



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Kwiecień 2011, Nr 109 (4)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Polityka monetarna	s. 3
Gospodarka polska	s. 4
Kurs złotego	s. 7
Euromonitor	s.10
Na rynku	s. 11
Kalendarz	s. 12

ERNEST PYTLARCZYK
główny ekonomista
tel. (22) 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

MARCIN MAZUREK
starszy analityk
tel. (22) 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

PAULINA ZIEMBIŃSKA
analityk
tel. (22) 829 10 62
paulina.ziembinska@brebank.pl

MACIEJ PIELASZKIEWICZ
analityk
tel. (22) 829 90 34
maciej.pielaszkiwicz@brebank.pl

- Sekwencja przyszłych zdarzeń: znaczny wzrost inflacji za marzec (publikacja 13 kwietnia) i kolejny skokowy wzrost oczekiwań inflacyjnych (publikacja pod koniec miesiąca) nie wydaje się być antycypowana przez inwestorów i samą RPP. Oceniamy, że na przestrzeni najbliższych tygodni wygenerować powinny się zatem oczekiwania na kolejną rychłą podwyżkę stóp NBP (nawet w maju).
- 2011 może być rokiem znacznie niższego deficytu sektora centralnego. Ustawa budżetowa zakłada, że deficyt budżetu państwa w 2011 r. wyniesie 40,2 mld zł. W oparciu o prognozę wpływów z tytułu poszczególnych podatków oraz wydatków budżetu spodziewamy się, że deficyt będzie o około 9,5 mld zł niższy. 5 mld pojawi się w konsekwencji zmian systemowych i czynników cyklicznych, pozostałe +4,5 mld będzie wynikiem zdarzeń jednorazowych związanych z wysoką wypłatą z zysku NBP (4,5 mld zł powyżej planu).
- Analizę kursu złotego należałoby prowadzić w trzech horyzontach czasowych – długim, średnim i krótkim. Takie podejście do analizy/prognoz kursu naszej waluty nie wyklucza jednak uzyskania z pozoru sprzecznych rekomendacji dla każdego z powyższych okresów. W okresie długim złoty ciągle jawi się jako waluta niedowartościowana. Średni okres to przestrzeń czasowa, w którym na złotego w największym stopniu oddziałują czynniki cykliczne (tak, złoty jest walutą cykliczną), ale i struktura przepływów na rynku walutowym. Stąd duża część zagadkowej słabości złotego w roku 2010 wydaje się być wytłumaczalna szybkim pogorszeniem salda wymiany towarowej i rachunku obrotów bieżących (patrz również zagadka rekordowo wysokiego salda błędów i opuszczeń) oraz zmniejszeniem akcji kredytowej w walutach obcych (i towarzyszących jej przewalutowań). Krótki okres to domena tzw. carry trades i zasadniczy wpływ zmian dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro. Z tej perspektywy wizja podwyżek stóp przez RPP i napływu kapitału spekulacyjnego mogą okazać się istotnym krótkookresowym wsparciem dla polskiej waluty.
- Praktyka emerging markets wskazuje, że zacieśnienie monetarne, tym bardziej takie, któremu towarzyszą niespodzianki inflacyjne (kolejne wyższe odczyty inflacji i oczekiwań inflacyjnych) powinno wiązać się ze wzrostem rentowności na całej krzywej dochodowości.

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011P
PKB r/r	6,8	5,1	1,7	3,8	4,2
Inflacja (średnia w okresie)	2,5	4,2	3,5	2,8	3,7
Saldo na rachunku obrotów bież. (% PKB)	-4,5	-5,3	-1,6	-3,1	-3,8
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11,2	9,5	11,9	12,3	11,9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,25

Wskaźnik	2010				2011	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
PKB r/r	3,0	3,5	4,2	4,4	4,4↑	4,4↑
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3,0	2,1	2,6	2,9	3,7	3,7
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3,50	3,5	3,5	3,50	3,75	4,25

P - prognoza

Kwiecień 2011

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Sie 10	Wrz 10	Paź 10	Lis 10	Gru10	Sty11	Lut11	Mar11
PKB i produkcja								
PKB		4,2%			4,4%			
Popyt krajowy		4,2%			5,6%			
Spożycie indywidualne		3,5%			4,1%			
Nakłady brutto na środki trwałe		0,4%			0,9%			
Wartość dodana		3,8%			3,8%			
w przemyśle		10,2%			6,2%			
w budownictwie		6,1%			6,6%			
w sektorze usług rynkowych		2,0%			3,3%			
Produkcja przemysłowa r/r	13,6%	11,8%	8,0%	10,0%	11,4%	10,3%	10,70%	8,90%
Produkcja przemysłowa m/m	-1,8%	13,1%	-1,6%	-1,4%	-4,2%	-6,4%	3,50%	
Sprzedaż detaliczna r/r	6,6%	8,6%	9%	8,3%	12,0%	5,8%	12,20%	1,50%
Sprzedaż detaliczna m/m	-1,6%	1,2%	4,3%	-6,7%	25,3%	-28,6%	1,80%	
Rynek pracy								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3407,26	3403,68	3440,22	3525,67	3847,91	3391,59	3422,10	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,2%	3,7%	3,9%	3,6%	5,4%	5,0%	4,10%	3,80%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,8%	-0,1%	1,1%	2,5%	9,1%	-11,9%	0,90%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	1,6%	1,8%	2,1%	2,2%	2,4%	3,8%	4,20%	4,30%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	2,3%	0,20%	
Stopa bezrobocia	11,4%	11,5%	11,5%	11,7%	12,3%	13,0%	13,20%	13,30%
Handel zagraniczny								
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1281	-1089	-1217	-2195	-1573	-1709	50	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-825	-537						
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	22,9%	17,9%						
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	26,2%	23,9%						
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,6%	-2,9%						
Ceny								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	-0,4%	0,6%	0,5%	0,1%	0,4%	1,2%	0,20%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,0%	2,5%	2,8%	2,7%	3,1%	3,8%	3,60%	4,00%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,6%	-	1,70%	1,80%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,2%	0,1%	0,0%	0,4%	1,2%	0,4%	1,00%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	4,0%	4,3%	3,9%	4,7%	6,2%	6,2%	7,30%	8,40%
Agregaty monetarne								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	749,6	752,9	756,6	763,4	782,5	769,1	775,3	
Podaż pieniądza r/r	9,4%	8,9%	6,4%	9,1%	8,7%	8,2%	8,30%	8,30%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	15,5%	12,4%	10,0%	14,3%	13,9%	12,7%	13,66%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-2,2%	-3,1%	-2,3%	-0,7%	-0,3%	0,4%	0,80%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	10,0%	9,7%	10,2%	10,1%	9,8%	9,4%	9,71%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	15,2%	12,9%	13,2%	10,7%	9,9%	9,2%	8,83%	
Kursy walutowe								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4,00	3,97	3,97	4,02	3,96	3,93	3,96	4,02
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,15	2,91	2,85	3,10	2,96	2,87	2,87	2,84
Stopy procentowe								
Stopa interwencyjna NBP	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,75%	3,75%	3,75%
Stopa lombardowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,25%	5,25%	5,25%
Stopa depozytowa	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,25%	2,25%	2,25%
WIBOR 3M	3,71%	3,74%	3,83%	3,86%	3,92%	4,01%	4,11%	4,18%
Rentowność obligacji 2Y	4,73%	4,76%	4,73%	4,85%	4,76%	4,99%	5,09%	5,06%
Rentowność obligacji 5Y	5,19%	5,09%	5,16%	5,41%	5,48%	5,73%	5,84%	5,84%
Rentowność obligacji 10Y	5,43%	5,50%	5,56%	5,83%	6,00%	6,27%	6,28%	6,29%
Gospodarka światowa								
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,6%	1,9%	1,9%	1,9%	2,2%	2,3%	2,40%	2,60%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)		1,9%			1,9%			
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	1,1%	1,1%	1,2%	1,1%	1,5%	1,6%	2,10%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)		2,6%			2,8%			
Stopa docelowa Fed Funds	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy węż oznaczono prognozy.

Kwiecień 2011

POLITYKA MONETARNA

Stopy NBP 25pb w górę. Jastrzębi komunikat.

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła na kwietniowym posiedzeniu stopy procentowe o 25pb. Znacznemu zaostreniu uległ język komunikatu. Na pierwszy plan wysuwa się obawa o oczekiwania inflacyjne i utrwalenie podwyższonej inflacji. RPP już wprost mówi o rosnącej presji inflacyjnej i kontynuacji cyklu zacieśnienia (wcześniej miał być to jedynie „proces zacieśnienia”, czyli według nomenklatury Rady coś mniej oczywistego i przewidywalnego niż cykl). Rada przyzwyczaiła nas już do częstych zmian swojej oceny perspektyw dla polskiej gospodarki. Tym razem, pod wpływem prawdopodobnie miesięcznych danych, RPP wskazuje na zmniejszenie się prawdopodobieństwa osłabienia popytu konsumpcyjnego. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw jest według RPP „bardzo dobra”.

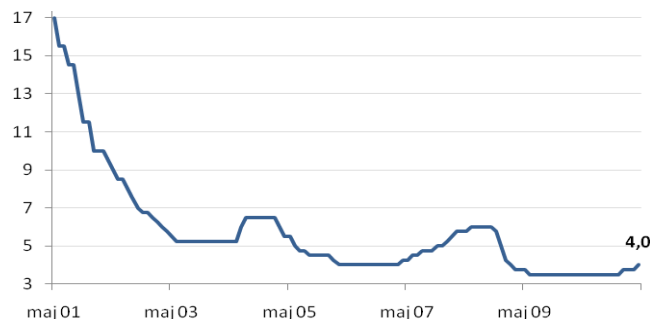
Dalsze wzrosty inflacji w najbliższych miesiącach

W dopiero co uzewnętrznionych obawach o wzrost presji inflacyjnej mogą Radę utwierdzić kolejne publikacje danych makro. Oceniamy, że odczyt inflacji za marzec będzie w większym stopniu niż to miało miejsce w poprzednim miesiącu odzwierciedlał znaczne przyspieszenie wzrostu cen żywności i paliw. Na taki scenariusz wskazują dane z monitoringu cen detalicznych w obrocie paliwami, oraz (już od kilku miesięcy) ankiety przeprowadzane przez GUS w handlu detalicznym (żywność). Stąd pojawia się ryzyko skokowego przyspieszenia inflacji do poziomu powyżej 4,0% z 3,6% r/r zanotowanych w marcu.

Sekwencja przyszłych zdarzeń: znaczny wzrost inflacji za marzec (publikacja 13 kwietnia) i kolejny skokowy wzrost oczekiwań inflacyjnych (publikacja pod koniec miesiąca) nie wydaje się być antycypowana przez inwestorów i samą RPP. Oceniamy, że na przestrzeni najbliższych tygodni wygenerować powinny się zatem oczekiwania na kolejną rychłą podwyżkę stóp NBP (nawet w maju).

Średniookresowe perspektywy dla inflacji i stóp procentowych

O ile w perspektywie najbliższych miesięcy czekać nas mogą niemiłe niespodzianki inflacyjne, to druga połowa roku może przynieść stopniowe obniżanie się rocznego wskaźnika inflacji. Stać się tak powinno jednak przede wszystkim ze względu na efekty statystyczne. Dużą niewiadomą są ceny artykułów rolnych w rozpoczynającym się od maja nowym cyklu produkcji rolniczej. W scenariuszu stabilizującego się lub obniżającego się rocznego wskaźnika RPP może być ciężko kontynuować zdecydowane zacieśnienie monetarne i to pomimo ostatnich zaskoczeń ze strony oczekiwań inflacyjnych. Oceniamy, że do końca roku 2011 RPP podwyższy stopy procentowe do poziomu 4,5%.

Wykres Stopa REPO

Źródło: Bloomberg

Kontynuacja zacieśnienia monetarnego w 2012?

Rynki wyceniają obecnie możliwość zacieśnienia monetarnego również w 2012 roku w skali około 50pb. Za takim scenariuszem przemawiałaby kontynuacja w roku przyszłym ożywienia gospodarczego zarówno w gospodarce globalnej, jak i gospodarce polskiej oraz problemy ze stabilizacją oczekiwań inflacyjnych i powrotem inflacji do poprzedniego reżimu. To dodatkowe zacieśnienie miałoby być poprzedzone trwającą obecnie fazą normalizacji poziomu stóp procentowych (w Polsce i Eurolandzie). Rozciągnięcie zacieśnienia monetarnego na rok 2012 byłoby jednak scenariuszem kontrastującym z praktyką poprzednich cykli zacieśnienia w Polsce (cykle te charakteryzowała faza zacieśnienia nie przekraczająca 14 miesięcy). Choć intrygująca, teza o nowym cyklu zacieśnienia monetarnego w przyszłym roku napotyka na takie kontrargumenty jak perspektywy mniej dynamicznego (niż w poprzednich cyklach) wzrostu gospodarczego w roku 2012, konieczność jednoczesnego zacieśnienia fiskalnego oraz w znacznej mierze wyprzedzającego zacieśnienia monetarnego zrealizowanego już w roku 2011, które to zacieśnienie ma oddziaływać nie tyle na zawężenie luki popytowej, co na ryzyko destabilizacji oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w związku z zaistniałymi szokami podażowymi (żywność, i częściowo surowce i paliwa).

Ernest Pytlarczyk

Kwiecień 2011

GOSPODARKA POLSKA

2011 może być rokiem znacznie niższego deficytu sektora centralnego

Ustawa budżetowa zakłada, że deficyt budżetu państwa w 2011 r. wyniesie 40,2 mld zł. W oparciu o prognozę wpływów z tytułu poszczególnych podatków oraz wydatków budżetu spodziewamy się, że deficyt będzie o około 9,5 mld zł niższy. 5 mld pojawi się w konsekwencji zmian systemowych i czynników cyklicznych, pozostałe +4,5 mld będzie wynikiem zdarzeń jednorazowych związanych z wysoką wypłatą z zysku NBP (4,5 mld zł powyżej planu). Zmniejszenie potrzeb pożyczkowych sprawia, że spowolnienie prywatyzacji na początku roku (patrz Enea) schodzi na dalszy plan, pozostając jednocześnie wentylem bezpieczeństwa oraz „straszakiem” w razie wzrostów rentowności papierów skarbowych.

Najbliższe lata przyniosą obniżenie relacji deficytu do PKB. Prognozy przedłożone Komisji Europejskiej zakładają, że ciężar konsolidacji finansów publicznych do 2012 roku (dot. całego sektora finansów publicznych) zostanie położony głównie na stronę wydatkową (łączna obniżka relacji deficytu/PKB o nieco ponad 4.0pp.), przy czym zmiany po stronie dochodów mają przynieść redukcję deficytu sektora o 0,6pp. Probiezmem możliwości realizacji tego dość ambitnego planu będzie wykonanie budżetu za 2011 rok. Ustawa budżetowa na 2011 rok zakłada, że deficyt budżetu państwa w 2011 r. wyniesie 40,2 mld zł. Będzie to konsekwencja zarówno zmian systemowych jak i czynników cyklicznych – już na obecnym etapie można wstępnie ocenić, w jakim stopniu założenia MF dla budżetu centralnego na 2011 rok mogą odbiegać od realizacji.

Najważniejszą ze zmian systemowych po stronie dochodowej budżetu jest podwyższenie podatku VAT o 1 pp. oraz gotowość do dalszego zwiększania tego podatku przedstawiona m. in. w Wieloletnim Planie Finansowym na lata 2010-2013.

Po stronie wydatkowej zaś najważniejszą zmianą jest obniżenie składki do OFE. Planowane dotacje do FUS będą z tego powodu niższe o około 9,4 mld w 2011 roku i o około 18-19 mld zł w kolejnych latach. Drugą zmianą systemową jest wprowadzenie reguły wydatkowej ograniczającej wzrost wydatków elastycznych budżetu (takich jak np. budowa dróg) do maksymalnie 1 pp. ponad stopę inflacji. Zmiana ta wpłynie na ograniczenie inwestycji publicznych¹.

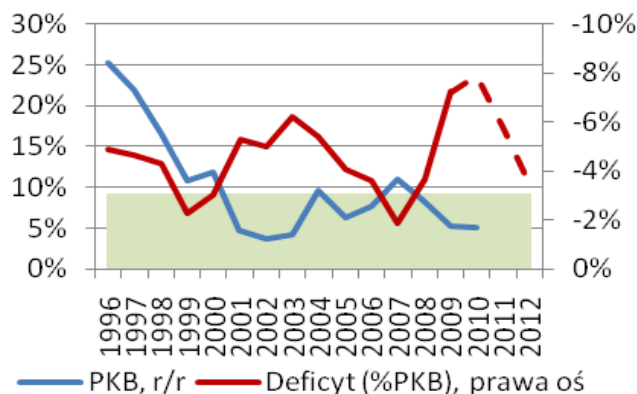
Poniżej przedstawiamy przesłanki przemawiające za dużą anty-cyklicznością deficytu w Polsce, a także nasze szacunki odnośnie możliwości realizacji poszczególnych kategorii w ramach strony dochodowej i wydatkowej budżetu na 2011 rok.

¹ Wydatki takie jak na budowę dróg należą do wydatków elastycznych, nałożenie takiego ograniczenia może wpłynąć na ich ograniczenie (i tak zapewne się stanie zważywszy na fakt, że wydatki inwestycyjne ograniczane są zazwyczaj w pierwszej kolejności).

Kilka faktów odnośnie deficytu (sektora) w Polsce

Polityka fiskalna w Polsce wykazuje antycykliczność. W okresach o niższym tempie wzrostu PKB udział deficytu w PKB był wyższy niż w okresach o wyższym tempie wzrostu (patrz wykres 1).

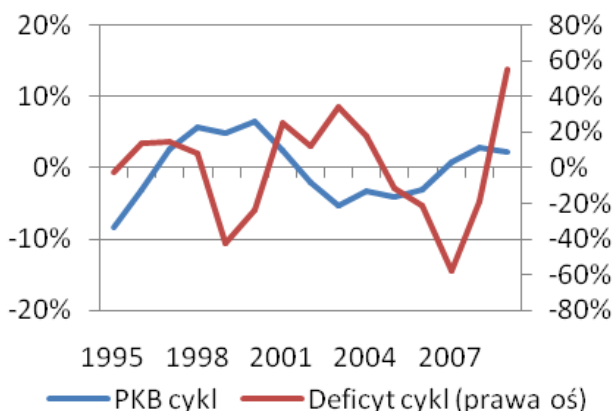
Wykres 1 Nominalne tempo wzrostu PKB (r/r) a deficyt (% PKB).



Źródło: Eurostat, MF (prognoza).

Antycykliczność potwierdza analiza cyklu PKB i deficytu przy użyciu filtra HP. W okresie o dużym ujemnym odchyleniu PKB od trendu składnik cykliczny deficytu również odchyłał się od trendu w przeciwnym kierunku (patrz wykres 2).

Wykres 2 Cykl² PKB i deficytu.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Posiłkując się powyższymi obserwacjami stwierdzamy, że lepsza pozycja fiskalna Polski powinna być w 2011 roku przede wszystkim wynikiem cyklicznej poprawy sytuacji w gospodarce (w głównej mierze strony dochodowej). Traktując to stwierdzenie jako punkt wyjścia możemy przejść do bardziej dokładnej analizy poszczególnych kategorii dochodów i wydatków.

² Cykl definiujemy jako relację składnika cyklicznego szeregu do trendu (%).

Kwiecień 2011

Strona dochodowa

PIT. Zgodnie z ustawą budżetową na 2011 r. wpływy z tytułu podatku PIT mają w 2011 r. wynieść 38,2 mld zł. Jest to wynik o 1,8% wyższy niż w 2010 r., jednak w dalszym ciągu niższy niż w 2008 r., który był ostatnim rokiem obowiązywania trzech stawek podatku PIT.

W rezultacie wyższego niż założono w budżecie tempa wzrostu nominalnego PKB oraz odpowiadającej mu wyższej bazy podatkowej wpływy z tytułu tego podatku powinny być wyższe o około 0,5%. Efekt zmian w katalogu ulg (np. w uldze rehabilitacyjnej) na wpływy z tytułu podatku powinien być minimalny.

CIT. W budżecie na 2011 r. wpływy z CIT zapisano na poziomie 24,8 mld zł, co oznacza wzrost o 10,8%. Wpływy z tytułu podatku CIT utrzymują się w ostatnich latach na poziomie wyraźnie niższym niż w rekordowym 2008 r., kiedy wyniosły 27,2 mld zł. Jest to konsekwencja gorszych wyników przedsiębiorstw w latach 2008-2009 r. i wynikających z nich odpisów w kolejnych latach.

Zważywszy na fakt, że stratę z lat ubiegłych przedsiębiorstwa mogą odpisywać aż przez 5 lat, nie spodziewamy się, by wpływy z tytułu podatku CIT znacząco różniły się od tych zapisanych w ustawie. W 2009 r. firmy odpisały 6,5 mld zł strat z lat ubiegłych (co obniżyło wpływy z CIT o 1,2 mld zł; dane za 2010 r. nie są jeszcze znane) i porównując tą wartość z wielkością strat brutto³ samych przedsiębiorstw niefinansowych w 2008 r. i 2009 r.: 23,3 mld zł oraz 19,0 mld zł widać, że pole do odpisów pozostaje duże. Wyższy wzrost gospodarczy (i lepsze wyniki przedsiębiorstw) przełożą się na wyższe wpływy z CIT dopiero w 2012 r.⁴

VAT. W budżecie na 2011 r. wpływy z VAT zapisano na poziomie 119,3 mld zł, co oznacza wzrost o 7,0%. Wpływy z tytułu tego podatku pozostają obok wpływów z akcyzy najbardziej stabilne, co wynika ze stabilnego wzrostu konsumpcji. Na wzrost dochodów z tytułu VAT wpłynie obok czynników systemowych (podwyższenie stawek podatku o 1 pp. do poziomu 23%, 8%) czynniki cykliczne (wzrost konsumpcji i PKB). Drugą zmianą systemową w zakresie podatku od towarów i usług jest likwidacja zerowej stawki podatku na żywność nieprzetworzoną i niskoprzetworzoną oraz książki, która związana jest z wygaśnięciem derogacji wynegocjowanej w Traktacie Akcesyjnym, a następnie wydłużonej w 2007 r. Zerowa stawka została zastąpiona stawką pięcioprocentową. Samo podwyższenie stawek VAT powinno zwiększyć dochody budżetu o 5-6 mld zł. Wzrost bazy podatkowej przyniesie wzrost dochodów w przybliżeniu o tą samą wielkość.

Akcyza. W zakresie wpływów z akcyzy ustawa zakłada wpływy w 2011 r. na poziomie 58,7 mld zł, co oznacza wzrost o 4,4% r/r. Wyższe wpływy wynikają ze wzrostu konsumpcji oraz podwyższenia akcyzy na papierosy o 4% i

likwidacji ulg dla paliw silnikowych zawierających biokomponenty.

Podobnie jak w wypadku wpływów z akcyzy wyższy niż założony w ustawie wzrost PKB i konsumpcji powinien spowodować, że wpływy z akcyzy wyniosą w całym roku więcej niż założone 58,7 mld zł.

Pozostałe. Wśród zmian niepodatkowych, które można łatwo zidentyfikować, najbardziej istotna zmiana zaszła wraz z publikacją zysku NBP. Do budżetu wpłacone zostanie 6,2 mld zł zamiast planowanych 1,7 mld zł. Wsparcie dla deficytu z tej strony wyniesie zatem 4,5 mld zł.

PODSUMOWANIE. Zestawienie założeń budżetowych z naszymi szacunkami przedstawiamy w Tabeli 1. Spodziewamy się, że wyższy od założonego w budżecie wzrost PKB spowoduje, że dochody budżetu w 2011 r. będą wyższe niż założone w ustawie budżetowej 273,1 mld zł o około 3,5-4%; przede wszystkim za sprawą wyższych niż założone w ustawie wpływów z podatku VAT i akcyzy. Wpływy z PIT i CIT pozostaną niskie, z ryzykiem związanym z dalszymi odpisami oraz rozszerzaniem starej strefy. Wśród elementów niepodatkowych 4,5 mld zł zostanie dodatkowo przekazane z tytułu wyższego zysku NBP. Sygnały dochodzące z MF sugerują, że całość większej wpłaty zostanie przeznaczona na redukcję deficytu – może to potwierdzać tezę, że nawet w obliczu zbliżających się wyborów wcześniej zerwane przetargi na infrastrukturę są niemożliwe do wznowienia w rozsądnym czasie.

Tabela 1 Strona dochodowa budżetu centralnego – szacunkowa różnica pomiędzy prognozą a założeniami budżetu.

Kategoria	Różnica (mld zł)	Wyjaśnienie
PIT	+ 0,7	Wyższe dochody
CIT	- 0,6	Odpisy z tytułu strat z lat ubiegłych
VAT ⁵	+ 3,9	Wyższa konsumpcja
Akcyza	+2,1	Wyższa konsumpcja, zmiany systemowe
Pozostałe	+4,5	Wyższy zysk NBP
Netto	10,6	

Strona wydatkowa

Dotacje i subwencje. W ustawie zapisano spadek dotacji do FUS o 2,2% r/r do poziomu 37,1 mld zł, co wynikać ma z obniżenia składki do OFE (w samym 2011 r. wydatki budżetu z tytułu niższej składki miały być o 11 mld zł niższe). Warto zauważyć, że w czasie projektowania budżetu zakładano, że składka zostanie obniżona już 1 kwietnia. Tymczasem termin planowanego wejścia w życie ustawy przesunięto na 1 maja, zakładano przy tym, że vacatio legis wyniesie miesiąc. Obecnie wiadomo, że plan ten nie ma szansy realizacji, przy czym jako najbardziej prawdopodobny scenariusz należy przyjąć wejście ustawy 1 maja

³ Mamy tu na myśli wielkość straty przedsiębiorstw, które osiągnęły ujemny wynik, a nie łączny wynik wszystkich przedsiębiorstw.

⁴ Według szacunków MF wyższe wpływy z CIT zmniejszą deficyt budżetowy w 2012 r. o 0,25%. Patrz wywiad z Wiceministrem Finansów L. Koteckim: <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2011/03/24/pkb-wzrosnie-w-tym-roku-o-okolo-4-proc/>

⁵ Ustawa budżetowa uwzględniła już wyższe wpływy z podatku VAT (o 5-6 mld zł) z tytułu podwyższenia stawek podatku. Zmiana ta jest również uwzględniona w wykonanej prognozie. Dlatego jest ona neutralna i nie wpływa na różnicę pomiędzy poszczególnymi kategoriami.

Kwiecień 2011

z dwutygodniowym *vacatio legis*. Wiadomo przy tym z całą pewnością, że refundacja składki do OFE będzie musiała być o co najmniej 1,6 mld zł wyższa niż zakładano. Każdy kolejny miesiąc opóźnienia oznaczałby odpowiednio wyższą dotację.

Finansowanie projektów z udziałem środków UE oraz środki własne UE. W ustawie zapisano, że wydatki na te dwie kategorie wyniosą niecałe 30 mld zł, co oznacza wzrost (blisko 40%) w stosunku do zapisów z ustawy z 2010 r. Ograniczenie inwestycji publicznych powinno doprowadzić do obniżenia wydatków na finansowanie projektów z udziałem środków UE⁶. Niższa w porównaniu do zapisów z ustawy może być również wielkość środków własnych UE (środki przekazane do UE w z tytułu członkostwa). Wydatki z tytułu pierwszej kategorii mogą być niższe o około 1 mld zł w porównaniu do zapisu ustawy. W przypadku środków własnych UE rysuje się ryzyko w górę, jednak na poziomie 10mln zł jest ono zaniebawalne.

Obsługa długu publicznego. Koszty obsługi długu publicznego w ustawie oszacowano na 38,4 mld zł. Na obecnym etapie wzrost kosztów obsługi na poziomie około 5 mld zł w porównaniu z 2011 r. wydaje się realistyczny. Spadek kosztów obsługi długu ograniczać mogą wzrosty rentowności w Europie oraz mniejsza od oczekiwanej aprecjacja złotego.

Tabela 2 Strona wydatkowa budżetu centralnego – szacunkowa różnica pomiędzy prognozą a założeniami budżetu.

Kategoria	Różnica (mld zł)	Wyjaśnienie
Dotacje (w tym do FUS)	+ 1,6	Późniejsze niż zakładano obniżenie składki do OFE (patrz dotacje i subwencje, poniżej).
Finansowanie projektów z udziałem środków UE	-1	Niższe inwestycje publiczne i niższa absorpcja środków unijnych
Środki własne UE	0,01	Wyższe wpływy z tytułu VAT
Obsługa długu publicznego	Bez zmian	
Świadczenia na rzecz osób fiz.	Bez zmian	
Wydatki bieżące jednostek budżetowych	+ 0,3	Wyższy wzrost i inflacja
Wydatki majątkowe	Bez zmian	
Netto	+0,9	+ ryzyko z uwagi na stopę bezrobocia w przypadku świadczeń na rzecz osób fizycznych

Świadczenia na rzecz osób fizycznych, wydatki bieżące jednostek budżetowych oraz wydatki majątkowe. Z ustawy budżetowej wynika, że wartość tych trzech kategorii w 2011 r. ma wynieść 97,0 mld zł, wobec 75,4 mld zł w 2010 r. Wydatki w zakresie tych trzech kategorii mogą być nieznacznie wyższe z tytułu wyższej niż założono w usta-

wie inflacji. Należy dodatkowo wskazać na istotny element ryzyka. MF dość optymistycznie przyjął spadek stopy bezrobocia na około 10% na koniec 2011 roku. Tymczasem odsetek bezrobotnych uplasuje się raczej w przedziale 11-12%. Biorąc pod uwagę automatyzm w przyznawaniu niektórych świadczeń (zasiłki), dodatkowe środki z tej kategorii będą trudne do ograniczenia.

PODSUMOWANIE. W ustawie zapisano, że w 2011 r. wydatki wyniosą 313,3 mld zł. Wyższy niż założono wzrost gospodarczy będzie oddziaływać w kierunku wyższych wydatków przynajmniej w zakresie takich kategorii jak subwencje (wyższy dochód do dyspozycji zwiększa pole do potencjalnych odpisów). O ile jednak po stronie dochodowej wszystkie niemal kategorie powinny zareagować na wzrost, o tyle po stronie wydatkowej tylko ich część – wydatki bieżące oraz wydatki na ubezpieczenia społeczne.

Finansowanie deficytu - wpływ z prywatyzacji

Uwzględnienie zmian w wykonaniu po stronie dochodowej i wydatkowej budżetu z uwagi na rozbieżność założeń budżetowych z realizacją pozwala sądzić, że deficyt sektora centralnego w 2011 roku ma szansę zbliżyć się do 30mld, a więc zrealizować się na poziomie blisko 25% lepszym od planu. Wobec braku ryzyka przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% MS może sobie w tym przypadku pozwolić na bardziej skrupulatny wybór ofert prywatyzacyjnych (sprowadzający się summa summarum na uzyskaniu wyższej ceny).

W 2010 r. przychody z prywatyzacji ukształtowały się (w ujęciu kasowym) na poziomie 22 mld zł (przede wszystkim za sprawą IPO dużych spółek: PZU, Tauronu i GPW oraz sprzedaż akcji PGE, KGHM, Enei i Bogdanki). Na tle poprzednich lat jest to bardzo dobry wynik i prawdopodobnie nie uda się go powtórzyć w 2011 r.

Plany Ministerstwa Skarbu zakładają, że w 2011 r. powinny się one ukształtować na poziomie 15 mld zł. Tymczasem 1 kwietnia MSP zdecydowało się zamknąć proces sprzedaży 51% akcji Enei (wartych około 5 mld zł) bez rozstrzygnięcia. Dotychczasowy przebieg procesu prywatyzacji Lotosu (wpływ miały zasilić przyszłoroczny budżet) również daje podstawy do wątpliwości co do terminowości jego zakończenia. Z tego powodu wpływy z prywatyzacji mogą w 2011 r., podobnie jak w 2012 r., okazać się niższe od założeń. W zakresie wpływów z prywatyzacji w przyszłym roku można również wskazać na pewne ryzyko polityczne – o strategii dla sektora będzie decydować rada ministrów już po wyborach.

Reasumując, wykonanie przychodów prywatyzacyjnych nie zachwyca. Niemniej jednak perspektywa niższych potrzeb pożyczkowych nie wymusza w tym zakresie żadnego pośpiechu. Obecna konstelacja danych (niższy deficyt, pewne spowolnienie prywatyzacji) zostawia MF duży bufor bezpieczeństwa w razie wystąpienia nieprzewidzianych okoliczności (patrz dodatkowo możliwość sprzedaży akcji PZU przez BGK). Tym samym wygenerowany bufor bezpieczeństwa można potraktować jako straszak na wzrosty rentowności (głównie długi koniec), które mogłyby pojawić się w razie poważnych zakłóceń na peryferiach strefy euro.

⁶ Patrz „Raport o inflacji”, marzec 2011, str. 56 oraz „Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego NBP na podstawie modelu NECMOD” str. 16.

Kwiecień 2011

KURS ZŁOTEGO

Złoty – za tani, czy za drogi?

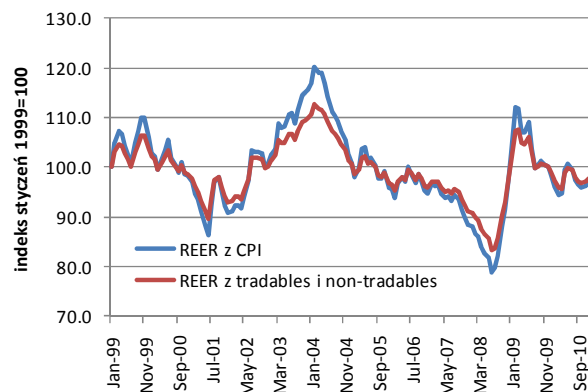
Analizę kursu złotego należałoby prowadzić w trzech horyzontach czasowych – długim, średnim i krótkim. Takie podejście do analizy/prognoz kursu naszej waluty nie wyklucza jednak uzyskania z pozoru sprzecznych rekomendacji dla każdego z powyższych okresów. W okresie długim złoty ciągle jawi się jako waluta niedowartościowana. Średni okres to przestrzeń czasowa, w którym na złotego w największym stopniu oddziałują czynniki cykliczne (tak, złoty jest walutą cykliczną), ale i struktura przepływów na rynku walutowym. Stąd duża część zagadkowej słabości złotego w roku 2010 wydaje się być wytłumaczalna szybkim pogorszeniem salda wymiany towarowej i rachunku obrotów bieżących (patrz również zagadka rekordowo wysokiego salda błędów i opuszczeń) oraz zmniejszeniem akcji kredytowej w walutach obcych (i towarzyszących jej przewalutowań). Krótki okres to domena tzw. carry trades i zasadniczy wpływ zmian dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro. Z tej perspektywy wizja podwyżek stóp przez RPP i napływu kapitału spekulacyjnego mogą okazać się istotnym krótkookresowym wsparciem dla polskiej waluty.

Wszyscy pamiętamy, jak jeszcze do niedawna rekomendacja zakupu polskiej waluty była wiodącym pomysłem inwestycyjnym zagranicznych banków. Również krajowe instytucje finansowe przyzwyczyły nas do myślenia o złotym w kategoriach waluty wręcz skazanej na znaczną aprecjację. Ostatnie miesiące przyniosły mocne rozczarowanie. Złoty pozostał „słaby”, oscylując wokół psychologicznego poziomu 4 złotych za euro. Czy nadal uprawnione jest oczekiwanie istotnej aprecjacji złotego? Czy może wszyscy w swoich analizach przeoczyliśmy istotną determinantę kursu złotego? Odpowiedź na to pytanie zależy naszym zdaniem od horyzontu analizy/prognozy. Stoimy na stanowisku, że analizy kursu polskiej waluty należałoby prowadzić w trzech horyzontach czasowych – długim, średnim i krótkim.

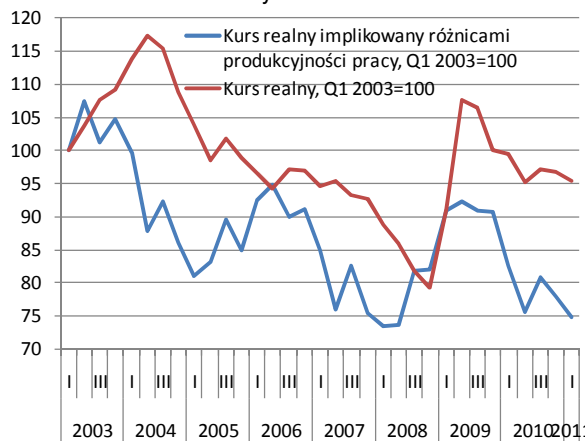
Perspektywa długiego okresu

Z perspektywy długookresowej należy przede wszystkim odpowiedzieć na pytanie, czy w sensie realnym kurs walutowy jest niedowartościowany, czy też przewartościowany. W niniejszym opracowaniu zastosowano dwie koncepcje realnego, efektywnego kursu walutowego. W pierwszej z nich realny (gwoili oszczędności miejsca opuszczamy w razie możliwości przymiotnik efektywny, zawsze jeśli realny to i efektywny) kurs walutowy obliczono wykorzystując różnice w ważonych wskaźnikach inflacji bazowej między Polską i zagranicą⁷. Jako alternatywę zastosowano realny kurs walutowy obliczony przy pomocy udziałów dóbr handlowych (*tradables*) i nie-handlowych (*non-tradables*) przy założeniach, że różnice inflacji bazowej aproksymują głównie ceny względne w sektorze dóbr niehandlowych, natomiast różnice cen producentów aproksymują ceny względ-

ne w sektorze dóbr handlowych⁸. Różnice w realnym kursie walutowym wyliczonym według obydwu koncepcji nie są duże, szczególnie w ostatnich latach (patrz wykres); zdecydowaliśmy się zatem na wykorzystanie miary bazującej na różnicach wskaźników cen konsumentów w ujęciu bazowym – takie podejście uprzywilejowane jest także z uwagi na większą dostępność danych (mniejsze opóźnienia w publikacjach niż w przypadku cen producentów).



Z punktu widzenia długiego okresu najbardziej naturalną determinantą dla realnego kursu walutowego powinny być różnice w produktywności pomiędzy krajami: waluta kraju o wyższym wzroście produktywności powinna średnio rzecz biorąc ulegać realnej aprecjacji. Prosty model zbudowany na realnym efektywnym kursie walutowym oraz odpowiednio ważonych różnicach produktywności (mierzonej jako produktywność pracy) pokazuje, że **Polska waluta pozostaje niedowartościowana w sensie realnym** (patrz wykres). Należy jednak pamiętać, że stwierdzenie to dotyczy długiego okresu (liczonego w latach) – w średniej i krótkiej perspektywie mogą występować czynniki powodujące znaczne odchylenie kursu od równowagi, które prawdopodobnie sprawiają, że kurs pozostaje wręcz systematycznie niedowartościowany.



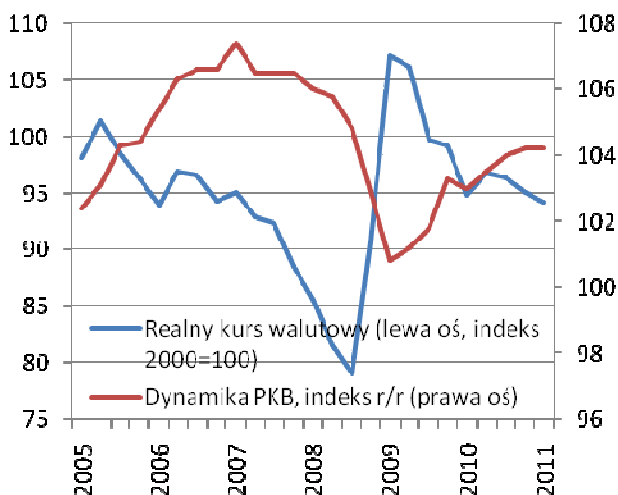
⁷ W obliczeniach przyjęto, zgodnie z modelem NBP NECMOD, że sektor zagraniczny składa się ze strefy euro (87,8%), Wielkiej Brytanii (7,2%) oraz USA (5,0%).

⁸ Wagi dla sektorów dóbr handlowych i niehandlowych przyjęto za opracowaniami Dotsey and Duarte (2007), Torój (2010), Burnstein, Eichenbaum, Rebelo (2005). Sektor dóbr niehandlowych: Polska (0,7), Wielka Brytania (0,6%), USA (0,6%), strefa euro (0,7%); sektor dóbr handlowych: Polska (0,3), Wielka Brytania (0,4%), USA (0,4%), strefa euro (0,3%).

Kwiecień 2011

Perspektywa średniokresowa, złoty jako waluta cykliczna

Wykres realnego i implikowanego kursu walutowego pokazuje, że na przełomie 2008/2009 doszło do znacznego osłabienia kursu złotego w kategoriach realnych (skala ruchu o połowę wyższa niż implikowana przez model oparty na różnicach produktywności pracy). W dużej mierze osłabienie wynikało ze zmian w kursie nominalnym, który we wspomnianym okresie osiągał maksima na poziomach zbliżonych do 5zł za euro. Od tego czasu różnica w poziomach między kursem implikowanym i faktycznym nie została zniwelowana, choć kierunek zmian został zachowany. Umocnienie złotego zanotowane od kwietnia 2009 niemal idealnie wpasowuje się w cykliczną naturę kursu polskiej waluty. Złoty ma tendencję do umacniania się wraz z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego i osłabiania wraz z osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego (patrz wykres poniżej). Warto w tym miejscu podkreślić, że dla ruchów kursowych istotna jest druga pochodna PKB (a więc przyspieszanie bądź zwalnianie). Mając na uwadze tę specyfikę kursu złotego stabilizacja wzrostu gospodarczego na obecnych poziomach mogłaby raczej sprzyjać ustabilizowaniu kursu złotego, niż jego znacznej aprecjacji. Impulsem do aprecjacji złotego mogłaby być jednak zmiana struktury ożywienia, która wiązałaby się z zasadniczym wzrostem popytu inwestycyjnego i co najważniejsze wzrostem zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

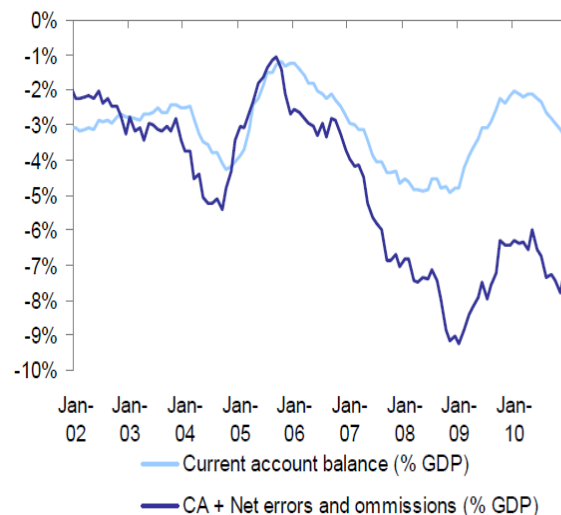


Obserwowane, szczególnie od kwietnia 2010 roku zachowanie kursu złotego, czyli brak wyraźnego trendu aprecjacyjnego, pomimo przyspieszenia procesu ożywienia gospodarczego, naszym zdaniem może wynikać ze zmiany w przepływach na rynku walutowym. Pierwszą przyczyną tej zmiany jest stopniowe odchodzenie banków od kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych (stopniowo znika strumień nowych walut obcych przedkładanych do zamiany na złote, który mógł w przeszłości prowadzić do przewartościowania polskiej waluty). Drugą przyczyną jest istotne wyhamowanie nasilonej jeszcze w latach 2007-2008 akcji hedgingowej polskich przedsiębiorstw (i ograniczenie towarzyszącego jej popytu na polską walutę). Co więcej, w ostatnim czasie pojawił się także inny czynnik związany ze statystyką bilansu płatniczego NBP, która może zaniżać faktyczny deficyt na rachunku obrotów bieżących o około 1pp. (patrz seria wywiadów z dyrektorem Sobotą z NBP).

Nominalny miesięczny wzrost walutowych kredytów mieszkaniowych (mln. CHF)



Jako przyczynę tego stanu rzeczy NBP podaje niedoszacowanie importu używanych samochodów do Polski, a także przeszacowanie napływów związanych z transferami migrantów do Polski. W związku ze zbliżającym się początkiem szybszego cyklu inwestycyjnego (dobra inwestycyjne w sensie maszyn i urządzeń, a więc inwestycji, które do tej pory jeszcze się nie rozpoczęły, pochodzą w przeważającej mierze z importu) a także umocnienia konsumpcji, deficyt na rachunku obrotów bieżących powinien *strukturalnie* powiększać się w kierunku 5% PKB w perspektywie najbliższych 2 lat. Biorąc pod uwagę, że szacunki za punkt startowy przyjmowały „stary” (a więc bez redystrybucji salda błędów i opuszczeń bilansu płatniczego) deficyt na rachunku bieżących, faktycznie zrealizowany deficyt może uplasować się w przedziale 6-7%, a więc znacznie wyższym od uznawanego za możliwy do finansowania bez deprecjacji waluty (w języku angielskim określany jednym słowem *sustainable*) przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.



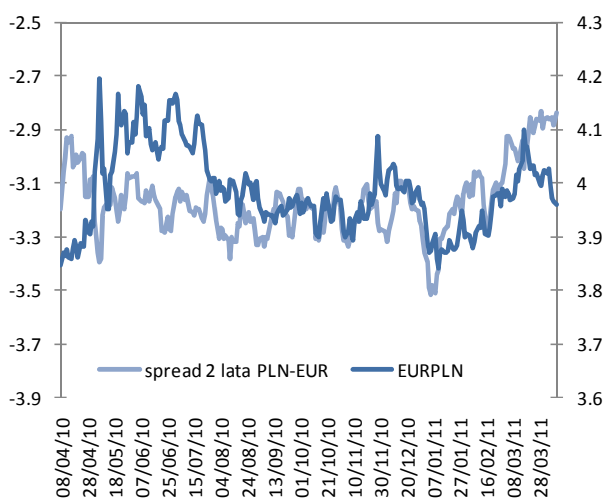
O ile oczywiście deficyt pozostaje bez wpływu na kurs jeśli tylko odpływ walut spotyka się z ich stabilnym napływem w związku z finansowaniem (rachunek finansowy bilansu płatniczego), to wyższy jego poziom rodzi ryzyko gry spekulacyjnej na wyłączenie finansowania i osłabienie waluty. O ile na razie ryzyko finansowania jest nikłe (duża elastyczność w kwestii prywatyzacji, spodziewane przyspieszenie napływu inwestycji bezpośrednich w związku z przyspieszeniem globalnego popytu inwestycyjnego), wysokie poziomy deficytu na rachunku bieżącym mogą spr-

Kwiecień 2011

wiać, że inwestorzy staną się bardziej wrażliwi na dysparytet stóp procentowych i część pozycji spekulacyjnych działających jako wsparcie dla finansowania deficytu bieżącego nie zostanie zawarta. Reasumując, naszym zdaniem przetasowania w obrębie salda błędów i opuszczeń pogorszyły perspektywy dla złotego, niemniej jednak ich wydzwięk (z uwagi na miejsce i skalę rewizji) nie jest aż tak negatywny jak implikowały wcześniejsze, robocze hipotezy analityków.

Perspektywa krótkoterminowa

Krótkookresowo jedną z głównych determinant kursu walutowego jest różnica w stopach procentowych – dysparytet. Faktycznie, na przestrzeni ostatnich miesięcy dysparytet odgrywał bardzo dużą rolę w kształtowaniu kursu walutowego (zwracamy uwagę na dużą korelację krótkookresową między wychyleniami kursu złotego i zmianami dysparytetu stóp procentowych, patrz wykres).



Uważamy, że w perspektywie 2-3 miesięcy dysparytet odegra pozytywną rolę w kształtowaniu kursu złotego. Nadchodzące niespodzianki inflacyjne w Polsce oraz wywołująca się nich gra na szybsze podwyżki stóp procentowych w Polsce (patrz także ostatni komentarz Bratkowskiego odnośnie możliwej podwyżki o 50pb na majowym posiedzeniu). Uważamy, że momentum tego trade może wygasnąć wraz ze stabilizacją inflacji, bądź kontynuacją cyklu zacieśnienia monetarnego przez ECB. Na przestrzeni najbliższych miesięcy spodziewalibyśmy się diagnozy sfery realnej w strefie euro, która powinna wykazać, że zaburzenia związane z wydarzeniami w Japonii mają marginalny wpływ na sentyment przedsiębiorców oraz ich produkcję. Taki scenariusz może implikować oczekiwania na odwrócenie tendencji w dysparytecie na korzyść strefy euro (przynajmniej do czasu, kiedy inwestorzy nie zaczną grać na stary, sprawdzony scenariusz, że „RPP robi to co ECB” – niemniej jednak, RPP może tym razem bardziej różnicować swój produkt z uwagi na silne poczucie niezależności prezesa).

Marcin Mazurek
Ernest Pytlarczyk

Kwiecień 2011

EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,83% (styczeń 2011) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,57% (styczeń 2011) Deficyt budżetu: <3,0% PKB Dług publiczny: < 60,0% PKB Członkostwo w ERM2: 2 lata 	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 – wokół kursu z początku okresu obserwacji)
Polska		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,6% (styczeń 2011) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,81% (styczeń 2011) Deficyt budżetu: 7,9%¹ PKB (2010) Dług publiczny: 55,5%¹ PKB (2010) Członkostwo w ERM2: nie <p>¹Prognoza na podstawie: European Commission DG-ECFIN, "Economic Forecast – Autumn 2010"</p>	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,5% (styczeń 2011) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,84% (grudzień 2010) Deficyt budżetu: 5,2%¹ PKB (2009) Dług publiczny: 40,0%¹ PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,4% (grudzień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,26% (grudzień 2010) Deficyt budżetu: 3,8%¹ PKB (2009) Dług publiczny: 78,5%¹ PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	

*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). W naszym zestawieniu na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

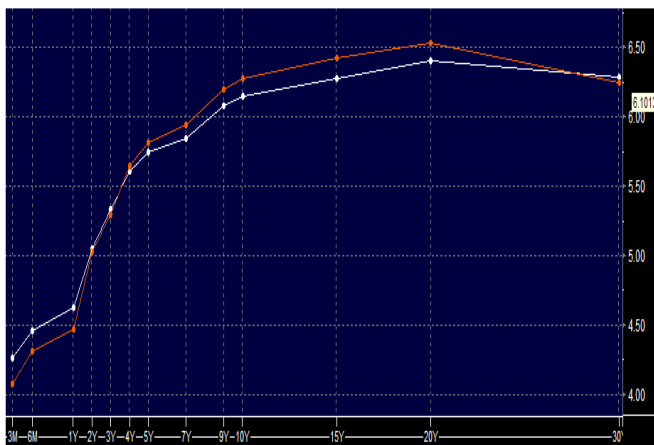
Kwiecień 2011

NA RYNKU

Ostatnie tygodnie przyniosły istotne wyplaszczanie polskiej krzywej dochodowości (bearish flattener). Zachowanie polskich obligacji (wzrost cen długich papierów i wyplaszczanie krzywej, przy jednoczesnym przesunięciu oczekiwań na szybsze zacieśnienie monetarne) wydaje się teoretycznie uzasadnione zmniejszeniem obaw przed niekontrolowanym wzrostem inflacji i błędami polityki monetarnej (typowe jest jednak dla rynków bazowych). Praktyka emerging markets wskazuje jednak, że dominują ruchy równoległe i zacieśnienie monetarne, tym bardziej takie, któremu towarzyszą niespodzianki inflacyjne (kolejne wyższe odczyty inflacji i oczekiwań inflacyjnych) powinno wiązać się ze wzrostem rentowności na całej krzywej dochodowości.

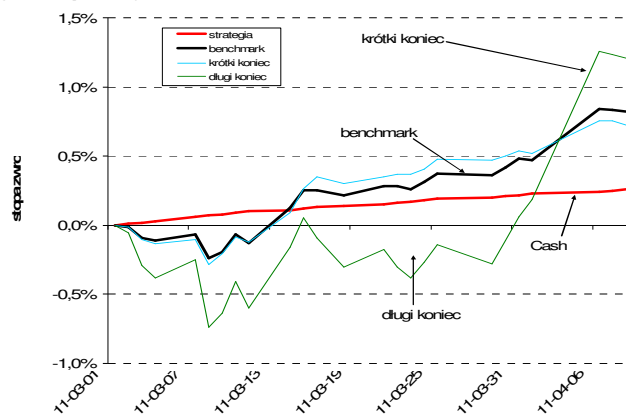
Wykres 1: Krzywa dochodowości – polskie obligacje rządowe

(linia biała – 11 kwietnia 2011,
linia czerwona – 10 marca 2011)



Wprawdzie obserwujemy w ostatnim okresie wzrost satysfakcji inwestorów stanem polskich finansów publicznych (niższy niż oczekiwano – na poziomie 7,4% - deficyt w relacji do PKB za rok 2010, brak podaży długich papierów i znaczne zmniejszenie potrzeb pożyczkowych budżetu), jednak to zadowolenie już odzwierciedlone zostało w cenach obligacji i poziomie tzw. spreadów konwergencyjnych – spread 5x5 fwd vs. euro zawężił się do poziomu 120 pb. Poprawiający się stan finansów publicznych oraz słowne interwencje MinFinu to jednak prawdopodobnie to za mało, aby uczynić rally na długich polskich papierach trwałym w sytuacji kontynuacji cyklu zacieśnienia w Polsce i wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych (patrz oczekiwania na zakończenie QE2 w USA i globalna tendencja skracania duration). Zagrozeniem dla strategii pay, czy też pozycji krótkich w polskich obligacjach może być jednak brak negatywnych zaskoczeń ze strony polskich danych.

Wykres 2: Stopy zwrotu z inwestycji w polskie obligacje (od początku marca)



Przy prawdopodobnie mniejszej aktywności inwestorów w kolejnych tygodniach mogłoby to sprzyjać stabilizacji rentowności obligacji na obecnych poziomach (i sukcesowi carry trades).

Ernest Pytlarczyk

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Kwiecień 2011	Maj 2011	Czerwiec 2011
POLSKA			
Inflacja CPI	13	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	19	20	17
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	18	16
PKB	-	31	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	21	20	22
Podaż pieniądza M3	14	13	14
Bilans płatniczy	13	16	14
Inflacja bazowa	20	20	22
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	6	7
Posiedzenie RPP	4-5	10-11	7-8
EUROPE			
Inflacja HICP	15	16	16
PKB	6	13	8
Wskaźnik koniunktury ZEW	12	17	21
Posiedzenie ECB	7	5	9
USA			
Inflacja CPI	15	13	15
PKB	28	26	24
Zmiana zatrudnienia poza rolnic- twem i stopa bezrobocia	1	6	3
Zamówienia na dobra trwałe	27	25	24
Wskaźnik koniunktury w prze- twórstwie ISM	1	4	1
Posiedzenie FED	26-27	-	21-22

Źródło: GUS, NBP, Bloomberg.

Kwiecień 2011

KONTAKT:
Departament Rynków Finansowych
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
fax: (22) 829 02 05

Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

Inga Gaszkowska-Gębska +48 22 829 12 05 inga.gaszkowska-gebska@brebank.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.pl

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.pl

UWAGA!

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIA PISEMNA ZGODA AUTORÓW.