gospodarka w skrócie

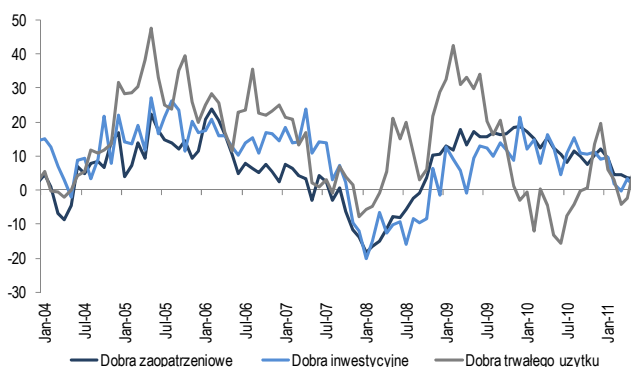
Kolejne oznaki spowolnienia

- Ostatnie dane makroekonomiczne potwierdzają, że polska gospodarka wchodzi w okres spowolnienia przejawiającego się niższą dynamiką aktywności w budownictwie, przetwórstwie oraz usługach.
- Realny wzrost płac wciąż oscyluje w pobliżu zera, a spadająca liczba nowych ofert pracy sugeruje, że w najbliższym czasie nie można spodziewać się wyraźnej poprawy na rynku pracy.
- Oczekujemy wyraźnego wzrostu inflacji w czerwcu (przynajmniej do 4,4%), po czym wskaźnik CPI najprawdopodobniej spadnie do poziomu celu RPP już na początku 2013 r.

Słabną dotychczasowe motory wzrostu

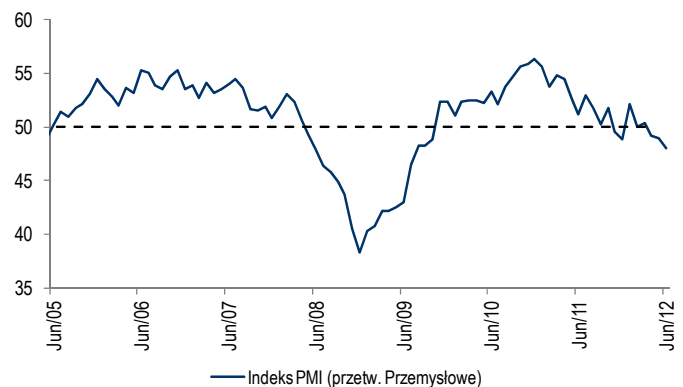
Miesiąc temu nasz raport rozpoczynaliśmy od stwierdzenia, że „*Maj był kolejnym miesiącem, który przyniósł oznaki wyraźnego spowolnienia w polskiej gospodarce*”. Najnowsze dane pokazują jednak, że podobnymi słowami moglibyśmy rozpocząć również niniejsze wydanie CitiMonthly. Aktywność w przemyśle oraz budownictwie utrzymała się bowiem na niskim poziomie, świadczącym o wyhamowaniu dynamiki wzrostu w kraju. Produkcja przemysłowa wzrosła w maju o 4,6% r/r i choć wynik ten był nieco wyższy niż 2,9% w kwietniu, przyspieszenie było związane przede wszystkim z różnicą w liczbie dni roboczych. Po wyeliminowaniu różnic w czasie pracy produkcja przemysłowa wyhamowała bowiem do 3,1% r/r z 4,9% r/r. Słabnący trend produkcji przemysłowej (Wykres 9) jest spójny z wskazaniami indeksów koniunktury dla polskiego sektora przetwórstwa przemysłowego. Wskaźnik PMI w czerwcu spadł bowiem do najniższego od 35 miesięcy poziomu i wyniósł 48 punktów (wartości poniżej bariery 50 oznaczają spadek aktywności przetwórczej). Tak niskie wyniki to efekt zarówno spadku komponentu produkcji, jak i krajowych oraz eksportowych zamówień.

Wykres 9. Produkcja przemysłowa (% r/r)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

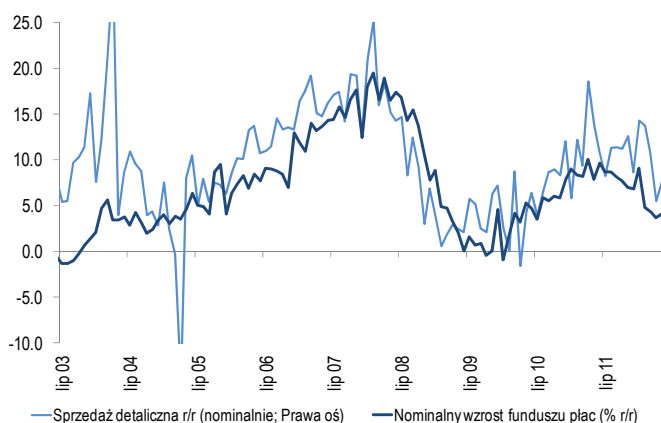
Wykres 10. Indeks PMI dla Polski



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

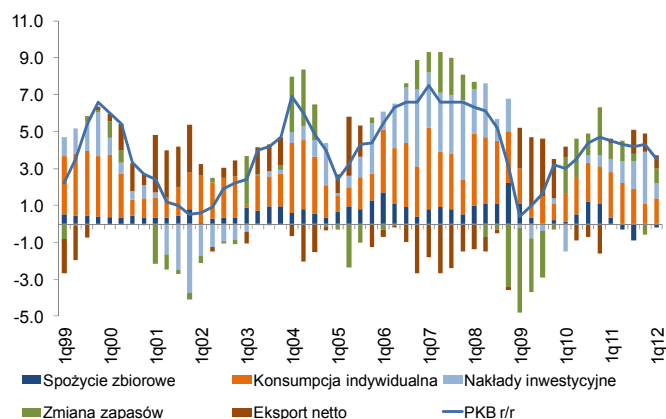
Różnica w liczbie dni roboczych odpowiadała również za przyspieszenie dynamiki sprzedaży detalicznej. W ujęciu nominalnym sprzedaż wzrosła o 7,7% r/r w maju, wobec 5,5% w kwietniu, jednak wynik ten był wyraźnie słabszy niż 12,9% odnotowane przeciętnie w pierwszym kwartale roku. Tak jak sygnalizowaliśmy w poprzednich miesiącach dane publikowane przez GUS dotyczące sprzedaży detalicznej nie są reprezentatywne, gdyż pokazują aktywność większych sklepów, a pomijają mniejsze punkty handlowe. Bardziej przydatne dane o sprzedaży we wszystkich (małych i dużych) sklepach pochodzą z Eurostat i wskazują na spadek sprzedaży w ujęciu realnym o 1,1% r/r w maju.

Wykres 11. Sprzedaż detaliczna (w dużych sklepach) oraz fundusz płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Wzrost gospodarczy oraz kontrybucja do wzrostu



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

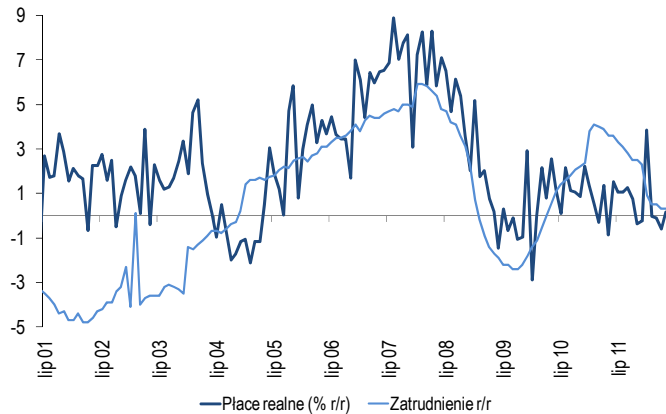
Dostępne dane miesięczne pozostają spójne z naszym scenariuszem wyraźnego spowolnienia w polskiej gospodarce. Wzrost zaczął wyhamowywać już w 1Q i oczekujemy, że tendencje te będą kontynuowane w kolejnych kwartałach. Przyczynia się do tego stopniowe wyczerpanie dotychczasowych motorów wzrostu (inwestycje publiczne oraz konsumpcja indywidualna), a także pogorszenie koniunktury w strefie euro, które przekłada się na pogorszenie perspektyw dla inwestycji sektora prywatnego. Podtrzymujemy nasz pogląd, że wzrost PKB w 2H 2012 może wyhamować do około 2%, wobec ponad 4% w 2013 roku. Wynik ten byłby zapewne wciąż wyraźnie lepszy od wzrostu w większości gospodarek europejskich, jednak byłaby to wyraźna zmiana, szczególnie z punktu widzenia polityki gospodarczej. W całym bieżącym roku oczekujemy wzrostu gospodarczego na poziomie około 2,7%, a w przyszłym roku na poziomie około 2,4%.

Inflacja najpierw wzrośnie aby wyraźnie spaść

Informacje napływające z rynku pracy bynajmniej nie przyniosły żadnego przełomu. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło nominalnie w czerwcu o 3,8% r/r, a w ujęciu realnym (tj. po skorygowaniu o inflację) zwiększyło się zaledwie o 0,3% r/r. W tym samym okresie zatrudnienie wzrosło o 0,3% r/r. Biorąc pod uwagę jednocześnie spadek liczby ofert pracy oraz wzrost liczby nowych bezrobotnych, naszym zdaniem można oczekiwać, że kolejne miesiące przyniosą dodatkowe stopniowe pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Potwierdzają to również najnowsze sygnały o problemach firm z sektora budowlanego, w którym pracuje ponad 500 tys. osób. Biorąc to pod uwagę, spodziewamy się, że w

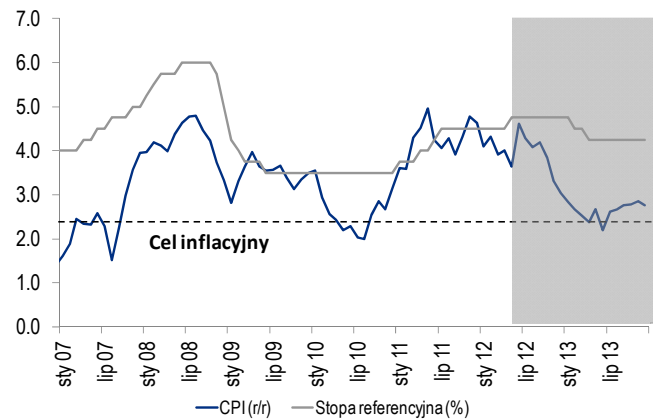
drugiej połowie roku zatrudnienie spadnie w porównaniu z analogicznym okresem 2011.

Wykres 13. Place realne oraz zatrudnienie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Prognoza inflacji



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

Pogarszająca się sytuacja na rynku pracy oraz wyhamowanie konsumpcji zapowiadają osłabienie presji cenowej w najbliższych miesiącach. W maju inflacja spadła do 3,6% r/r z 4% w kwietniu, do czego przyczyniła się między innymi wyjątkowo słaba dynamika cen w kategorii „odzież i obuwie” oraz „rekreacja i kultura”. Po spadku w maju, czerwiec najprawdopodobniej przyniesie ponowny wzrost CPI w okolicach 4,4-4,6% r/r. Jeżeli nasze oczekiwania potwierdziłyby się, byłby to wynik wyraźnie wyższy od oczekiwań rynkowych (ankieta Parkietu: 4,1%), co mogłoby się odbić na oczekiwaniach rynkowych na podwyżki stóp procentowych. Niemniej w naszej ocenie czerwcowy wzrost inflacji zapewne będzie związany z czynnikami jednorazowymi (inny rozkład podwyżek cen żywności niż w ubiegłym roku, efekt Euro 2012) i zostanie odwrócony w kolejnych miesiącach. Oczekujemy, że w sierpniu inflacja powróci do 4% a pod koniec roku wyniesie około 3%. Podtrzymujemy również nasze oczekiwania dotyczące spadku inflacji do poziomu celu inflacyjnego RPP już na początku 2013 roku.

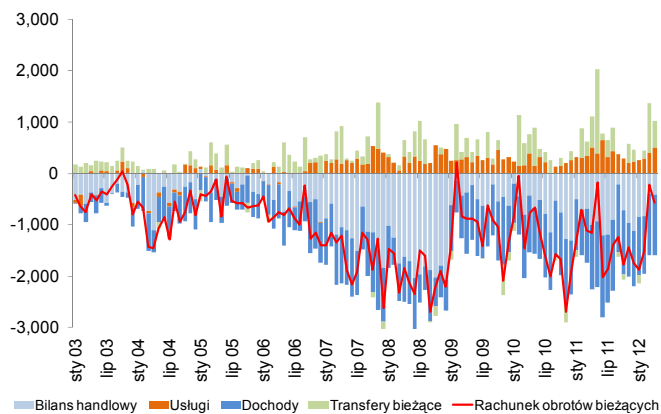
Wyhamowanie przepływów handlowych

W kwietniu deficyt obrotów bieżących wzrósł w kwietniu niemal do 0,6 mld € z nieco ponad 0,2 mld € w marcu. Deficyt wzrósł mniej niż zakładał konsensus za sprawą niższego deficytu handlowego (0,4 mld €) na któryłożyło się wyraźne wyhamowanie wzrostu eksportu (do 0,9% r/r z 5,9% r/r w marcu) oraz jeszcze głębsze wyhamowanie importu (do -3,9% r/r z 3,3% r/r w marcu). Ponadto pogorszenie na rachunku transferów zostało zniwelowane przez poprawę na rachunku usług.

Skumulowany dwunastomiesięczny deficyt obrotów bieżących obniżył się do 4,1% PKB z 4,3% w marcu. Sądzymy, że osłabienie popytu krajowego oraz słaby złoty doprowadzą do ograniczenia deficytu obrotów bieżących poniżej 4% PKB do końca roku. Warto także zwrócić uwagę, że w kwietniu doszło do dalszego wyraźnego spadku deficytu powiększonego o saldo błędów i opuszczeń w relacji do PKB do 5% z 5,8% w marcu oraz wobec lokalnego maksimum 7,6% PKB w kwietniu 2011. Jednocześnie jednak w kwietniu napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) był ujemny, a pokrycie deficytu obrotów bieżących napływem BIZ (ok. 19%)

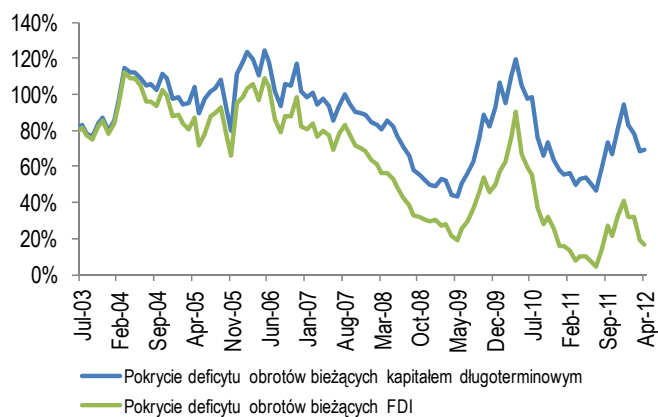
oraz napływem kapitału długoterminowego (69%) pozostaje na stosunkowo niskim poziomie. To sprawia, że złoty pozostaje wrażliwy na zmiany apetytu na ryzyko oraz wahania nastrojów inwestorów portfelowych.

Wykres 15. Saldo rachunku bieżącego – składowe



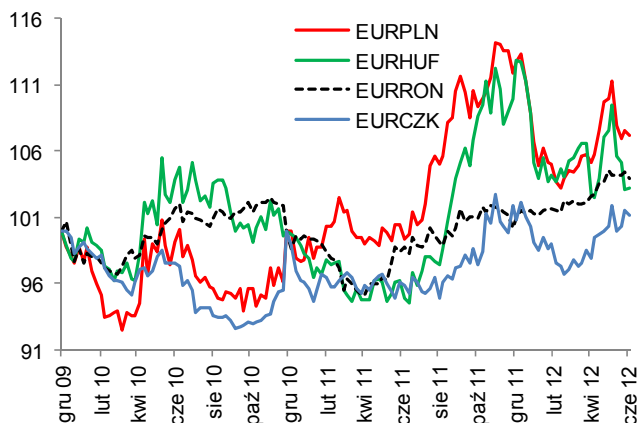
Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 16. Pokrycie deficytu w rachunku bieżącym napływem FDI



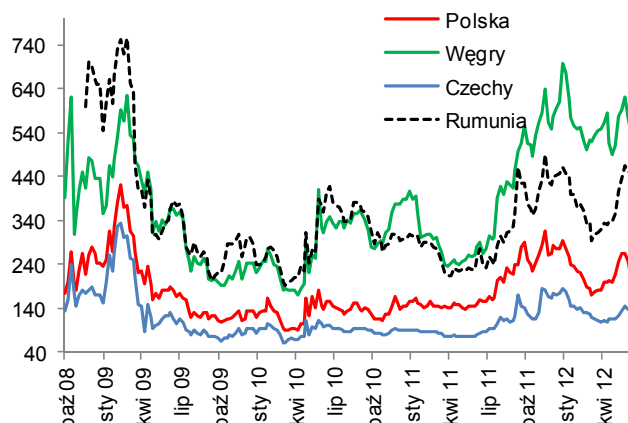
Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 17. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



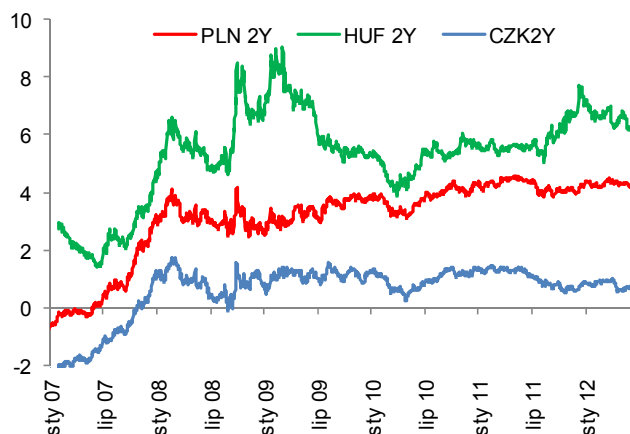
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Stawki CDS (5-letnie)



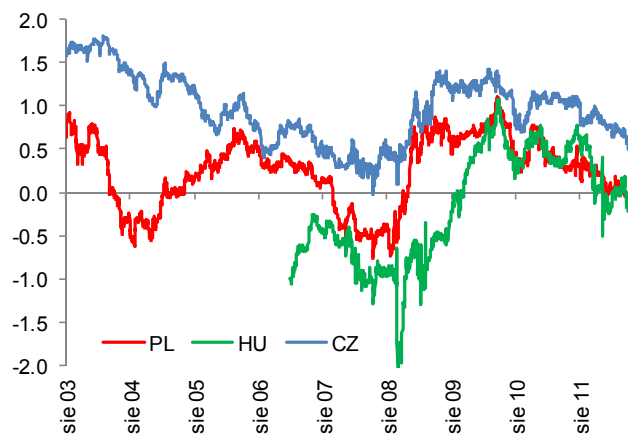
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



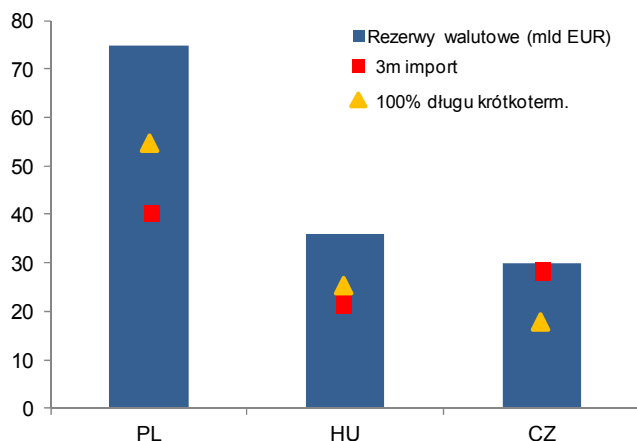
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



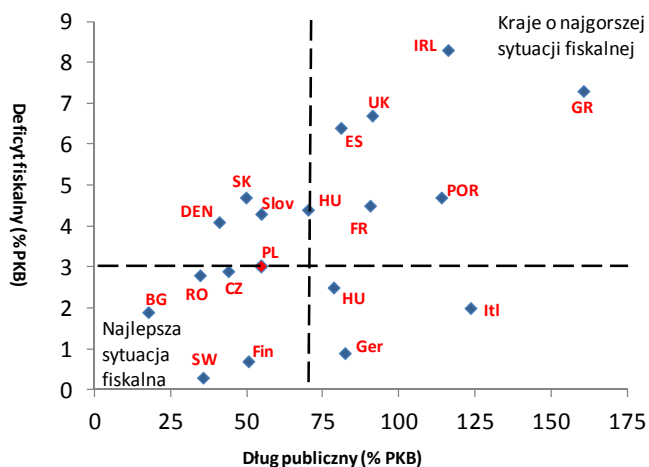
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 21. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 22. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)

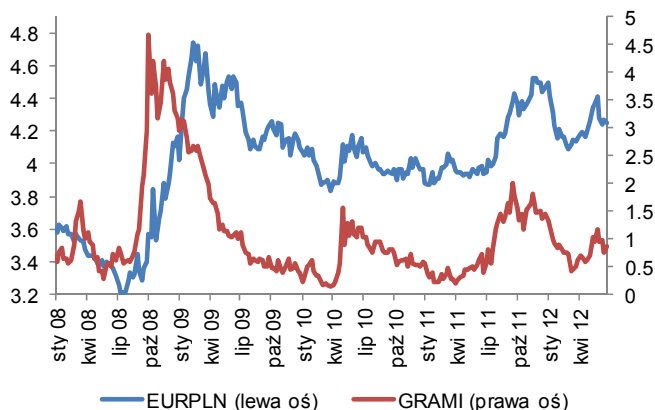


Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

Po znacznym umocnieniu możliwe osłabienie

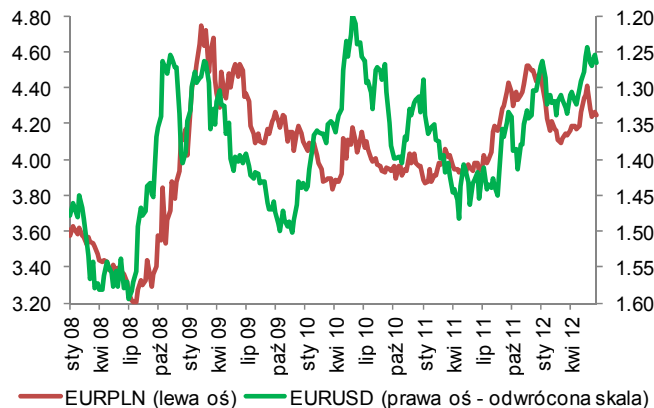
Po znacznej deprecjacji złotego w maju w reakcji na wzrost awersji do ryzyka związany z kryzysem zadłużenia w strefie euro w czerwcu doszło do odreagowania krajowej waluty. Jednym z pierwszych czynników, które poprawiły nastroje na rynkach w czerwcu była nieoczekiwana obniżka stóp procentowych przez Bank Chin. Niedługo potem apetyt na ryzyko wsparł dosyć łagodny ton Europejskiego Banku Centralnego, który sugerował dalsze poluzowanie polityki pieniężnej w niedługim czasie. Pogorszenie nastrojów w reakcji na obniżkę ratingów hiszpańskich banków i gorsze dane ze strefy euro i USA okazało się przejściowe. Później apetyt na ryzyko ponownie wzrósł po przyznaniu pomocy dla hiszpańskich banków w wysokości 100 mld € oraz po stosunkowo pozytywnym wyniku wyborów parlamentarnych w Grecji, które umożliwiły stworzenie większościowego rządu deklarującego wprowadzenie reform wymaganych przez pożyczkodawców. Na przełomie czerwca i lipca pozytywnie na złoto i nastroje na rynkach finansowych wpłynęły ustalenia ze szczytu unijnego oraz oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne.

Wykres 23. EUR/PLN vs. indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI.



Źródło: Reuters, Citi

Wykres 24. EUR/USD vs. EUR/PLN.



Źródło: Reuters

Oczekujemy stosunkowo mocnego złotego w krótkim terminie, jednak w kolejnych kwartałach sądzimy, że złoty ponownie znajdzie się pod presją. Pakiet pomocowy dla hiszpańskich banków, wyniki wyborów w Grecji, przedłużenie „operacji twist” przez Fed, obniżki stóp procentowych w Chinach i w strefie euro, perspektywa dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC oraz pozytywny wydźwięk szczytu unijnego mogą wspierać apetyt na ryzyko w najbliższym czasie. Naszym zdaniem kurs złotego będzie się utrzymywał na mocnych poziomach w przedziale 4,15-4,25 wobec euro.

Jednak w długim terminie, wraz ze spodziewanym pogorszeniem apetytu na ryzyko oraz umocnieniem dolara wobec euro, presja na osłabienie złotego może wzrosnąć. Choć wynik wyborów parlamentarnych w Grecji zmniejszył ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro w krótkim terminie to wciąż oczekujemy, że Grecja opuści strefę euro w perspektywie 12-18 miesięcy z prawdopodobieństwem 50-75%. Jednocześnie mimo ustaleń szczytu unijnego pod koniec czerwca, które są

pozytywne dla rynków finansowych nie oczekujemy, aby propozycje przedstawione na szczycie były wystarczające, aby na trwałe zmniejszyć obawy o rozpad strefy euro lub wyjście Grecji ze strefy euro, szczególnie biorąc pod uwagę niedostateczny rozmiar funduszy pomocowych dla krajów borykających się z problemem zadłużenia.

Wrażliwość złotego na wahania apetytu na ryzyko pozostanie naszym zdaniem na stosunkowo wysokim poziomie. To jest związane w dużym stopniu z wysokim poziomem deficytu obrotów bieżących oraz niskim pokryciem tego deficytu przez napływ kapitału długoterminowego. To sprawia, że kurs złotego jest w stosunkowo dużym stopniu wrażliwy na wahania nastrojów inwestorów portfelowych.

Jednak skala potencjalnego osłabienia złotego będzie ograniczana przez możliwe interwencje resortu finansów i banku centralnego. Ryzyko znacznego osłabienia złotego przy stosunkowo niewielkim wzroście awersji do ryzyka będzie ograniczane przez perspektywę interwencji Ministerstwa Finansów za pomocą BGK oraz ewentualne interwencje banku centralnego, wymierzone w ograniczenie zmienności kursu złotego. Częstotliwość interwencji będzie raczej niewielka ze względu na niewielki rozmiar rezerw walutowych w relacji do deficytu obrotów bieżących i zobowiązań krótkoterminowych (w porównaniu do innych gospodarek wschodzących).

Oslabienie złotego może również zostać ograniczone przez wciąż stosunkowo dobre wyniki polskiej gospodarki w porównaniu do innych krajów UE i pozytywne perspektywy fiskalne. Pozytywne dla złotego jest wciąż stosunkowo wysokie tempo wzrostu PKB oraz stopniowe zacieśnieniem polityki fiskalnej. Oczekiwany spadek deficytu fiskalnego poniżej 3,5% PKB umożliwi wycofanie procedury nadmiernego deficytu przez Komisję Europejską w połowie 2013 r. To może pomóc ograniczyć ryzyko znacznej wyprzedaży na rynku krajowych obligacji przez inwestorów zagranicznych.

Tabela 2. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	4/7/2012	III kw. '12	IV kw. '12	I kw. '13	II kw. '13
USD/PLN	3,3415	3,40	3,58	3,76	3,95
EUR/PLN	4,2046	4,22	4,33	4,44	4,54
GBP/PLN	5,2290	5,28	5,41	5,62	5,75
CHF/PLN	3,5005	3,52	3,61	3,70	3,78

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Oczekujemy wystromienia krzywej

Po wzrostach rynkowych stóp procentowych w kwietniu oraz na początku maja, m.in. po nieoczekiwanej podwyżce stóp procentowych od drugiej połowy maja rynkowe stopy procentowe wyraźnie się obniżyły. Spadek stóp rozpoczął się już po podwyżce stóp procentowych, gdyż większość uczestników rynku oceniła, że Rada Polityki Pieniężnej będzie musiała cofnąć swoją decyzję. Ponadto w ostatnich tygodniach opublikowano słabsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz słabe dane z rynku pracy. Jednocześnie inflacja za maj zaskoczyła w dół. Od majowego posiedzenia Rady stawki FRA 6x9 i FRA 9x12 obniżyły się odpowiednio o 30-40 pb i obecnie rynek wycenia trzy obniżki stóp procentowych do końca 2013 r.

Tabela 3. Rynkowe stopy procentowe

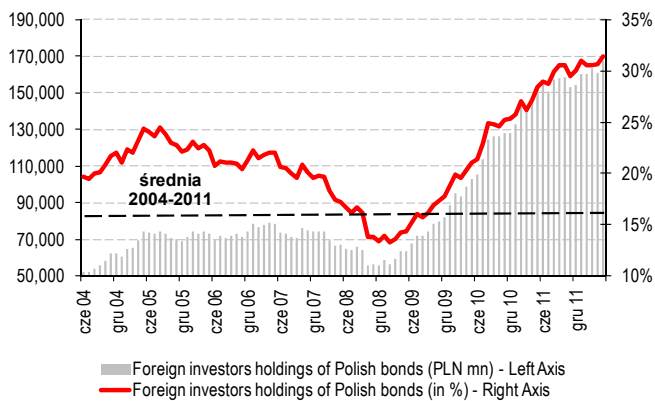
	4-lip-12	1M (zmiana pb)	YTD (zmiana pb)	2011 (zmiana pb)
FRA3x6	5.07	-5	13	68
FRA6x9	4.84	-18	9	20
FRA9x12	4.63	-23	-2	-11
IRS 2-letni	4.73	-16	-2	-11
IRS 5-letni	4.59	-20	-24	-63
IRS 10-letni	4.69	-15	-28	-64
Spread IRS 10-2	-4	1	-25	-53
Rentowność 2-letnich obligacji	4.60	-17	-26	7
Rentowność 5-letnich obligacji	4.69	-22	-66	-26
Rentowność 10-letnich obligacji	5.15	-26	-71	-25

Źródło: Reuters

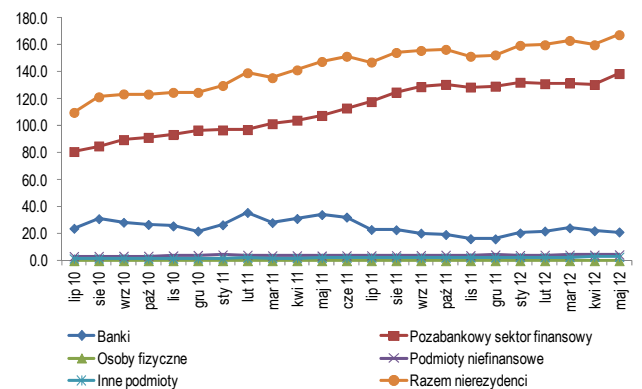
Nie oczekujemy zmiany stóp w tym roku, a utrzymanie relatywnie jastrzębiej retoryki przez większość członków Rady może doprowadzić do korekty stóp FRA na dłuższym końcu w górę. Biorąc pod uwagę koncentrację uwagi członków Rady na bieżącej inflacji, utrzymanie jej na wysokim poziomie w najbliższych miesiącach wyklucza możliwość obniżki stóp procentowych nawet w przypadku oczekiwanego przez nas poluzowania polityki pieniężnej w strefie euro o 50 pb. Naszym zdaniem do natychmiastowej obniżki stóp procentowych nie skłoniłoby Rady nawet wyhamowanie wzrostu gospodarczego poniżej 2% r/r. Sądzymy jednocześnie, że reakcja rynku na wypowiedzi dwojga najbardziej gołębih członków Rady (E. Chojnej-Duch oraz Andrzeja Bratkowskiego) mogła być przesadzona, gdyż byli to jedyni członkowie Rady, którzy głosowali przeciw podwyżce stóp na posiedzeniu w maju. Tym samym widzimy przestrzeń do wzrostu stóp FRA na dłuższym końcu krzywej w krótkim terminie.

Sądzymy, że perspektywa obniżek stóp procentowych w 2013 r. doprowadzi do spadku stóp IRS i umocnienia obligacji na krótkim końcu krzywej perspektywie kilku miesięcy. Sądzymy, że oczekiwane przez nas łagodzenie retoryki RPP oraz obniżki stóp procentowych w 2013 r. doprowadzą do wyraźnego spadku krótkoterminowych stóp IRS w horyzoncie kilku miesięcy. Jednocześnie redukcja deficytu fiskalnego i perspektywa wycofania procedury nadmiernego deficytu będą wspierać długi koniec krzywej rentowności obligacji skarbowych. Ponadto wsparciem dla rynku długu jest wysoka realizacja potrzeb pożyczkowych (80% po II kwartale i oczekiwane przynajmniej 90% po III kwartale), czego rezultatem jest niewielka podaż papierów skarbowych w II połowie roku (ok. 32 mld zł). Najprawdopodobniej Ministerstwo Finansów podobnie jak w ubiegłym roku zrealizuje tegoroczne potrzeby pożyczkowe przed końcem roku, a w ostatnich miesiącach roku będzie prefinansowało przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe. Od kilkunastu miesięcy resort finansów utrzymuje stosunkowo wysoką poduszkę płynnościową, która ogranicza ryzyko finansowania, a w przypadku nasilenia zawirowań na rynkach finansowych umożliwia znaczne ograniczenie podaży. Pozytywnym czynnikiem dla krajowego rynku obligacji powinno być utrzymanie popytu na krajowy dług ze strony inwestorów zagranicznych. Według najnowszych danych Ministerstwa Finansów w maju zakupy krajowych obligacji skarbowych były rekordowo wysokie (7,5 mld zł).

Wykres 25. Udział inwestorów zagranicznych w rynku krajowych SPW wciąż rośnie.

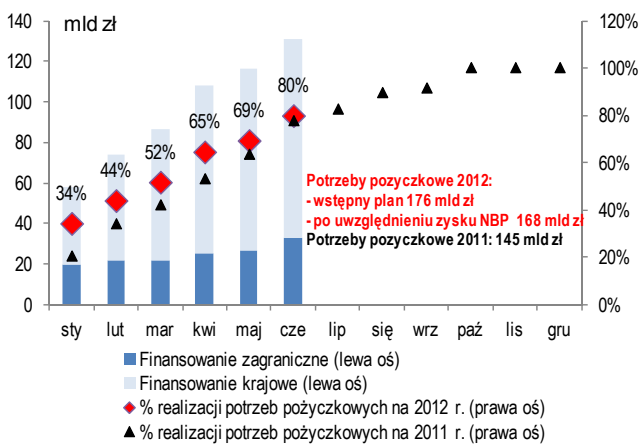


Wykres 26. W maju rekordowe zakupy krajowych obligacji przez zagranicznych inwestorów „real money”.

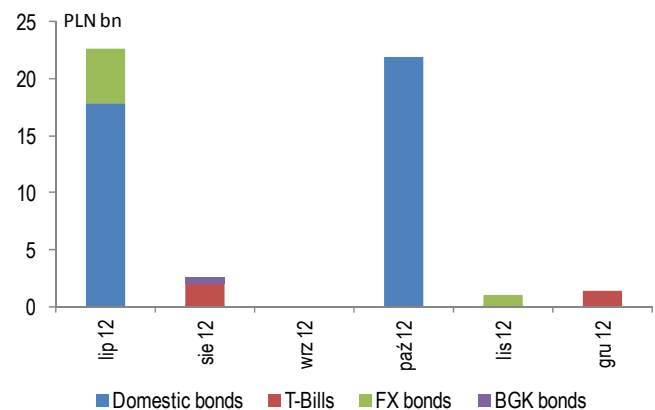


Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 27. Realizacja potrzeb pożyczkowych.



Wykres 28. Profil zapadalności papierów skarbowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2011						2012						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.0	1.8	7.9	7.4	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6	0.8	2.9	4.6	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	1.0	-6.0	4.1	12.6	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	10.7	-7.5	4.5	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	1.9	2.3	9.0	8.3	7.1	9.5	8.6	10.7	5.0	1.1	3.1	5.2	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	17.0	16.5	10.8	18.1	8.9	13.0	14.6	32.2	12.0	3.5	8.1	6.2	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	10.9	8.2	11.3	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3	13.7	10.7	5.5	7.7	-
Stopa bezrobocia (%)	11.9	11.8	11.8	11.8	11.8	12.1	12.5	13.2	13.5	13.3	12.9	12.6	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5	0.5	0.3	0.3	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.2	4.1	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9	4.0	3.6	-
Inflacja (% m/m)	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6	0.2	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	5.6	5.9	6.8	8.4	8.5	8.9	8.2	7.9	6.0	4.4	4.3	5.0	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.3	0.4	0.6	1.7	0.1	0.7	0.4	0.1	-0.5	0.1	0.6	0.2	-
Plące - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	5.8	5.2	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3	3.8	3.4	3.8	-
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-2,023	-1,865	-1,382	-1,241	-1,779	-1,436	-1,744	-1,879	-1,516	-228	-573	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.9	-4.9	-4.7	-4.7	-4.6	-4.2	-4.1	-4.3	-4.5	-4.3	-4.1	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1203	-1189	-903	-211	-722	-964	-1122	-844	-830	-399	-419	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	11,680	10,939	11,492	12,509	12,518	12,112	10,557	11,276	11,721	12,903	11,582	-	-
Eksport (% r/r)	7.2	6.0	15.9	7.5	8.6	8.4	4.7	6.8	6.2	5.9	0.9	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,883	12,128	12,395	12,720	13,240	13,076	11,679	12,120	12,551	13,302	12,001	-	-
Import (% r/r)	12.9	9.1	12.0	4.5	7.8	5.0	2.4	9.5	6.9	3.3	-3.9	-	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.2	7.4	8.8	10.2	10.5	11.8	12.5	13.7	12.5	9.3	10.3	11.3	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.2	9.8	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4	12.5	12.3	13.0	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.5	6.1	7.2	9.1	8.6	13.5	12.1	12.5	12.6	11.3	4.2	4.7	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	9.4	13.7	12.1	14.5	14.5	13.3	11.9	11.1	9.6	9.0	8.8	9.7	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.4	9.1	9.6	12.6	12.5	16.1	18.1	15.9	14.8	15.0	13.3	14.1	-
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75
WIBOR 3M (średnio)	4.62	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.97	4.95	4.94	5.05	5.12
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.69	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.96	4.94	4.95	5.11	5.13
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.64	4.62	4.56	4.48	4.45	4.79	4.55	4.51	4.48	4.50	4.63	4.81	4.80
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.89	4.76	4.49	4.47	4.58	4.87	4.78	4.70	4.67	4.61	4.70	4.80	4.63
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.42	5.32	5.16	5.10	5.10	5.29	5.33	5.00	4.86	4.86	4.88	5.04	4.73
EUR/PLN (koniec okresu)	3.99	4.01	4.14	4.41	4.34	4.55	4.41	4.23	4.14	4.16	4.18	4.39	4.26
USD/PLN (koniec okresu)	2.75	2.81	2.87	3.26	3.10	3.42	3.41	3.20	3.07	3.12	3.17	3.54	3.39
EUR/USD (koniec okresu)	1.45	1.43	1.44	1.35	1.40	1.33	1.29	1.32	1.35	1.33	1.32	1.24	1.26
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	23.7	20.4	21.1	20.7	21.9	22.5	21.6	25.1	5.3	16.4	23.0	24.8	27.0
Def. budżetowy kum. (% planu)	59.0	50.7	52.5	51.6	54.5	56.1	53.6	62.4	15.1	46.8	65.6	70.9	77.2

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	304	342	426	533	433	470	515	482
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,416	1,525	1,625
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,306	13,492	12,622
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	3.9	4.3	2.7
Inwestycje (% r/r)	6.5	14.9	17.6	9.6	-1.2	-0.2	8.3	5.6
Spożycie ogółem (% r/r)	2.7	5.2	4.6	6.1	2.0	3.5	2.0	2.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2.1	5.0	4.9	5.7	2.1	3.2	3.1	2.3
Eksport (% r/r)	8.0	14.6	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.5	4.5
Import (% r/r)	4.7	17.3	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.8	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0.5	1.4	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	2.1	1.1	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.9
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	4.75
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	4.77	4.89
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	5.55
USD/PLN (Koniec okresu)	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	3.41	3.58
USD/PLN (Średnia)	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	2.97	3.38
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	4.41	4.33
EUR/PLN (Średnia)	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-22.2	-18.3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.3	-3.8
Saldo handlu zagranicznego	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.2	-11.6
Eksport	96.5	117.4	145.3	178.7	142.1	165.9	193.9	184.8
Import	99.2	124.5	162.4	204.7	146.4	177.7	208.1	196.3
Saldo usług	0.7	0.7	4.8	5.0	4.8	3.1	6.1	6.6
Saldo dochodów	-6.7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-20.2	-18.2
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7.0	10.7	18.0	10.3	8.8	3.6	9.1	4.2
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	37.3	37.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.1	-3.6	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.5	47.8	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	51.6
Dług krajowy	34.5	35.6	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	34.7

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.9	4.3	2.7	2.4	3.1	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.6	4.3	3.9	2.6	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.3	-3.8	-4.5	-5.2	-5.3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	4.50	4.75	4.25	4.75	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.96	3.41	3.58	3.42	2.95	2.91
USD/PLN (Średnia)	3.02	2.97	3.38	3.72	3.10	2.93
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.41	4.33	4.21	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.12	4.25	4.41	4.06	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

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiejkolwiek 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.