

CitiMonthly Polska

W skrócie

- Polska kończy 2010 rok z szybko rosnącą gospodarką, w której rolę motoru wzrostu przejął popyt krajowy. Oczekujemy, że trend ten będzie kontynuowany w najbliższych kwartałach, a gospodarka „wrzuci” czwarty bieg. Naszym zdaniem przyspieszenie PKB do 4% będzie wynikać między innymi z silniejszego ożywienia w inwestycjach oraz przyzwoitego wzrostu konsumpcji.
- Chociaż dotychczas wzrost inflacji wynikał z czynników niezależnych od polityki pieniężnej, sytuacja ta powinna ulec zmianie w 2011 roku. Naszym zdaniem szybszy od potencjału wzrost gospodarczy doprowadzi do domknięcia luki popytowej, czemu towarzyszyć będzie dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy. Oczekujemy, że w pierwszej połowie roku wskaźnik CPI ukształtuje się w granicach 3,5-4,0%.
- Rok 2011 będzie najprawdopodobniej okresem zacieśniania polityki gospodarczej. Rosnąca inflacja i silna dynamika popytu krajowego przemawiają za stopniowymi podwyżkami stóp procentowych, które naszym zdaniem mogą sięgnąć około 100 pb. Im później RPP zacznie proces zacieśniania monetarnego, tym większe ryzyko, że zacieśnienie będzie musiało być większe i gwałtowniejsze.
- Rosnący dług publiczny zapewne zmusi rząd do redukcji deficytu o ponad 1% PKB. Jednocześnie spodziewamy się działań mających charakter księgowy, polegających na wyłączeniu z definicji długu części zobowiązań. Dzięki temu dług publiczny utrzyma się wyraźnie poniżej 55% PKB.
- Oczekujemy, że 2011 rok przyniesie dalsze umocnienie złotego oraz wypłaszczenie krzywej dochodowości.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tabela 1. Prognozy kwartalne

Wskaźnik	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,75%	4,25%	4,25%	4,50%
EUR/PLN (koniec okresu)	3,84	3,83	3,81	3,77
USD/PLN (koniec okresu)	2,76	2,72	2,65	2,62

Źródło: Citi Handlowy

Gospodarka u progu 2011 roku

W 2011 wrzucamy Czwórkę

- Oczekujemy, że najbliższe kwartały przyniosą dalszy, ponad czteroprocentowy wzrost popytu krajowego, który doprowadzi do domknięcia luki popytowej i stopniowego wzrostu inflacji bazowej.
- Towarzyszyć temu będzie normalizacja polityki pieniężnej, polegająca na powolnych podwyżkach stóp procentowych przez RPP.
- Poważnym wyzwaniem będzie zacieśnienie polityki fiskalnej w taki sposób aby nie przerwać ożywienia gospodarczego.

Ze względu na przełom roku niniejszy raport posiada nieco inną niż zazwyczaj strukturę. Po pierwsze przedstawiamy w nim krótkie podsumowanie wydarzeń w 2010 roku. Po drugie, prezentujemy trzy najważniejsze tematy przewodnie, które w naszej ocenie mogą okazać się kluczowe w 2011 roku. Po trzecie, biorąc pod uwagę bardzo niepewną sytuację makroekonomiczną staraliśmy się zidentyfikować trzy najważniejsze czynniki ryzyka dla naszego scenariusza. Czytelnicy, którzy nie są zainteresowani opisem wydarzeń 2010 roku mogą pominąć poniższą sekcję i przejść bezpośrednio do strony 5.

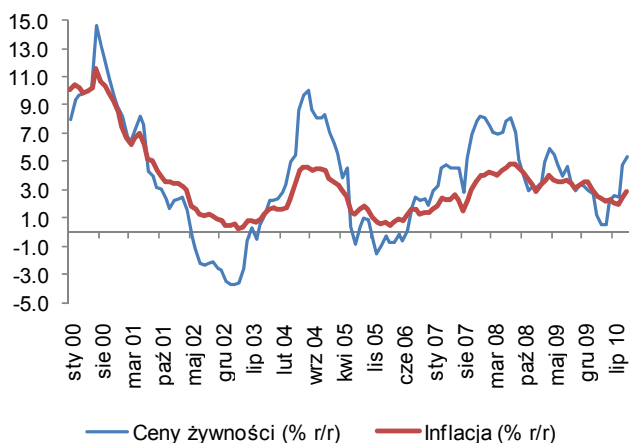
Wzrost powyżej oczekiwań

Po bardzo słabym 2009 roku, wzrost polskiej gospodarki w ostatnich kwartałach wyraźnie przyspieszył. Choć w momencie przygotowywania niniejszego raportu nie były znane informacje na temat PKB w całym roku, szacujemy, że wzrósł on o około 3,7%, a więc szybciej niż oczekiwano jeszcze na początku 2010 r. Spoglądając na strukturę wzrostu, uwagę przykuwa fakt, że obserwowany rok wcześniej silny pozytywny wpływ handlu zagranicznego wyraźnie osłabł, a na znaczeniu zyskał popyt krajowy, co można traktować jako pozytywny sygnał świadczący o trwałości ożywienia (Wykres 1). Chociaż głównymi motorami PKB były szybszy wzrost konsumpcji indywidualnej oraz odbudowa zapasów przez polskie firmy, pod koniec roku pojawiły się już pierwsze wyraźne sygnały ożywienia w inwestycjach. Wciąż jednak w przypadku dynamiki inwestycji dominowały nakłady na rozbudowę lub usprawnienie infrastruktury, czemu sprzyjał napływ środków unijnych oraz konieczność realizacji projektów przed mistrzostwami Euro 2012.

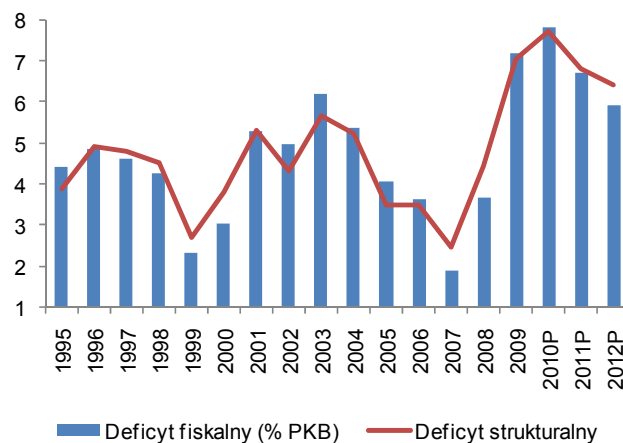
Na miano największej niespodzianki w polskiej gospodarce zasługuje **wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy**. Wbrew naszym obawom zatrudnienie zaczęło relatywnie szybko rosnąć, podczas gdy stopa bezrobocia spadła i pod koniec 2010 roku oscylowała w pobliżu 12%, wobec 12,6% rok wcześniej (Wykres 2). Choć wzrost zatrudnienia stanowił odpowiedź na przyspieszenie produkcji przemysłowej oraz na rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych, na razie nie pojawiły się żadne istotne sygnały narastania presji płacowej. Dzięki temu inflacja w 2010 roku pozostawała przede wszystkim pod wpływem czynników podażowych oraz wahań kursu walutowego. Pierwsze trzy kwartały roku przyniosły spadek wskaźnika CPI do 2% w miesiącach letnich, jednak podwyżki cen żywności

szybko wypchnęły inflację z powrotem powyżej celu RPP. W rezultacie pod koniec roku wskaźnik CPI ukształtował się w okolicach 3% r/r.

Wykres 5. Wzrost inflacji pod koniec 2010 roku wynikał z podwyżek cen żywności



Wykres 6. Deficyt sektora rządowego i samorządowego wciąż znacznie powyżej przedkryzysowych poziomów



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Źródło: Eurostat, GUS, szacunki Citi Handlowy.

Rok 2010 był okresem wyjątkowo luźnej polityki gospodarczej. Wbrew planom Ministerstwa Finansów, deficyt sektora rządowego i samorządowego wzrósł i w mijającym roku osiągnął około 8% PKB, wobec 7,2% w 2009. Tak znaczne pogorszenie nastąpiło mimo lepszej od oczekiwanej kondycji polskiej gospodarki, co pokazuje, że wzrost deficytu miał charakter strukturalny. Choć deficyt utrzymuje się na wysokim poziomie, dług publiczny (według polskiej metodologii) powinien pozostać poniżej 55% PKB w 2010 roku, przede wszystkim dzięki dynamicznemu przyspieszeniu prywatyzacji oraz wyższej dynamice nominalnego PKB.

Luźnej polityce fiskalnej towarzyszyła równie luźna polityka pieniężna. Powołując się z jednej strony na niepewność dotyczącą sytuacji w strefie euro oraz z drugiej strony na ryzyko napływu kapitału, RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie 3,5%. Choć władze monetarne zdecydowały się na podwyżkę stopy rezerwy obowiązkowej (o 50 pb od końca grudnia 2010), była to raczej zmiana kosmetyczna, która nie zmienia faktu, że polityka pieniężna pozostała wyjątkowo luźna. Na uwagę zasługuje jednak fakt, że w ostatnich miesiącach roku część członków RPP powoli zaczęła sygnalizować konieczność podwyżek stóp procentowych w celu ograniczenia przyszłej presji inflacyjnej.

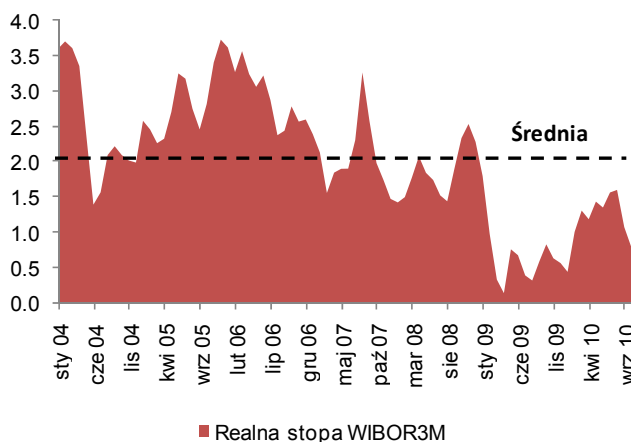
Trzy tematy na 2011 rok

W poniższej sekcji przedstawiamy trzy tematy, które w naszej ocenie mogą być najważniejszymi trendami 2011 roku

Silny wzrost popytu krajowego

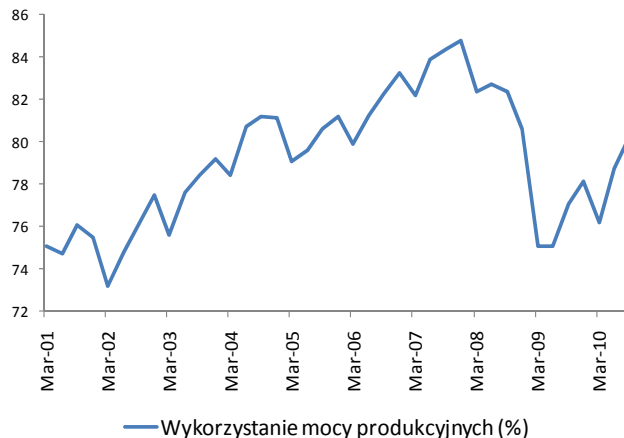
Trwające ożywienie w polskiej gospodarce będzie kontynuowane również w najbliższych kwartałach. Dotychczasowe bardzo dobre wyniki polskiej gospodarki wynikały zarówno z zaskakująco silnego wzrostu w Niemczech, jak i z akomodacyjnej polityki gospodarczej w kraju. Choć rola tego drugiego czynnika jest często ignorowana, naszym zdaniem miał on bardzo duże znaczenie, gdyż rozluźnienie polityki gospodarczej dotyczyło wszystkich trzech jej filarów: 1) polityki stóp procentowych (bardzo niski poziom stopy nominalnej i spadająca stopa realna); 2) polityki kursowej (wzrost premii za ryzyko oraz interwencje werbalne pomogły utrzymać realny kurs efektywny na słabym poziomie) oraz 3) polityki fiskalnej (wzrost deficytu do niemal 8% PKB w 2010). Skala rozluźnienia jest widoczna na wykresach 6 oraz 7.

Wykres 7. Niskie realne stopy procentowe są poważnym wsparciem dla gospodarki



Źródło: Reuters, GUS oraz Citi Handlowy

Wykres 8. Wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych do poziomu długoterminowej średniej

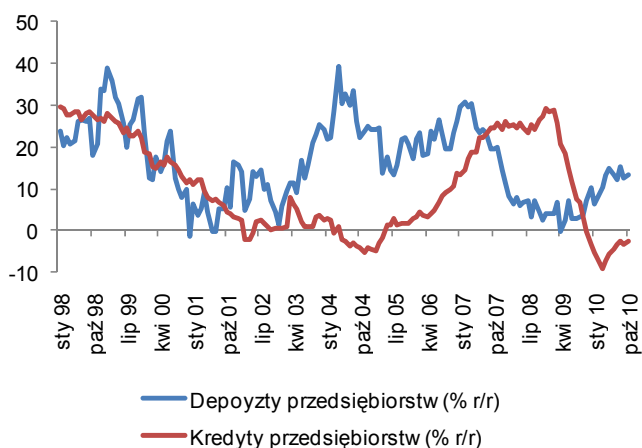


Źródło: NBP, Citi Handlowy

Naturalnym pytaniem, które się nasuwa jest to, czy pozytywny wpływ polityki gospodarczej utrzyma się również w 2011 roku. Co prawda przewidujemy, że powyższe elementy polityki gospodarczej będą ulegały stopniowemu zacieśnieniu, jednak ze względu na opóźnienia w procesach gospodarczych 2011 rok powinien być wciąż okresem silnego wzrostu. Wskazuje na to choćby fakt, iż od zacieśnienia polityki monetarnej do reakcji gospodarki może minąć kilka kwartałów. Co prawda zacieśnienie fiskalne może mieć szybszy wpływ na wzrost PKB niż polityka pieniężna, jednak w tym przypadku skala zacieśnienia była dotychczas na tyle niewielka, że nie powinna ona zagrażać PKB. Biorąc to od uwagę sądzimy, iż wzrost gospodarczy, a przede wszystkim jego komponent związany z popytem krajowym, powinien w najbliższych kwartałach utrzymać się na wysokim poziomie.

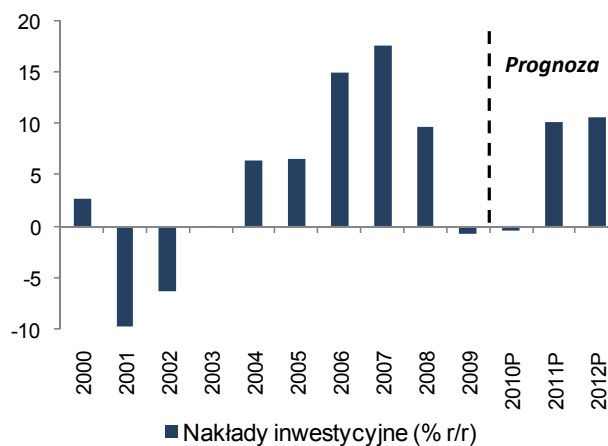
W 2011 roku oczekujemy wyraźnego ożywienia w inwestycjach. Wykorzystanie mocy produkcyjnych osiągnęło długoterminową średnią już w III kw. 2010 roku (Wykres 8), a jednocześnie zatrudnienie wzrosło o ponad 2%, co sprawia, że inwestycje w zwiększenie mocy produkcyjnych stają się potencjalnie bardziej opłacalne. Dzięki nim polskie firmy byłyby w stanie sprostać wciąż rosnącym zamówieniom, a w dłuższym horyzoncie byłyby w stanie ograniczyć jednostkowe koszty pracy. Na potencjał wzrostu inwestycji wskazuje również poprawa bilansów firm, przejawiająca się wyraźnym przyspieszeniem dynamiki depozytów i jednoczesnym spadkiem wartości kredytów dla firm (Wykres 9). Jeżeli nasz pogląd o ożywieniu w inwestycjach prywatnych okaże się słuszny, to wraz z dalszym dynamicznym wzrostem nakładów na projekty infrastrukturalne powinno to przełożyć się na 10,1% r/r wzrost całości inwestycji w gospodarce narodowej (Wykres 10).

Wykres 9. Wysoka dynamika depozytów przedsiębiorstw wskazuje na potencjał do wzrostu inwestycji



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 10. Oczekujemy wyraźnego przyspieszenia inwestycji w 2011 roku



Źródło: GUS, Citi Handlowy

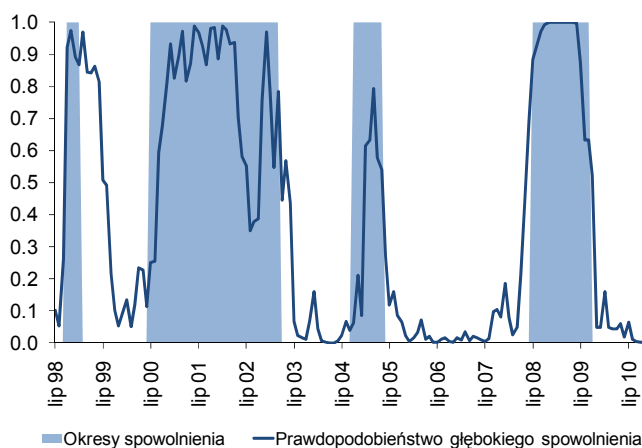
Z kolei w przypadku konsumpcji trudno byłoby oczekiwać wyniku znacznie lepszego niż w 2010 roku, szczególnie w obliczu ograniczonego wzrostu w sektorze publicznym oraz wyższych podatków pośrednich. Niemniej biorąc pod uwagę ożywienie na rynku pracy, konsumpcja indywidualna ma szansę wzrosnąć o około 3,5% w nowym roku. Powyższe trendy oznaczają również, że dynamika popytu krajowego powinna utrzymać się na wysokim poziomie. Przyjmując nawet, że proces odbudowy zapasów dobiegnie końca w 2011 roku, oznaczałoby to wzrost popytu krajowego o 4,7%, a więc w tempie stanowiącym już „zagrożenie” dla inflacji bazowej.

Nasz optymizm dotyczący wzrostu gospodarczego wydaje się uzasadniony w świetle wskazań indeksów koniunktury. Od kilku miesięcy wskaźnik PMI utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie, spójnym z dynamicznym (ponad 4%) wzrostem gospodarczym w kraju. Według naszych szacunków, opartych na modelu probitowym, dane o PMI sugerują również, że ryzyko głębokiego spowolnienia w najbliższych miesiącach jest niewielkie (Wykres 11).

Podsumowując, gdybyśmy mieli jednym słowem określić perspektywy wzrostu PKB 2011 roku, użylibyśmy przymiotnika „dobre”. Nasze prognozy pokazują bowiem, że wzrost gospodarczy może w przyszłym

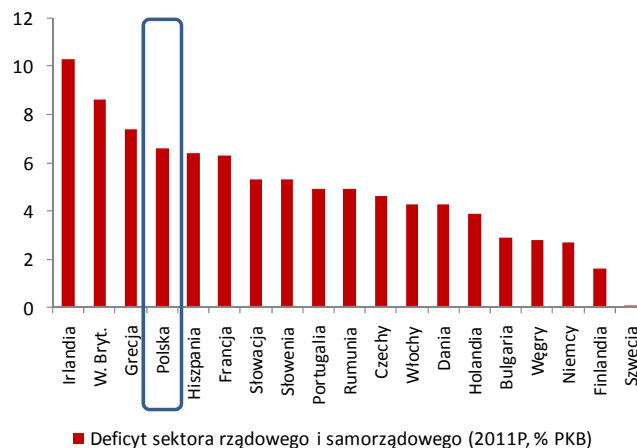
roku wynieść przynajmniej 4%, a wynik ten będzie wypadkową silnego wzrostu popytu krajowego i niewielkiego negatywnego wpływu eksportu netto. Ponieważ potencjalne tempo wzrostu (a więc tempo, które nie powoduje niekorzystnych napięć w gospodarce) wynosi około 3-3,5%, wynik ten zasługuje na uwagę. Przyjmując jako miarę PKB potencjalnego wyniku filtru Hodricka-Prescotta okazuje się, że w 2011 roku luka popytowa przyjmie wartości dodatnie (rzeczywisty PKB będzie wyższy od potencjalnego). Naszym zdaniem, dzięki przyspieszeniu Polska wciąż będzie należeć do grupy krajów UE o najwyższej dynamice wzrostu gospodarczego. Niemniej ze względu na dobre wyniki kilku innych krajów, różnica między Polską i pozostałymi gospodarkami może być mniejsza niż dotychczas.

Wykres 11. Wskaźniki koniunktury sugerują bardzo małe ryzyko gwałtownego spowolnienia w krótkim horyzoncie



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie modelu probitowego.

Wykres 12. Polska należy do grupy krajów UE o najwyższym deficycie w relacji do PKB



Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

Dostosowanie fiskalne

Biorąc pod uwagę skalę nierównowagi budżetowej w Polsce, kwestia dostosowania fiskalnego ma szansę być jednym z kluczowych tematów w najbliższym roku. Dotychczas rynki finansowe dawały Polsce kredyt zaufania i praktycznie nie reagowały na rozczarowujące trendy fiskalne – np. na wzrost deficytu sektora rządowego i samorządowego do około 8% PKB w 2010 roku. Ten kredyt zaufania Polska zawdzięcza wzrostowi gospodarczemu, który pozytywnie nas wyróżniał na tle innych krajów Europy i stwarzał szansę, że będziemy w stanie „wyrósnać” z kłopotów budżetowych.

Niemniej utrzymywanie takiej sytuacji w dłuższym okresie nie wydaje się możliwym rozwiązaniem. Po pierwsze, rynki finansowe nie są bynajmniej znane z cierpliwości i dlatego ich dotychczasowa wyrozumiałość to raczej wyjątek niż reguła. Po drugie, w 2011 roku większość krajów UE planuje zdecydowanie zacieśnienie fiskalne i gdyby w takich warunkach Polska zaniechała redukcji deficytu (tzn. gdyby deficyt pozostał na niezmiennym poziomie ok. 8% PKB), najprawdopodobniej Polska byłaby trzecim po Irlandii oraz Wielkiej Brytanii krajem o najwyższym deficycie (Wykres 12). W takiej sytuacji liczenie na wyrozumiałość rynków finansowych byłoby już daleko idącą lekkomyślnością.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, rząd wydaje się nie mieć większego wyboru i musi dokonać pewnych działań mających na celu redukcję deficytu. Dotychczas zaproponowane rozwiązania zakładają obniżenie deficytu o ponad 1 pp, co można uznać już za istotne dostosowanie. Obejmują one między innymi podwyżkę stawek VAT o 1 punkt procentowy oraz ograniczenie skali wzrostu wydatków między innymi poprzez zamrożenie płac w sektorze publicznym (poza nauczycielami). Choć plany te wydają się obiecujące, problem polega na niskiej wiarygodności prognoz fiskalnych. Rok temu rząd zakładał redukcję deficytu sektora rządowego i samorządowego w 2010 roku, a pomimo tych planów i wyjątkowo korzystnych trendów makroekonomicznych deficyt okazał się o około 1 pp wyższy od pierwotnych przewidywań. Według naszych szacunków deficyt w 2011 roku może sięgnąć 6,7% PKB, co przy niewielkiej pozytywnej luce popytowej oznaczałoby deficyt strukturalny na wciąż bardzo wysokim poziomie 6,8% (Wykres 6)¹.

Tabela 3. Dekompozycja zmian długu publicznego (% PKB)

	2010	2011	2012
<u>Dług publiczny (polska metodologia)</u>	<u>53.1</u>	<u>52.8</u>	<u>53.5</u>
Przyrost długu	3.3	-0.3	0.7
Deficyt pierwotny	5.1	3.7	2.8
Automatyczna dynamika długu	-0.7	-1.8	-1.8
Pozostałe	-1.2	-2.2	-0.3

Źródło: Szacunki Citi Handlowy. Dane Eurostat.

Uwaga: Pozycja „Pozostałe” uwzględnia m.in. wpływ prywatyzacji oraz centralizacji zarządzania płynnością sektora publicznego. Automatyczna dynamika długu odzwierciedla wpływ wzrostu gospodarczego, inflacji, stóp procentowych oraz kursu walutowego na poziom długu.

Oprócz działań mających na celu redukcję deficytu Ministerstwo Finansów wykazało się wyjątkową inicjatywą przy opracowywaniu „niestandardowych” rozwiązań ograniczających przyrost długu. Oprócz ambitnego planu prywatyzacji obejmują one między innymi konsolidację płynności w sektorze publicznym, która ma zmniejszyć potrzeby pożyczkowe w 2011 r. o niemal 20 mld zł. Wbrew licznym obawom pojawiającym się w niektórych komentarzach rynkowych, naszym zdaniem dług publiczny liczony według polskiej metodologii pozostanie poniżej progu 55% PKB zarówno w 2010, jak i 2011 roku. Najprawdopodobniej szacunki mówiące o przekroczeniu przez dług publiczny 55% PKB w 2011 roku niedoceniają znaczenia tzw. automatycznej dynamiki długu (bardzo wysokiego nominalnego wzrostu PKB w stosunku do oprocentowania długu), determinacji rządu do podejmowania „niestandardowych” działań lub po prostu zakładają wyraźne osłabienie PLN. Przy bardziej umiarkowanych (i naszym zdaniem realistycznych) założeniach dług publiczny pozostaje poniżej 55% PKB. Szczegółową dekompozycję przyrostu długu przedstawia tabela 3. Wzrost długu powyżej 55% w 2011 roku byłby możliwy w scenariuszu zakładającego wyraźne osłabienie złotego, wycofanie się MF z procesu konsolidacji płynności sektora publicznego lub w przypadku nieudanego procesu prywatyzacji.

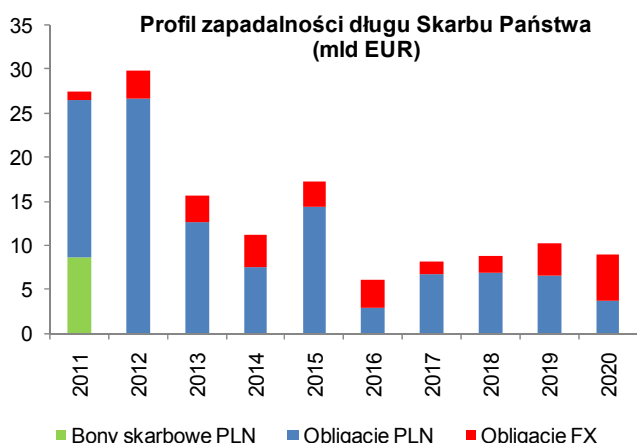
Biorąc pod uwagę zbliżające się wybory parlamentarne przypuszczamy, że rząd będzie kładł coraz większy nacisk na

¹ Nasze szacunki nie uwzględniają wpływu ewentualnej podwyżki składki rentowej oraz zmniejszenia kwoty transferów gotówkowych do funduszy emerytalnych. Gdyby te zmiany zostały wprowadzone łącznie, obniżyłyby one deficyt o ponad 1% PKB – przynajmniej 10 mld zł z tytułu składki rentowej oraz o przynajmniej 6,3 mld zł z tytułu mniejszych transferów do OFE.

działania „niestandardowe”, a nie na zmiany które mogłyby boleśnie wpłynąć na gospodarstwa domowe. Prawdopodobnym rozwiązaniem wydaje się próba zmiany progów ostrożnościowych lub definicji długu publicznego, tak aby oddalić ryzyko przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% oraz 60% PKB. Choć w 2010 roku rządowi udało się uniknąć konieczności zmiany definicji długu/progów ostrożnościowych, najprawdopodobniej dojdzie do niej w 2011 roku. Naszym zdaniem w zależności od warunków rynkowych i politycznych zmiana ta może mieć postać „reformy” systemu emerytalnego lub zwykłej zmiany definicji długu w polskiej statystyce budżetowej.

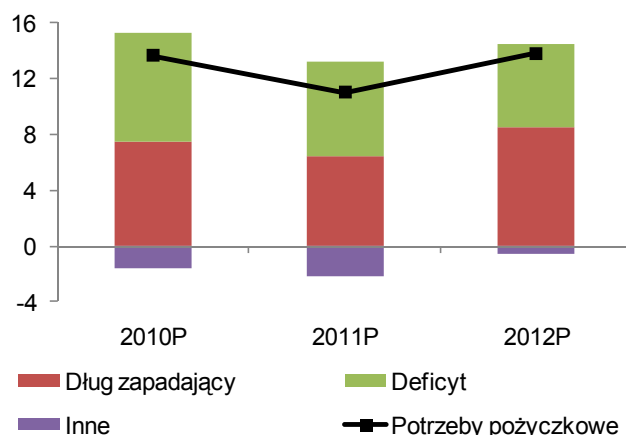
Proponowane dotychczas zmiany w systemie emerytalnym wiązałyby się między innymi ze stopniowym zastąpieniem obligacji skarbowych znajdujących się w portfelach OFE przez nowe obligacje emerytalne. Ponieważ, nie byłyby one traktowane jako element długu publicznego (w definicji polskiej) zmiana taka oznaczałaby stopniowe ograniczenie długu publicznego. Biorąc pod uwagę wielkość portfeli obligacji OFE oraz rozkład zapadalności w kolejnych latach, według naszych szacunków obniżyłoby to poziom długu publicznego o około 0,9% PKB w 2011 oraz 1,2% PKB w 2012 (w porównaniu z naszymi prognozami).

Wykres 13. Lata 2011 i 2012 przyniosą kumulację zapadalności obligacji skarbowych



Źródło: Bloomberg, Szacunki Citi Handlowy.

Wykres 14. Potrzeby pożyczkowe sektora publicznego utrzymają się na bardzo wysokim poziomie



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Naszym zdaniem sytuacja fiskalna może być źródłem poważnych niespodzianek na rynkach finansowych. Po pierwsze, próby manipulowania przy systemie emerytalnym nie są mile widziane przez inwestorów, gdyż zazwyczaj są one traktowane przez nich jako oznaka słabości polityki fiskalnej i próba pójścia „na skróty”. Rynki finansowe mogłyby przełknąć tego typu zmiany gdyby otrzymały jednocześnie od rządu sygnał świadczący o podejmowaniu również niepopularnych reform, co w ocenie części inwestorów uwiarygodniłoby działania rządu (wówczas rząd mógłby argumentować, że nie wybiera drogi „na skróty”).

Po drugie, skala potrzeb pożyczkowych sektora publicznego w 2011 roku wydaje się potencjalnym problemem. Jak pokazuje wykres 13 w przyszłym roku rząd musi zrolować dług o wartości 100 mld zł. Jeżeli do tego dodać deficyt sektora rządowego i samorządowego a następnie odjąć planowane wpływy prywatyzacyjne i korzyść z konsolidacji płynności całego sektora, potrzeby pożyczkowe sektora wynoszą około 11% PKB (a

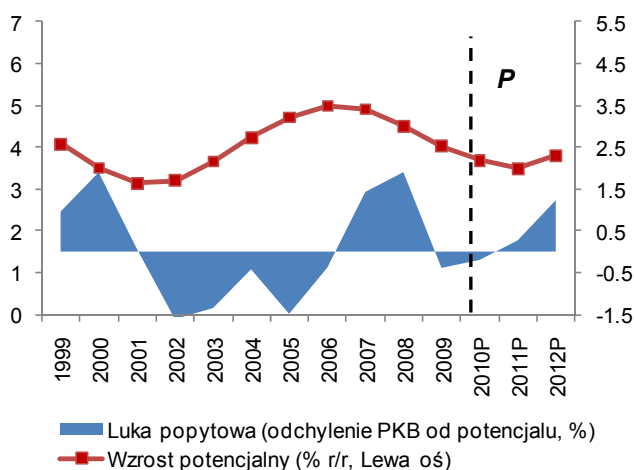
przy słabej prywatyzacji i mniejszych korzyściach z konsolidacji płynności mogą sięgnąć 12%). Co prawda niskie stopy procentowe na świecie dotychczas ułatwiały refinansowanie długu, jednak perspektywa wzrostu stóp procentowych w kraju oraz innych gospodarkach wschodzących powoduje, że ryzyko związane z rolowaniem długu w 2011 r. wydaje się większe niż w 2010 roku.

Zacieśnienie polityki monetarnej w Polsce

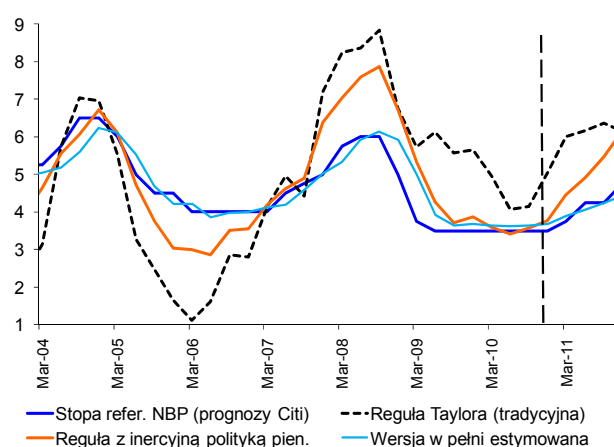
Biorąc pod uwagę wyzwania stojące przed EBC, stopy procentowe w strefie euro najprawdopodobniej pozostaną bez zmian przynajmniej do końca 2011 roku. Zbyt szybkie podwyżki mogłyby zagrozić wciąż słabemu ożywieniu i poprzez pogorszenie sytuacji fiskalnej doprowadzić również do intensyfikacji kryzysu w strefie euro. Dlatego podwyżki stóp przez EBC wydają się możliwym rozwiązaniem wyłącznie w przypadku znacznego szoku inflacyjnego, który zmusiłby Europejski Bank Centralny do zdecydowanych działań. Biorąc pod uwagę perspektywę stabilnych stóp procentowych w strefie euro, również polski bank centralny stara się uniknąć nadmiernego i zbyt szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Naszym zdaniem błędem byłoby traktowanie polskiej polityki pieniężnej wyłącznie jako pochodnej decyzji EBC. Tym bardziej, że wbrew często pojawiającym się opiniom, Polska – gdyby zaczęła podnosić stopy procentowe – nie byłaby ani pierwszym ani też jedynym krajem zacieśniającym politykę monetarną. Według prognoz Citi do końca 2011 roku stopy wzrosną między innymi w: Szwajcarii, Szwecji, Kanadzie, Norwegii, Chinach, Indiach, Korei, Tajlandii, Brazylii, Izraelu, Turcji oraz na Węgrzech.

Wykres 15. Domykająca się luka popytowa zapowiada wzrost inflacji bazowej



Wykres 16. Reguła Taylora sugeruje podwyżki stóp o około 100 pb



Źródło: NBP, GUS, Szacunki Citi Handlowy

Źródło: NBP, Szacunki Citi Handlowy

W przeciwieństwie do strefy euro Polska najprawdopodobniej doświadczy dalszego wyraźnego wzrostu inflacji w najbliższych miesiącach. Od wakacji do października wskaźnik CPI wzrósł z 2% do 2,8% i choć dotychczas trend ten był związany przede wszystkim z podwyżkami cen żywności, w kolejnych miesiącach na znaczeniu zyskają inne czynniki. Po pierwsze, naszym zdaniem podwyżka VAT w 2011 roku może podnieść inflację o około 0,5 punktu procentowego. Po drugie, początek roku zapewne przyniesie zauważalne podwyżki opłat

administracyjnych oraz cen kontrolowanych, szczególnie tych pozostających w gestii samorządów. O ile bowiem w okresie poprzedzającym wybory samorządowe takie działania wydawały się mało prawdopodobne, o tyle nowy rok będzie dobrą okazją aby podreperować budżety JST. Gdyby dodać do tego osłabienie złotego wobec dolara i związane z tym podwyżki cen paliw, okazuje się, że wskaźnik inflacji może sięgnąć lub przekroczyć 3,5% w pierwszej połowie 2011 roku. Tym samym, inflacja utrzymywałaby się znacznie powyżej środka celu inflacyjnego (2,5%) oraz sięgnęłaby górnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań inflacji (1,5-3,5%).

Wzrost inflacji najprawdopodobniej przyczyni się do zaostrzenia retoryki władz monetarnych. Rada Polityki Pieniężnej stała dotychczas na stanowisku, że wzrost inflacji wynikał z czynników pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej, w tym przede wszystkim z podwyżek cen żywności. O ile takie stanowisko było łatwe do utrzymania w sytuacji gdy CPI oscylował w pobliżu lub poniżej 2,5%, o tyle RPP może znaleźć się w mniej komfortowej sytuacji gdy inflacja zacznie oddalać się od celu RPP. Tym bardziej, że naszym zdaniem w najbliższych miesiącach rosnąca presja popytowa powoli zacznie przyczyniać się do wzrostu inflacji, a wówczas argument RPP o tym, że inflacja wynika z czynników „podażowych” straci na znaczeniu. Dynamika PKB prawdopodobnie utrzymywała się powyżej potencjału już w 2010 roku i według naszych prognoz ta sytuacja powtórzy się również w latach 2011-2012. Jak pokazuje wykres 15 właśnie dzięki wysokiej dynamice PKB luka popytowa w 2011 roku stanie się czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu inflacji bazowej, choć efekty tych trendów ujawnią się w pełni dopiero po około trzech-czterech kwartałach.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty uważamy, że podwyżki stóp procentowych w Polsce są kwestią czasu. Oczekujemy, że proces zacieśnienia monetarnego będzie przebiegał bardzo powoli i będzie dozowany w miarę napływu danych makroekonomicznych. W ciągu roku spodziewamy się wzrostu stóp łącznie o około 100pb, w czterech podwyżkach co około trzy miesiące. Pierwszej podwyżki oczekujemy w styczniu 2011 roku, jednak widzimy ryzyko, że opóźni się ona do marca (na luty nie zaplanowano decyzyjnego posiedzenia RPP).

Potencjalne zagrożenia

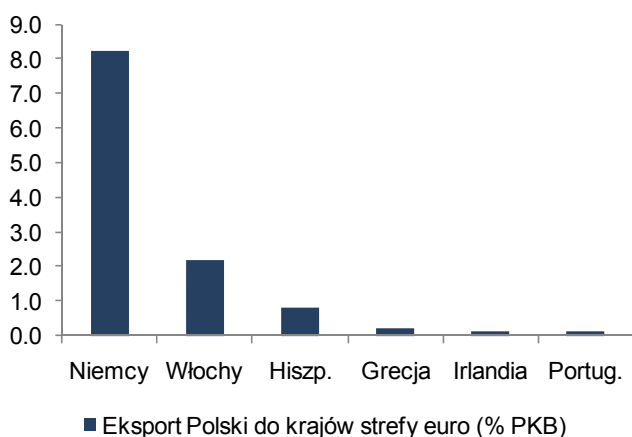
Biorąc pod uwagę wydarzenia w strefie euro najpoważniejszym zagrożeniem wydaje się możliwość rozlania się kryzysu strefy euro na inne kraje, w tym Polskę. Nawet jeżeli prawdopodobieństwo takiego scenariusza jest niewielkie, to potencjalne konsekwencje wydają się tak istotne, że nie sposób nie brać go pod uwagę. Po Grecji oraz Irlandii, kolejnym krajem, który może być zmuszony sięgnąć po pomoc zewnętrzną jest Portugalia. W ocenie ekonomistów Citi, portugalska gospodarka może mieć poważne problemy z wypłacalnością ze względu na bardzo wysoki dług publiczny oraz znikomy potencjał wzrostu gospodarczego w najbliższych latach, który powoduje, że obsługa długu w przyszłości będzie poważnym obciążeniem². O ile jednak problemy Portugalii wydają się rozwiązywalne z punktu widzenia strefy euro, o tyle przeniesienie się ich do Hiszpanii byłoby już poważnym problemem, który zapewne wymagałby

² Por. W. Buiter, [Global Economic Outlook and Strategy](#), 29 listopada 2010.

ze strony krajów strefy euro poważniejszych działań. Choć dług publiczny Hiszpanii utrzymuje się na niższym poziomie niż w Portugalii, źródłem problemów jest znaczna skala zadłużenia prywatnego i związane z tym potencjalne problemy sektora bankowego.

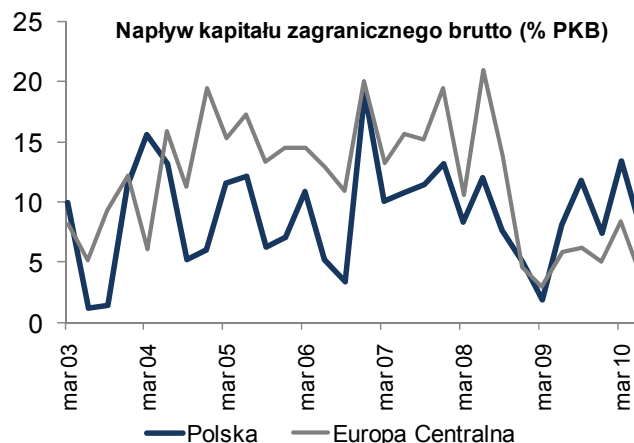
Ze względu na swoje powiązania handlowe i finansowe Polska wydaje się relatywnie odporna na zawirowania na peryferiach strefy euro. Potwierdza to również przykład ostatnich miesięcy. Dotychczasowe załamanie gospodarcze w Grecji oraz Irlandii a także słaby wzrost w Hiszpanii nie przeszkodziły Polsce w osiągnięciu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Zagrożeniem jednak pozostaje scenariusz, w którym problemy Hiszpanii prowadzą do gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka, zaburzeń płynności na europejskim rynku oraz scenariusza analogicznego do tego, który wystąpił po upadku Lehman Brothers. Oznaczałoby to wzrost kosztów finansowania dla polskich firm, większą niepewność odnośnie przyszłego popytu i prawdopodobnie konieczność większego zaciesnienia fiskalnego w kraju.

Wykres 17. Powiązania handlowe Polski z krajami peryferyjnymi strefy euro są relatywnie słabe



Źródło: Eurostat, GUS, Szacunki Citi Handlowy

Wykres 18. Napływ kapitału zagranicznego do Polski przyspieszył po 2008 roku



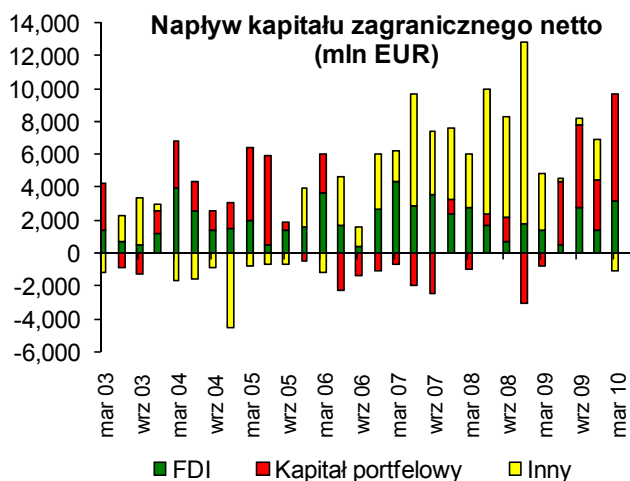
Źródło: NBP, GUS, Szacunki Citi Handlowy

Drugim potencjalnym zagrożeniem jest możliwość zwiększonego przepływu kapitału zagranicznego. Choć w okresie przedkryzysowym napływ kapitału do Polski był mniejszy niż w przypadku innych gospodarek regionu, ostatnie dwa lata przyniosły odwrócenie tych tendencji. W rezultacie skala napływu kapitału do Polski okazała się większa niż w innych krajach Europy Środkowej (wykres 18), a szczególnie duży napływ został odnotowany w przypadku inwestycji portfelowych, a więc kapitału o charakterze spekulacyjnym. Na uwagę zasługuje choćby masowy wzrost pozycji zagranicznych inwestorów na krajowym rynku długu, który wyróżnia Polskę na tle innych krajów Europy Środkowej (Wykresy 19 oraz 20).

Mieszanka dynamicznego wzrostu i wyższych stóp procentowych prawdopodobnie będzie wciąż przyciągać inwestorów zagranicznych do gospodarek wschodzących, w tym również do Polski. Jeżeli nałoży się on na okres uspokojenia na rynkach światowych oraz okres zmniejszenia premii za ryzyko, napływ kapitału może przyczynić się do powstania presji na umocnienie polskiej waluty. W ekstremalnym scenariuszu mogłoby to skłonić NBP do interwencji na rynku walutowym w celu spowolnienia i wygładzenia trendu aprecjacyjnego. Napływ kapitału

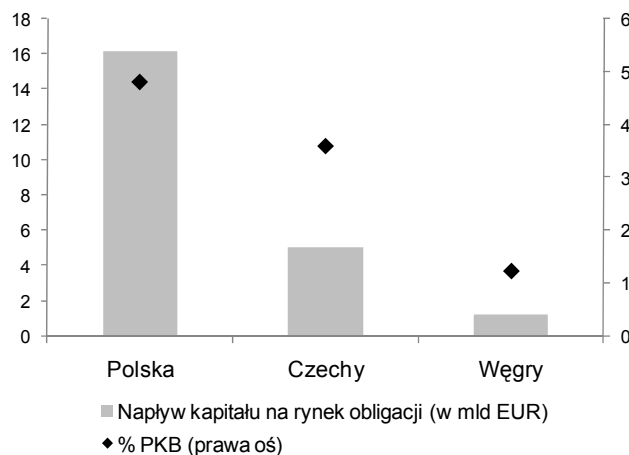
ma również drugą, mniej korzystną dla złotego stronę. Otóż sprawia on, że ewentualne błędy w polityce gospodarczej lub wzrosty awersji do ryzyka mogą być obecnie znacznie dotkliwiej odczuwalne przez polski rynek finansowy. Mogłyby one bowiem skłonić zagranicznych inwestorów do ograniczenia ekspozycji na polskie aktywa, co doprowadziłoby do znacznej presji wzrostowej na rentowności oraz do osłabienia złotego (nawet jeżeli połowa pozycji zagranicznych inwestorów w obligacjach ma zabezpieczone ryzyko walutowe, wciąż pozostaje 60 mld zł ekspozycji na zmiany PLN).

Wykres 19. W strukturze kapitału zagranicznego dominują inwestorzy portfelowi



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 20. Napływ kapitału na polski rynek obligacji był większy niż w innych krajach regionu



Źródło: NBP, NBH, NBC, Citi Handlowy

Trzeci potencjalny czynnik ryzyka jest związany ze zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi. W ostatnich latach Polska miała wśród zagranicznych inwestorów opinię kraju o wyjątkowej stabilności politycznej. Większość sondaży sugeruje, że w 2011 roku nie powinno dojść do istotnych zmian na scenie politycznej, jednak oczywiście taka ewentualność nie może być zupełnie wykluczona. Zbliżające się wybory oznaczają również, że niektóre niepopularne decyzje mogą być odkładane, co opóźniłoby niezbędne dostosowanie fiskalne. O ile w obecnej sytuacji ten czynnik nie wydaje się martwić inwestorów, sytuacja mogłaby się zmienić w przypadku spowolnienia polskiej gospodarki lub ponownego znacznego wzrostu awersji do ryzyka.

Rynki finansowe

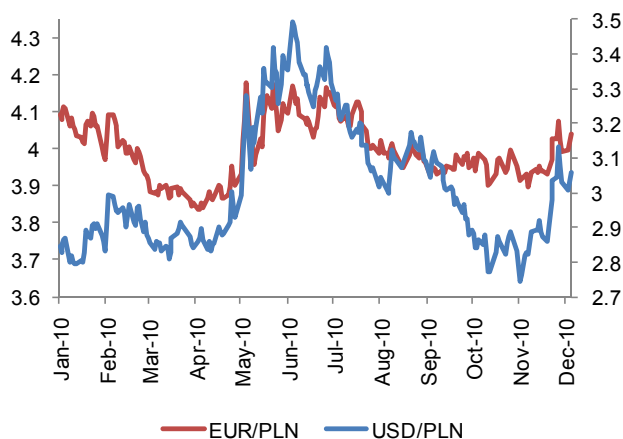
Rynek walutowy

- Oczekujemy kontynuacji umocnienia złotego w 2011 roku za sprawą przyspieszenia wzrostu gospodarczego, podwyżek stóp procentowych i kontynuacji znacznego napływu kapitału na rynki wschodzące. Złoty jest walutą, która ma szansę umocnić się bardziej niż inne waluty krajów wschodzących w relacji do euro.
- Interwencje walutowe pozostaną ważnym tematem w przyszłym roku. Ze względu na wzrost inflacji NBP będzie powściągliwy w działaniu natomiast Ministerstwo Finansów zwiększy aktywność w przypadku osłabienia złotego powyżej 4,10
- Zagrożenia dla krajowej waluty obejmują wzrost awersji do ryzyka w związku z problemami zadłużenia w strefie euro, silniejsze spowolnienie gospodarcze w Chinach, słabe wyniki fiskalne i wyprzedaż obligacji

Podsumowanie roku 2010

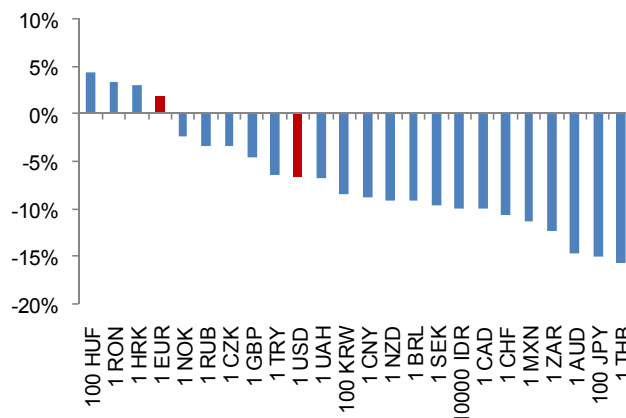
W roku 2010 fundamentalne czynniki oraz odbudowa napływu kapitału na rynek akcji i obligacji wspierały stopniową aprecjację złotego wobec euro. W polskiej gospodarce nastąpiło stopniowe ożywienie, a jego skala pozytywnie zaskoczyła rynki finansowe. Lepsze od oczekiwań dane z gospodarki przyczyniały się do odbudowy napływu kapitału, który był wyraźnie większy niż w regionie. W rezultacie inwestorzy zagraniczni znacząco zwiększyli zaangażowanie na krajowym rynku obligacji i uczestniczyli w procesach prywatyzacji. W ciągu roku przychody z prywatyzacji wyniosły ok. 20 mld zł (4-5 mld €) z czego część akcji została zakupiona przez inwestorów zagranicznych.

Wykres 21. Kurs EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Reuters

Wykres 22. Złoty zyskiwał wobec euro lecz tracił wobec większości walut w 2010 r.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

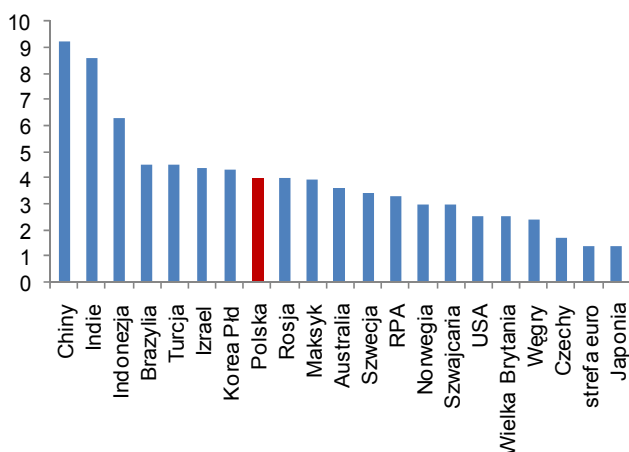
Jednym z bardzo ważnych wydarzeń mijającego roku była pierwsza od końca lat 90-ych interwencja walutowa banku centralnego na rynku walutowym w celu zahamowania nadmiernego tempa umocnienia złotego

(przeprowadzona 9.04.2010). W ciągu roku trend aprecjacyjny krajowej waluty był przerywany przez duże korekty wynikające ze wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach związane z obawami o sytuację zadłużenia w peryferyjnych krajach strefy euro. W perspektywie roku złoty zyskał ok. 2,6% do euro i stracił 5,6% do dolara za sprawą umocnienia dolara do euro. Mimo umocnienie wobec euro złoty stracił na wartości wobec większości walut.

Perspektywy na rok 2011

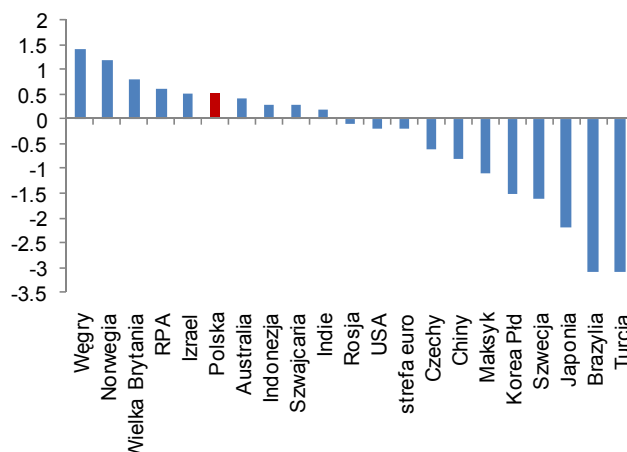
Na korzyść mocniejszego złotego w przyszłym roku będzie oddziaływał coraz silniejszy wzrost gospodarczy (więcej na str. 5). Dynamika PKB kształtuje się dosyć korzystnie na tle innych gospodarek regionu oraz innych krajów wschodzących. Ponadto według naszych oczekiwań Polska gospodarka, jako jedna z niewielu, odnotuje w 2011 r. przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego.

Wykres 23. Dosyć wysoka dynamika PKB w Polsce na tle regionu (PKB % r/r, 2011 r.)



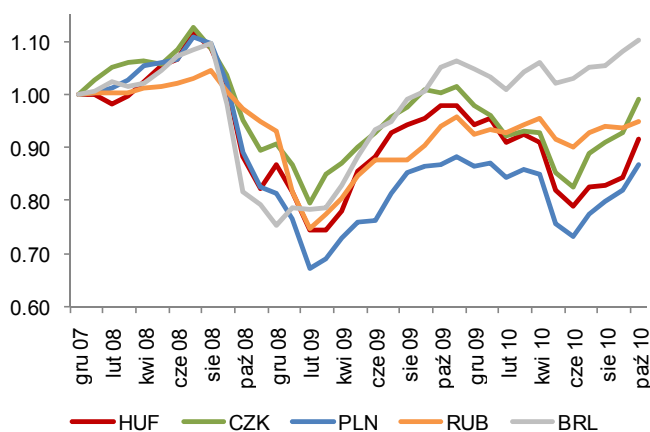
Źródło: prognozy Citi

Wykres 24. Oczekiwane dalsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego (pkt proc. - różnica w dynamice PKB prognozowanej na 2011 i 2010)



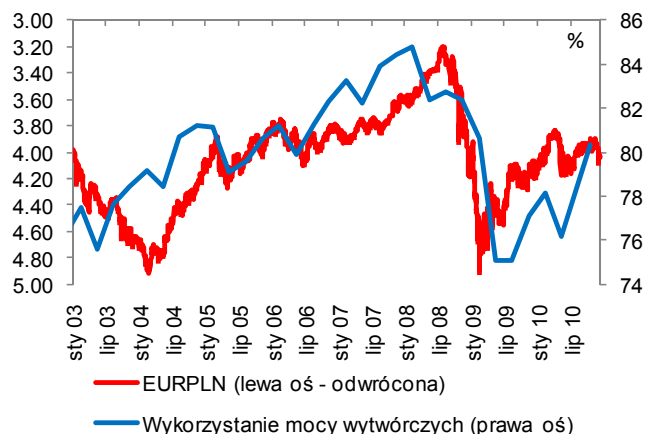
Źródło: prognozy Citi

Wykres 25. „Niedowartościowany” kurs REER na tle regionu



Źródło: Citi

Wykres 26. Dalszy wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych będzie przemawiał za mocniejszym złotym

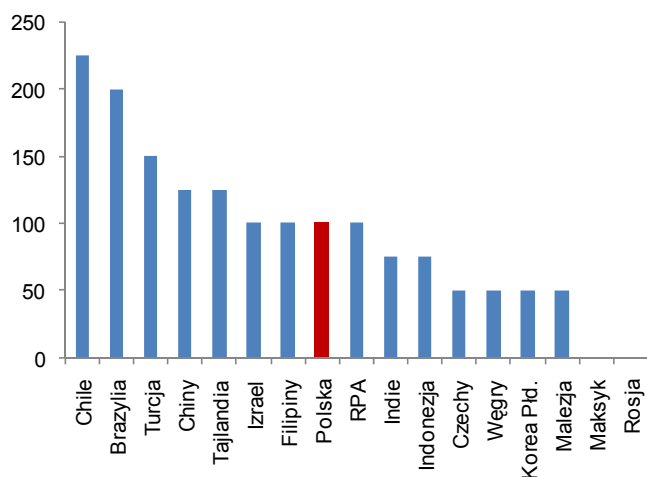


Źródło: NBP, Reuters

Na umocnienie złotego w kontekście dobrych perspektyw gospodarczych wskazuje fakt, że złoty pozostaje wciąż względnie niedowartościowany. Odreagowanie kursu REER złotego od momentu wybuchu kryzysu finansowego w 2008 roku było najslabsze w regionie (Wykres 25). Ponadto na silny związek wartości krajowej waluty z poziomem aktywności gospodarczej wskazuje wysoka korelacja kursu EURPLN z poziomem wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 26).

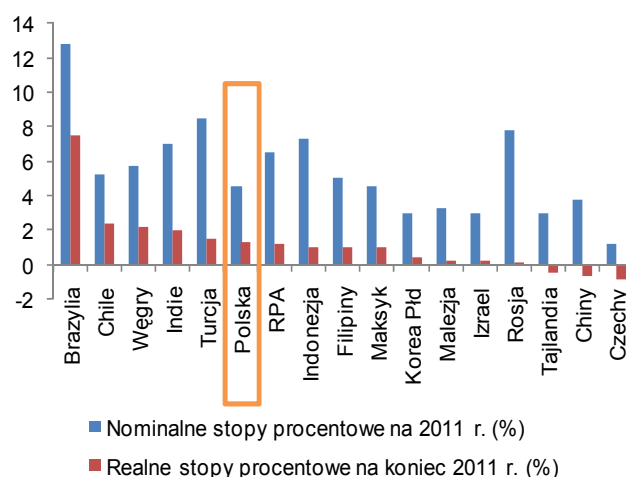
Czynnikami przemawiającym za mocniejszym złotym są także perspektywy podwyżek stóp procentowych (więcej na str. 10). Zacieśnienie polityki pieniężnej w krajach rozwijających się w obliczu oczekiwanego utrzymania luźnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne przez długi okres będzie powodować wzrost dysparytetu stóp procentowych, co przy utrzymaniu wysokiej płynności (kontynuowany drugi program zakupu aktywów przez Fed) na rynkach zagranicznych nasili napływ kapitału spekulacyjnego.

Wykres 27. Oczekiwane podwyżki stóp procentowych (pb)



Źródło: Prognozy Citi

Wykres 28. Stopy realne powinny wesprzeć napływ kapitału (% na koniec 2011)



Źródło: Prognozy Citi

Dobre wyniki gospodarki będą sprzyjały kontynuacji napływu kapitału na rynek akcji i obligacji. W przyszłym roku rząd zaplanował przychody z tytułu prywatyzacji na poziomie 15 mld zł, a dobra koniunktura sprawia, że proces prywatyzacji powinien cieszyć się dużym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych. Ponadto w przyszłym roku powinien utrzymać się duży napływ kapitału zagranicznego na rynki dłużne krajów rozwijających się, a wysokie tempo wzrostu gospodarczego i spadający deficyt fiskalny w kraju powinny zachęcić inwestorów do zakupu także polskich obligacji.

Presja na aprecjację walut gospodarek wschodzących spowoduje, że temat interwencji walutowych może pozostać aktualny także w 2011 r. Umocnienie walut gospodarek wchodzących będzie znaczne za sprawą oczekiwanego utrzymania napływu kapitału w obliczu utrzymującej się dużej płynności na rynkach finansowych. Niemniej jednak oczekiwany przez nas wzrost inflacji w Polsce przyszłym roku może sprawić, że bank centralny będzie mniej skłonny do hamowania aprecjacji złotego poprzez interwencję na rynku. Tym bardziej, że na możliwość aprecjacji złotego bez

dużej szkody dla eksportu wskazuje kurs progowy opłacalności eksportu (ok. 3,70 na koniec III kwartału), który jest wciąż znacznie poniżej obecnie notowanych poziomów na rynku.

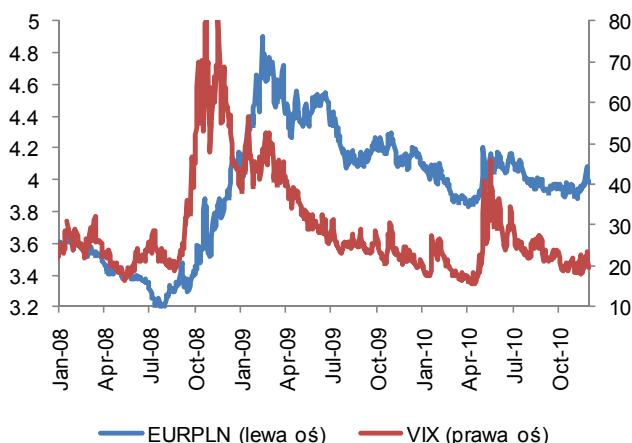
W ciągu roku spodziewamy się spadku kursu EUR/PLN do 3,77, a USD/PLN do 2,62 przy wzroście kursu EUR/USD do 1,44.

Czynniki ryzyka dla złotego w roku 2011

Główne zagrożenia dla złotego płyną z możliwego wzrostu awersji do ryzyka w przypadku nasilenia kryzysu zadłużenia w strefie euro i z silniejszego spowolnienia gospodarczego na świecie³.

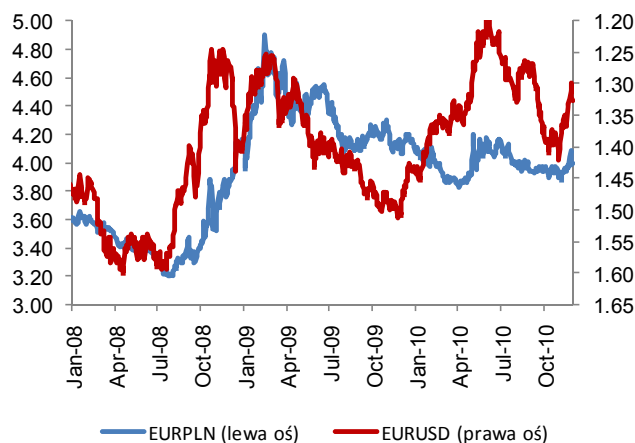
Oczekujemy, że w najbliższych latach dojdzie do restrukturyzacji części długu najbardziej zadłużonych krajów strefy euro. Choć według prognoz Citi może to nastąpić po 2011 r., temat problemów fiskalnych krajów z wysokim zadłużeniem będzie powodował, że awersja do ryzyka na rynkach finansowych może powracać w nieoczekiwanych momentach.

Wykres 29. Kurs EURPLN wrażliwy na zmiany awersji do ryzyka



Źródło: Reuters

Wykres 30. Kurs EURPLN vs. EURUSD



Źródło: prognozy Citi

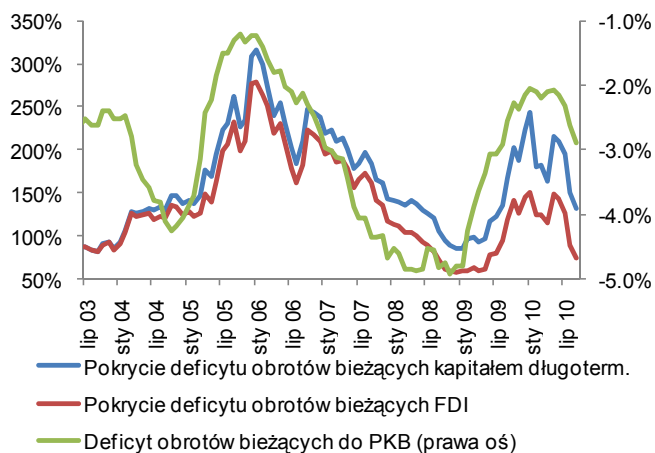
Poza tym dostrzegamy zagrożenia dla wzrostu gospodarczego na świecie, szczególnie w przypadku silniejszego od oczekiwań spowolnienia gospodarczego w Chinach w związku z planowanym zacieśnieniem polityki gospodarczej w Państwie Środka. Słabszy wzrost na świecie i w Polsce wpłynąłby negatywnie na złotego.

Krajowa waluta będzie wciąż najsilniej w regionie odczuwała skutki ewentualnego wzrostu awersji do ryzyka ponieważ złoty jest wykorzystywany przez inwestorów zagranicznych do zajmowania pozycji w regionie ze względu na dużą płynność krajowego rynku walutowego na tle innych rynków Europy Centralnej. Do wzrostu zmienności kursu złotego w przypadku skoków awersji do ryzyka może przyczynić się dalszy spadek pokrycia deficytu obrotów bieżących przez napływ kapitału długoterminowego obserwowany w II połowie 2010 r.

³ Por. [Emerging Markets Macro and Strategy Outlook](#): Prospects for 2011, 30 listopada 2010.

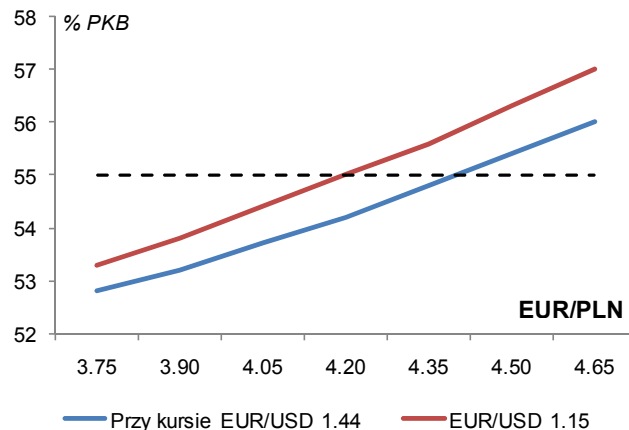
Ryzykiem dla złotego jest także możliwa wyprzedaż obligacji przez inwestorów zagranicznych w związku z zacieśnieniem w polityce monetarnej oraz w przypadku słabego wykonania budżetu.

Wykres 31. Spadające pokrycie deficytu obrotów bieżących przez napływ kapitału długoterminowego



Źródło: prognozy Citi

Wykres 32. Dług do PKB w 2011 wrażliwy na zmiany kursu złotego



Źródło: Szacunki własne na podstawie danych KE

W przypadku realizacji ryzyk dla naszego scenariusza bazowego oraz skokowych wzrostów awersji do ryzyka osłabieniu złotego mogłaby przeciwdziałać aktywność Ministerstwa Finansów. Obecność resortu finansów na rynku walutowym byłaby większa szczególnie w przypadku gdyby zagrożony był poziom długu w relacji do PKB na poziomie 55% (patrz wykres 32). Taka sytuacja miałaby miejsce w przypadku osłabienia złotego już do ok. 4,30-4,40 wobec euro przy kursie EUR/USD na poziomie 1,44. Naszym zdaniem resort finansów mógłby wymieniać środki walutowe bezpośrednio na rynku już w przypadku przekroczenia poziomu 4,10 przez kurs EUR/PLN, tak by ograniczyć dynamikę ewentualnego osłabienia waluty krajowej. Wzrost awersji do ryzyka i znaczne osłabienie złotego przy utrzymaniu dobrej koniunktury stanowiłoby ryzyko dla wyższej inflacji i mogłoby przyspieszyć decyzję NBP o podwyżce stóp procentowych.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	09/12/2010	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11
USD/PLN	3,0508	2,76	2,72	2,65	2,62
EUR/PLN	4,0330	3,84	3,83	3,81	3,77
GBP/PLN	4,8147	4,41	4,35	4,28	4,28
CHF/PLN	3,0927	2,72	2,70	2,65	2,62

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek długu

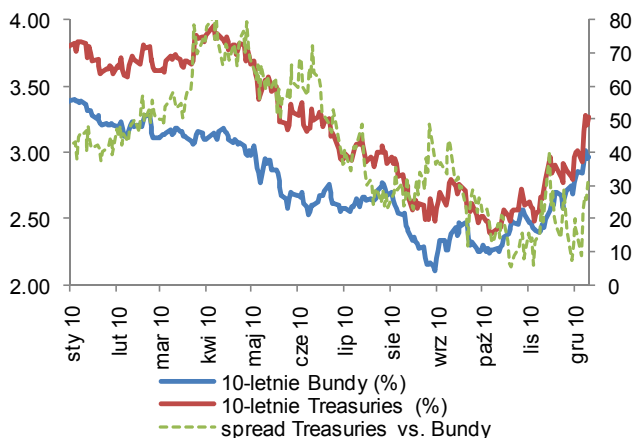
- Oczekujemy wypłaszczenia krzywej rentowności w związku z oczekiwanym zacieśnieniem polityki monetarnej przy poprawie apetytu na ryzyko i kontynuacji napływu kapitału zagranicznego na rynek długu.
- Ewentualne modyfikacje w systemie emerytalnym mogłyby przynieść istotne zmiany strukturalne na rynku długu.
- Ryzykiem dla rynku długu jest redukcja zaangażowania inwestorów zagranicznych na rynku krajowym, wzrost awersji do ryzyka w związku sytuacją fiskalną w strefie euro oraz silniejsze spowolnienie gospodarcze na świecie.

Podsumowanie roku 2010

W mijającym roku doszło do spadku rynkowych stóp procentowych w Polsce w związku z opóźnieniem podwyżek stóp procentowych oraz z zakupami krajowych obligacji przez inwestorów zagranicznych.

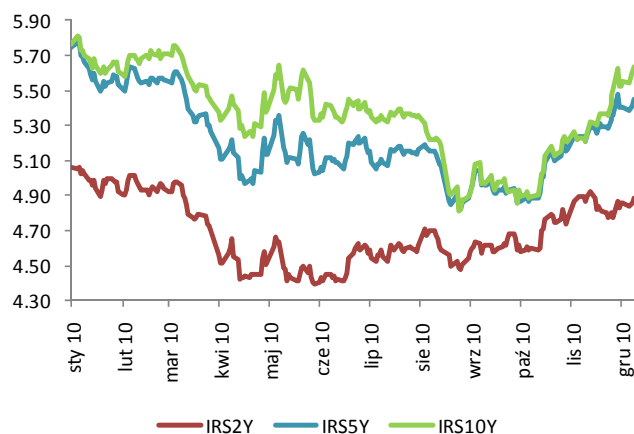
Obawy o spowolnienie gospodarcze na świecie utrzymywały się przez większą część roku, co zaowocowało spadkiem rynkowych stóp procentowych za granicą. Przyczyniło się do tego również oczekiwanie na uruchomienie II-go programu zakupu aktywów przez Fed. Obniżenie stóp rynkowych na bazowych rynkach w wyniku oddalenia perspektywy podwyżek stóp procentowych działało także w kierunku niższych stóp w kraju (Wykres 33).

Wykres 33. Spadek stóp na bazowych rynkach (%)



Źródło: Reuters

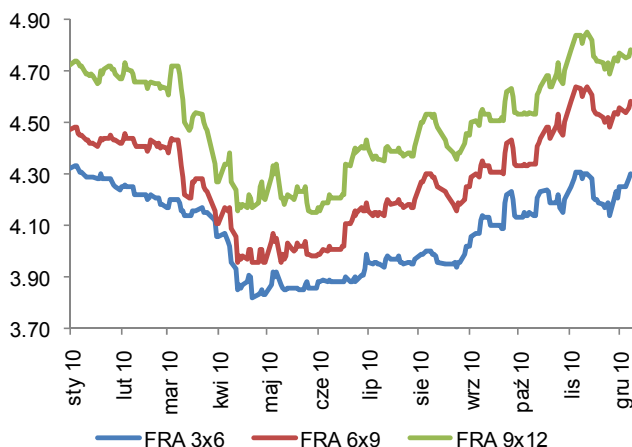
Wykres 34. Stopy IRS w Polsce (%)



Źródło: Reuters

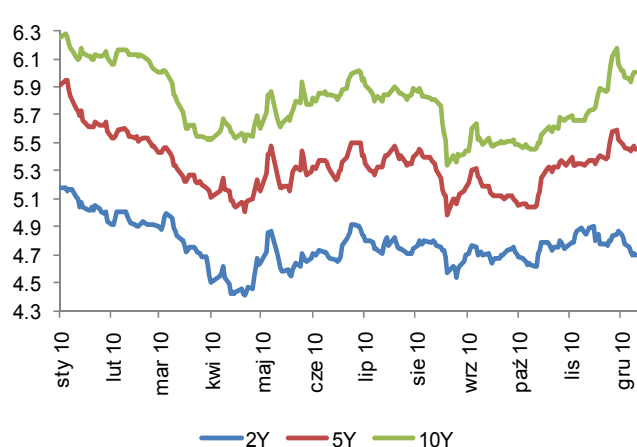
Istotny wpływ na odsunięcie terminu podwyżek stóp w Polsce miała także zmiana w składzie osobowym RPP. Nowy prezes banku centralnego Marek Belka okazał się osobą wyjątkowo wrażliwą na zagrożenia dla wzrostu gospodarczego płynące z zagranicy oraz na umocnienie złotego, a jego opinie mogły mieć spory wpływ na decyzje pozostałych członków Rady.

Wykres 35. Stopy FRA (%)



Źródło: Reuters

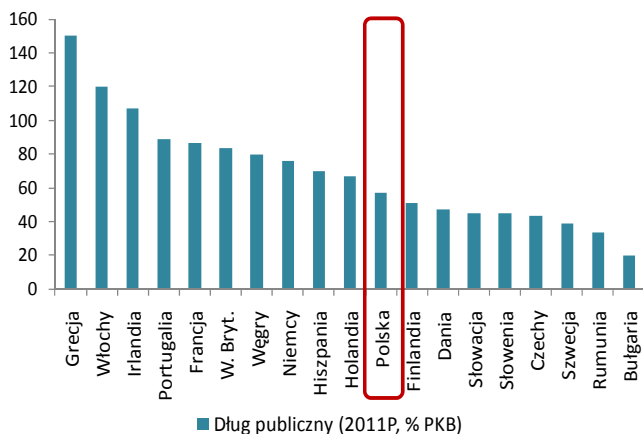
Wykres 36. Rentowności obligacji (%)



Źródło: Reuters

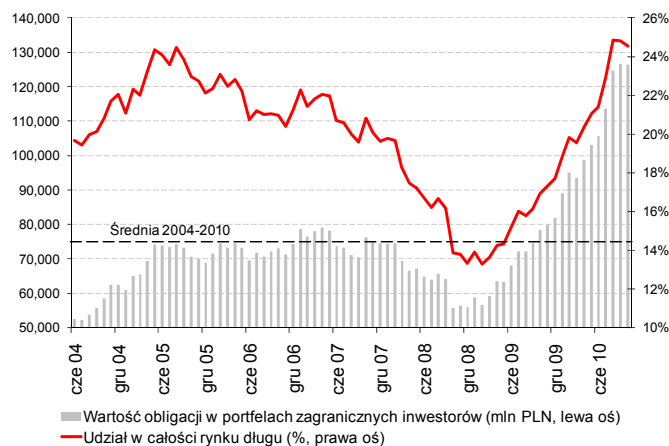
Mimo rosnących obaw o spowolnienie gospodarcze na świecie dane z krajowej gospodarki zaskakiwały pozytywnie. Dzięki temu oraz za sprawą relatywnie niskiej relacji długu do PKB na tle innych krajów sukcesywnie rosło zainteresowanie inwestorów zagranicznych krajowym rynkiem obligacji. W ciągu roku zaangażowanie inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji znacząco się zwiększyło, a ich udział w całkowitym wyemitowanym skarbowym długu krajowym wzrósł w ciągu roku z ok. 17,7% do ok. 24,5% (Wykres 38).

Wykres 37. Relatywnie niska relacja długu do PKB na tle innych krajów UE (% PKB – prognoza na 2011)



Źródło: prognozy Komisji Europejskiej

Wykres 38. Znaczny wzrost udziału inwestorów zagranicznych w wyemitowanym długu krajowym

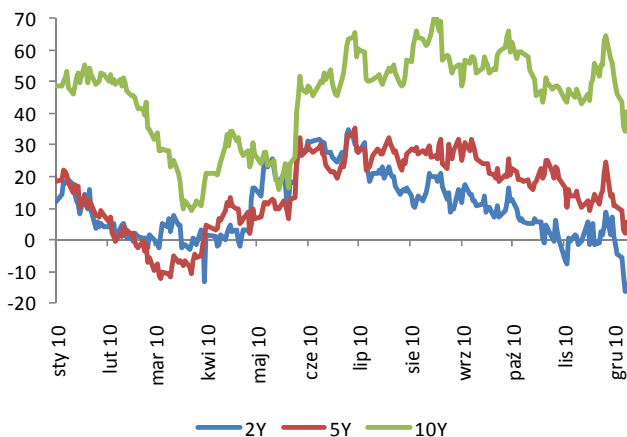


Źródło: Ministerstwo Finansów

Mimo że w ciągu roku stopy rynkowe obniżyły się to skala ich spadku mogłaby być większa, gdyby nie utrzymujące się obawy o sytuację fiskalną krajów peryferyjnych strefy euro. Wzrost awersji do ryzyka wynikający z problemów z zadłużeniem krajów PIIGS spowodował znaczny wzrost rentowności w II kwartale oraz pod koniec roku. Utrzymujące się relatywnie wysokie ryzyko kredytowe zaowocowało zwiększeniem nachylenia krzywej rentowności obligacji za sprawą mniejszego spadku rentowności na długim końcu krzywej. Jednocześnie *asset swap* spread na krótkim końcu spadł poniżej 0, a na długim końcu utrzymał się na

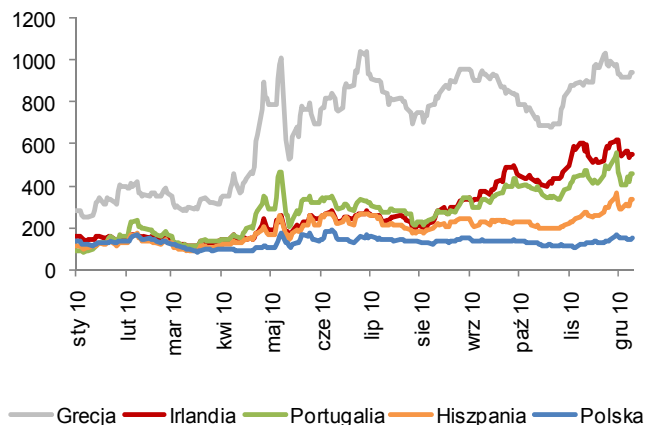
poziomach bliskich z początku roku (ok. 40 pb dla 10-letnich obligacji). W przypadku stawek CDS przez większą część roku dominowała tendencja wzrostowa, choć w porównaniu do peryferyjnych krajów strefy euro można powiedzieć, że ten wzrost był niemal niezauważalny, co potwierdzało wiarygodność polskiej gospodarki w oczach inwestorów (Wykres 40).

Wykres 39. Spread asset swap (pb)



Źródło: Reuters

Wykres 40. Stawki 5-letnich CDS (pb)



Źródło: Reuters

Perspektywy na rok 2011

W 2011 r. spodziewamy się wypłaszczenia krzywej rentowności w związku z oczekiwanym zacieśnieniem polityki monetarnej przy utrzymaniu dosyć wysokiego apetytu na ryzyko.

Naszym zdaniem RPP zdecyduje się podwyższyć stopy procentowe łącznie o 100 pb do końca 2011 r. (więcej na str. 10). Spodziewamy się, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi w styczniu. Niemniej jednak, widzimy ryzyko po stronie nieco późniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej ze względu na stanowisko prezesa NBP. Naszym zdaniem prezes Belka, który ma decydujący głos w przypadku remisu w głosowaniu RPP, może przekonywać pozostałych członków Rady, że podwyżka powinna nastąpić później. Obecnie krzywa FRA wycenia terminy podwyżek stóp procentowych oraz łączną ich skalę w przyszłym roku mniej więcej zgodnie z naszym scenariuszem bazowym.

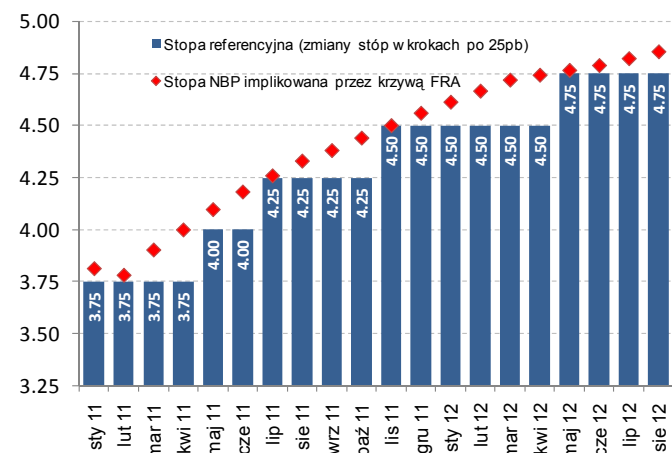
Tabela 5. Harmonogram posiedzeń RPP

Miesiąc	Termin posiedzenia decyzyjnego	Termin posiedzenia roboczego
Styczeń	18-19	
Luty	-	15
Marzec	1-2*	15
Kwiecień	4-5	19
Maj	10-11	17
Czerwiec	7-8*	14
Lipiec	5-6	
Sierpień	-	23
Wrzesień	6-7	20
Październik	4-5*	18
Listopad	8-9	15
Grudzień	6-7	20

* miesiąc publikacji Raportu o inflacji

Źródło: NBP

Wykres 41. Oczekiwanie rynku na podwyżki stóp zbliżone do naszych dzień 9/12/2010 (%)

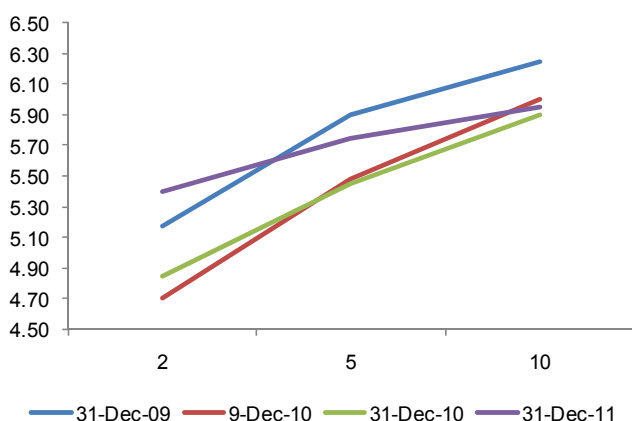


Źródło: Szacunki własne na podstawie danych Reuters

W 2011 roku powinno dojść do wypłaszczenia krzywej rentowności.

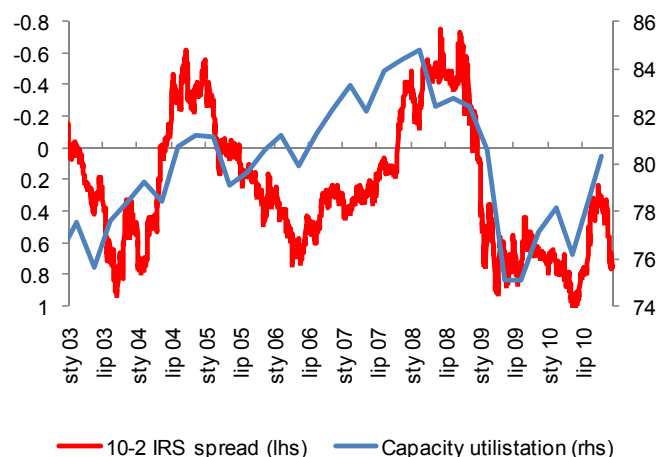
Zacieśnienie polityki pieniężnej powinno doprowadzić naszym zdaniem do dalszego wzrostu krótkoterminowych stóp IRS oraz rentowności obligacji. Tymczasem długi koniec krzywej rentowności obligacji powinien być wsparty przez kontynuację napływu kapitału zagranicznego na rynki dłużne gospodarek rozwijających się przy stopniowej poprawie apetytu na ryzyko. Nasz scenariusz wypłaszczenia krzywej rentowności wspiera między innymi oczekiwany przez nas dalszy wzrost wykorzystania mocy wytwórczych w gospodarce, który w przeszłości dosyć dobrze odzwierciedlał nachylenie krzywej rentowności obligacji (Wykres 43).

Wykres 42. Oczekujemy wypłaszczenia krzywej rentowności ...



Źródło: Reuters, prognozy Citi Handlowy

Wykres 43. ... na co wskazuje oczekiwany dalszy wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych



Źródło: Reuters, NBP

Spodziewamy się także zacieśnienia spreadu *asset swap* na długim końcu krzywej i zawężenia spreadu wobec Bundów. Naszym zdaniem *asset swap* spread dla 10-letnich rentowności powinien się obniżyć w związku z utrzymaniem napływu kapitału na rynek dłużny przy rosnących

oczekiwaniach na podwyżki stóp. Wzrost rentowności obligacji w USA i w Niemczech powinien prowadzić do stopniowego zawężania się spreadów polskich obligacji wobec amerykańskich i niemieckich obligacji.

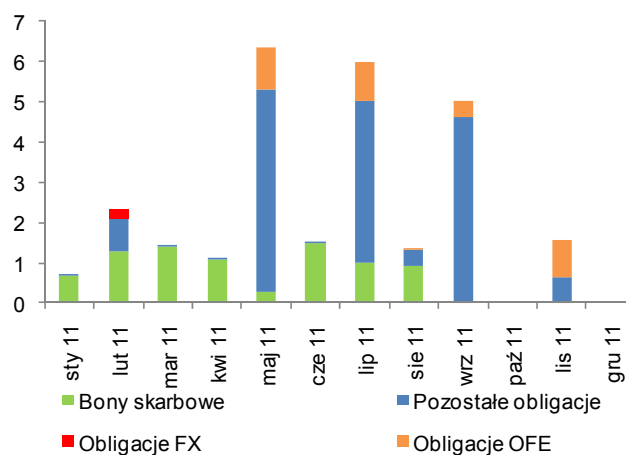
Istotne strukturalne zmiany na krajowym rynku długu nastąpiłyby w przypadku wprowadzenia propozycji zmian w systemie emerytalnym. Naszym zdaniem dotychczasowe propozycje dotyczące wprowadzenia obligacji emerytalnych przyczyniłyby się do ograniczenia podaży obligacji na krajowym rynku. Zgodnie z nimi, od przyszłego roku Ministerstwo Finansów miałoby wymieniać zapadające obligacje skarbowe będące w portfelach funduszy emerytalnych na tzw. obligacje emerytalne.

Tabela 6. Struktura portfela obligacji OFE na koniec września 2010 (mld zł)

Obligacja	OFE (mld zł)	Udział OFE w rynku
DZ0811	0,03	2,0%
DZ1111	3,65	61,3%
OK0711	3,90	19,9%
PS0511	4,15	17,6%
WZ0911	1,59	8,1%
OK0112	5,09	20,9%
OK0712	5,95	22,4%
OK1912	4,03	15,1%
PS0412	4,95	18,0%
2011	13,32	18,8%
2012	20,02	19,0%
2013	10,92	23,7%
Łącznie	112,3	24,1%

Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 44. Zapadalności krajowych SPW wraz z kwotą, która byłaby zastąpiona przez obligacje emerytalne



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

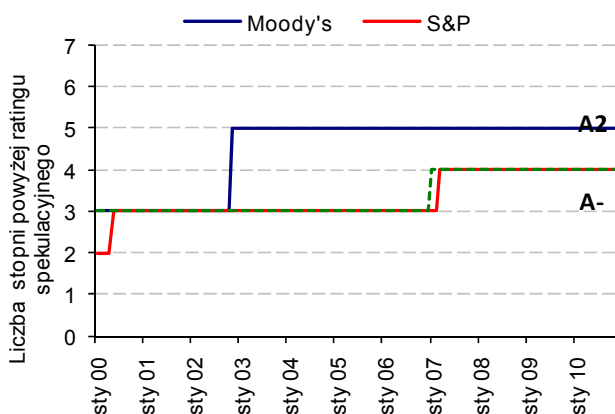
Ponadto według aktualnych propozycji od II kwartału przyszłego roku równowartość 2% z 7,3% składki dla OFE miałyby być przekazywana funduszom w formie obligacji emerytalnych. Obligacje emerytalne miałyby mieć długi okres do zapadalności (prawdopodobnie ok. 30-40 lat). W związku z tym zmniejszyłaby się podaż obligacji krajowych ze strony Ministerstwa Finansów i najprawdopodobniej spadłaby podaż obligacji o długich terminach zapadalności, co działałoby w kierunku obniżenia duration krajowego długu rynkowego (całkowity dług miałby dłuższe duration). Gdyby proponowane zmiany zostały wprowadzone od początku roku podaż długu spadłaby o maksymalnie 20 mld zł, z czego ok. 13 mld zł z tytułu długu w portfelach OFE zapadającego w przyszłym roku i ok. 6,3 mld zł z tytułu obniżenia składki emerytalnej przekazywanej OFE o 2 pkt proc. Szczegóły zmian w systemie emerytalnym nie są jeszcze w pełni znane.

Czynniki ryzyka dla scenariusza bazowego

W przypadku gdyby Rada opóźniła pierwszą decyzję o podwyżkach stóp procentowych wówczas skala późniejszego zacieśnienia mogłaby okazać się większa i kolejne podwyżki następowałyby z większą częstotliwością.

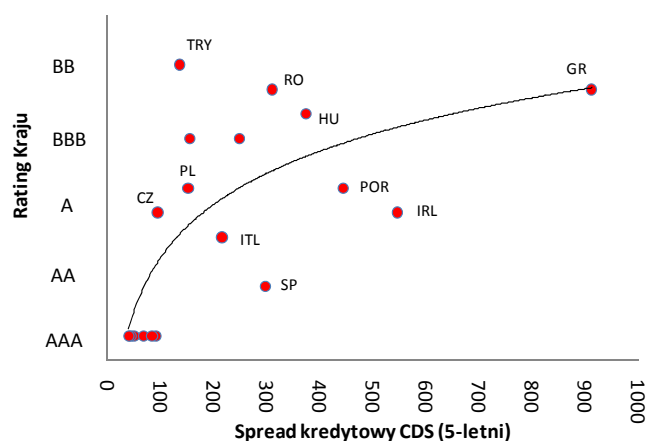
Zagrożeniem dla rynku długu jest możliwość wyprzedzaży obligacji przez inwestorów zagranicznych. Czynnikiem, który mógłby przyczynić się do spadku zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku długu są podwyżki stóp procentowych. Ryzykiem dla wyprzedzaży obligacji byłoby także słabe wykonanie budżetu w przypadku silniejszego wyhamowania wzrostu gospodarczego na świecie, który miałby przełożenie także na krajową gospodarkę. Ryzyko płynące z sytuacji fiskalnej jest szczególnie istotne w kontekście nadchodzących wyborów parlamentarnych, które nie sprzyjają znaczącej redukcji wydatków budżetowych. Ponadto w przypadku braku istotnych kroków w kierunku konsolidacji fiskalnej po wyborach parlamentarnych istnieje ryzyko obniżenia ratingu kredytowego Polski, co sygnalizowały główne agencje ratingowe. Naszym zdaniem obniżenie ratingu kredytowego doprowadziłoby do podwyższenia stóp rynkowych i wystromienia krzywej rentowności obligacji. W przypadku znacznego nasilenia awersji do ryzyka w związku z utrzymaniem obaw o sytuację peryferyjnych krajów strefy euro w przyszłym roku mogłoby również dojść do wzrostu spreadów *asset swap* i wzrostu stawek CDS.

Wykres 45. Historia zmian ratingów Polski



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 46. CDS vs. ratingi krajów (S&P).



Źródło: Reuters

Tabela 7. Prognozy stóp procentowych (wartości na koniec okresu)

	09/12/2010	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11
Stopa referencyjna	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	3,50%
WIBOR3M	3,83%	4,29%	4,51%	4,67%	4,02%
Obligacje 2-letnie	4,62%	5,00%	5,20%	5,30%	5,40%
Obligacje 5-letnie	5,45%	5,55%	5,60%	5,65%	5,75%
Obligacje 10-letnie	6,00%	5,80%	5,85%	5,90%	5,95%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2009			2010									
	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9.9	7.4	8.5	9.2	12.5	9.7	13.5	14.3	10.3	13.5	11.8	8.0	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-3.2	-5.4	-5.4	3.1	19.1	-9.2	1.6	6.8	-6.1	-1.8	13.2	-1.6	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	11.4	8.3	10.1	10.8	13.9	11.1	14.5	15.5	10.9	14.3	13.3	9.3	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	9.9	3.2	-15.3	-24.7	-10.9	-6.3	2.3	9.6	0.8	8.5	13.4	9.4	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	6.3	7.2	2.5	0.1	8.7	-1.6	4.3	6.4	3.9	6.6	8.6	9.0	-
Stopa bezrobocia (%)	11.4	12.1	12.9	13.2	13.0	12.4	12.1	11.7	11.5	11.4	11.5	11.5	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-2.2	-1.8	-1.4	-1.1	-0.6	0.0	0.5	1.1	1.4	1.6	1.8	2.1	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.3	3.5	3.5	2.9	2.6	2.4	2.2	2.3	2.0	2.0	2.5	2.8	-
Inflacja (% m/m)	0.3	0.0	0.6	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	-0.2	-0.4	0.6	0.5	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	1.9	2.1	0.2	-2.4	-2.6	-0.4	1.9	2.1	3.8	4.0	4.3	4.0	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.4	-0.2	0.4	-0.1	-0.2	1.4	2.0	1.0	0.1	-0.2	0.1	0.0	-
Plące - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	2.3	6.5	0.5	2.9	4.8	3.2	4.8	3.5	2.1	4.2	3.7	3.9	-
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,637	-884	-826	512	-821	-312	-453	-757	-1,518	-1,255	-1,417	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.4	-2.1	-2.0	-2.1	-2.2	-2.1	-2.1	-2.1	-2.3	-2.6	-	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-266	-442	-109	-154	-419	-152	-399	-101	-606	-825	-537	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	9,293	8,203	8,504	9,316	10,621	10,034	10,012	10,703	10,036	9,593	11,258	-	-
Eksport (% r/r)	1.8	15.1	12.5	19.9	22.6	23.1	24.4	27.0	17.5	22.9	17.9	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	9,559	8,645	8,613	9,470	11,040	10,186	10,411	10,804	10,642	10,418	11,795	-	-
Import (% r/r)	-10.5	-3.2	7.2	21.6	23.4	22.1	28.9	23.9	18.9	26.2	23.9	-	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.0	8.1	6.3	5.1	5.5	6.1	7.7	7.1	7.8	9.4	8.9	-	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	17.5	15.3	13.0	11.4	9.5	8.9	9.3	9.3	9.4	10.0	9.8	-	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.0	10.4	6.3	7.8	10.4	13.3	15.0	13.2	12.1	15.2	12.6	-	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	18.5	12.0	8.6	5.5	5.7	8.4	9.6	13.1	13.7	15.5	12.4	-	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-0.3	-3.3	-5.2	-7.0	-9.0	-7.3	-5.5	-4.4	-3.5	-2.5	-3.2	-	-
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
WIBOR 3M (średnio)	4.19	4.23	4.24	4.17	4.13	3.92	3.85	3.86	3.84	3.81	3.82	3.83	3.85
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.19	4.27	4.19	4.15	4.10	3.86	3.86	3.87	3.82	0.00	3.84	3.85	3.88
Bony 52 tyg. (średnio)	4.26	4.27	3.90	3.89	3.89	3.71	3.91	4.15	4.03	4.01	4.00	4.11	4.11
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.10	5.18	4.94	4.92	4.55	4.64	4.68	4.85	4.74	4.68	4.71	4.82	4.71
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.69	5.90	5.58	5.48	5.15	5.16	5.29	5.41	5.40	5.20	5.22	5.28	5.46
EUR/PLN (koniec okresu)	4.14	4.11	4.06	3.98	3.86	3.90	4.08	4.15	4.01	4.00	3.99	3.99	4.07
USD/PLN (koniec okresu)	2.75	2.85	2.91	2.93	2.87	2.93	3.31	3.39	3.07	3.16	2.93	2.89	3.13
EUR/USD (koniec okresu)	1.50	1.43	1.39	1.36	1.35	1.33	1.23	1.22	1.30	1.27	1.36	1.38	1.30
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	24.0	24.4	4.8	16.7	22.7	27.0	32.1	36.8	34.9	36.9	39.5	41.8	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	88.4	89.8	9.3	32.1	43.5	51.8	61.6	70.5	66.9	70.7	75.7	80.1	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	254	304	342	426	533	433	479	574
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	925	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,432	1,540
PKB per capita (USD)	6,642	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,556	15,055
Populacja (mln)	38,2	38,2	38,1	38,1	38,1	38,2	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	19,5	18,2	14,9	11,2	9,5	11,9	12,0	11,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,3	3,6	6,2	6,7	5,1	1,7	3,7	4,0
Inwestycje (% r/r)	6,4	6,5	14,9	17,6	9,6	-1,1	-0,8	10,1
Konsumpcja (% r/r)	4,3	2,7	5,2	4,7	6,1	2,0	3,2	2,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,7	2,1	5,0	5,0	5,7	2,1	3,2	3,3
Eksport (% r/r)	14,0	8,0	14,6	9,1	7,1	-6,8	10,5	6,2
Import (% r/r)	15,8	4,7	17,3	10,9	8,0	-12,4	11,2	8,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,3	0,5	1,4	4,0	3,3	3,5	3,1	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	3,6	2,1	1,1	2,5	4,5	3,5	2,6	3,5
Płace nominalne (% r/r)	4,2	3,2	5,0	9,3	10,3	4,4	3,4	4,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6,50	4,50	4,00	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6,46	4,40	3,96	5,37	5,41	3,56	3,80	4,82
Rentowność obligacji 10-letniej (koniec okresu)	6,13	5,01	4,98	6,11	5,34	5,91	5,80	5,95
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,26	2,90	2,45	3,00	2,87	2,91	2,62
USD/PLN (Średnia)	3,65	3,23	3,10	2,76	2,39	3,11	3,02	2,71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,08	3,86	3,83	3,58	4,17	4,11	3,96	3,77
EUR/PLN (Średnia)	4,54	4,03	3,89	3,78	3,52	4,33	4,00	3,84
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-10,0	-3,7	-9,4	-20,3	-25,5	-9,7	-13,5	-20,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-1,2	-2,7	-4,7	-4,8	-2,2	-2,8	-3,6
Saldo handlu zagranicznego	-5,6	-2,8	-7,0	-17,1	-26,0	-4,3	-8,3	-14,5
Eksport	81,8	96,5	117,4	145,3	178,7	142,1	162,5	200,5
Import	87,5	99,2	124,5	162,4	204,7	146,4	170,8	215,0
Saldo usług	0,1	0,7	0,7	4,8	5,0	4,8	4,4	6,4
Saldo dochodów	-8,2	-6,7	-9,7	-16,4	-12,8	-16,6	-16,5	-21,0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	12,3	7,0	10,7	18,0	10,3	8,8	7,0	9,0
Rezerwy międzynarodowe	36,0	42,2	48,2	54,6	57,2	69,7	90,0	106,0
Amortyzacja	21,3	30,1	23,5	30,2	32,4	24,6	34,8	35,9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-5,7	-4,1	-3,6	-1,9	-3,6	-7,2	-7,9	-6,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,9	-1,3	-1,0	0,4	-1,4	-4,6	-5,1	-3,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,7	47,5	47,8	44,9	46,9	49,8	53,1	52,8
Dług krajowy	34,5	34,5	35,6	34,3	34,8	36,8	40,1	40,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 7. Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	1.7	3.7	4.0	4.8	4.1	3.7
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	3.5	2.8	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	-2.8	-3.6	-4.5	-4.6	-4.3
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	5.00	5.00	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.87	2.91	2.62	2.57	2.59	2.59
USD/PLN (Średnia)	3.11	3.02	2.71	2.60	2.59	2.59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	3.77	3.50	3.50	3.50
EUR/PLN (Średnia)	4.33	4.00	3.84	3.62	3.50	3.50

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Analitik Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Poland

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie

