

CitiMonthly Polska

W skrócie

- Najnowsze dane ekonomiczne sugerują ponad 4% tempo wzrostu gospodarczego w I kwartale, przy nieco lepszej od przewidywań dynamice konsumpcji. Sytuacja na rynku pracy ulega wyraźnej poprawie, a wzrost popytu na pracę wskazuje, że ożywienie dynamiki PKB ma trwały charakter.
- Inflacja w najbliższych miesiącach może sięgnąć 4%, a rosnące ceny żywności i paliw zaczynają wpływać na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.
- W marcu uwaga inwestorów skoncentrowała się na danych o bilansie płatniczym, w tym przede wszystkim o dużym saldzie błędów i opuszczeń (NEO). Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach dane o bilansie płatniczym zostaną zrewidowane, a deficyt w rachunku bieżącym w 2011 r. może sięgnąć 5-6% PKB.
- W kwietniu RPP podniosła stopy procentowe o 25pb, dzięki czemu stopa referencyjna osiągnęła 4,00%. Proces zacieśniania monetarnego będzie kontynuowany również w kolejnych miesiącach, tym bardziej, że jednocześnie zaczęły rosnąć stopy procentowe w strefie euro.
- Naszym zdaniem do kolejnej podwyżki o 25 pb dojdzie w czerwcu lub lipcu, a ostatecznie stopa referencyjna sięgnie około 5% w pierwszej połowie 2012 roku.
- Dzięki wpłacie około 6,2 mld zł z tytułu zysku NBP deficyt sektora rządowego i samorządowego może wynieść około 6,1% PKB. Naszym zdaniem szanse na spadek deficytu do 3% w 2012 roku są niewielkie, o ile nie zostaną poparte dodatkowymi działaniami fiskalnymi.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tabela 1. Prognozy krótkoterminowe

Wskaźnik	Maj-11	Cze-11	Lip-11	Sie-11
Stopa referencyjna (koniec okresu)	4,00	4,25	4,25	4,25
EUR/PLN (koniec okresu)	4,03	4,05	4,04	4,02
USD/PLN (koniec okresu)	2,87	2,89	2,87	2,85

Źródło: Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

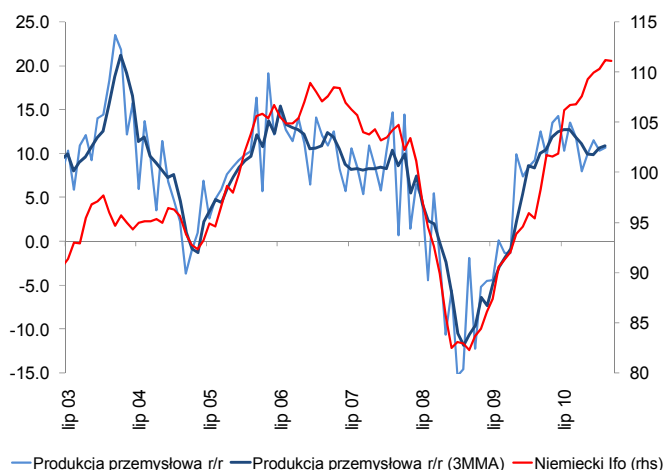
Ożywienie trwa a inflacja rośnie w najlepsze

- Najnowsze dane sugerują ponad 4% tempo wzrostu gospodarczego w I kwartale, przy nieco lepszej od przewidywań dynamice konsumpcji.
- Sytuacja na rynku pracy ulega wyraźnej poprawie, a wzrost popytu na pracę sugeruje, że ożywienie dynamiki PKB ma trwały charakter.
- Inflacja w najbliższych miesiącach może sięgnąć 4%, a rosnące ceny żywności i paliw zaczynają wpływać na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.
- W marcu uwaga inwestorów skoncentrowała się na danych o bilansie płatniczym, w tym przede wszystkim o dużym saldzie błędów i opuszczeń (NEO). Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach dane o bilansie płatniczym zostaną zrewidowane, a deficyt w rachunku bieżącym w 2011 r. może sięgnąć 5-6% PKB.

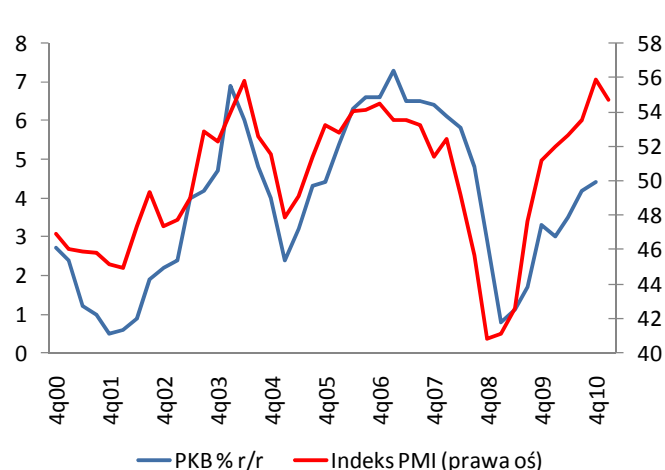
Silne wzrosty produkcji oraz sprzedaży

Publikowane w marcu dane wskazują na utrzymywanie się dynamicznego tempa wzrostu gospodarczego. Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 10,7% r/r, podczas gdy produkcja budowlana przyspieszyła do 23% r/r, niwelując tym samym słabsze od oczekiwań styczniowe dane. Biorąc pod uwagę dwucyfrowe tempo wzrostu nowych zamówień można przypuszczać, że podobne tendencje w przemyśle będą kontynuowane również w kolejnych miesiącach. Wysoki stopień aktywności to częściowo zasługa trwającego w Niemczech ożywienia gospodarczego, choć biorąc pod uwagę kształtowanie się zamówień nie przeznaczonych na eksport, wyraźnie widać, iż coraz większe znaczenie odgrywa również produkcja na potrzeby krajowe.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa



Wykres 6. Indeks PMI oraz wzrost PKB w Polsce

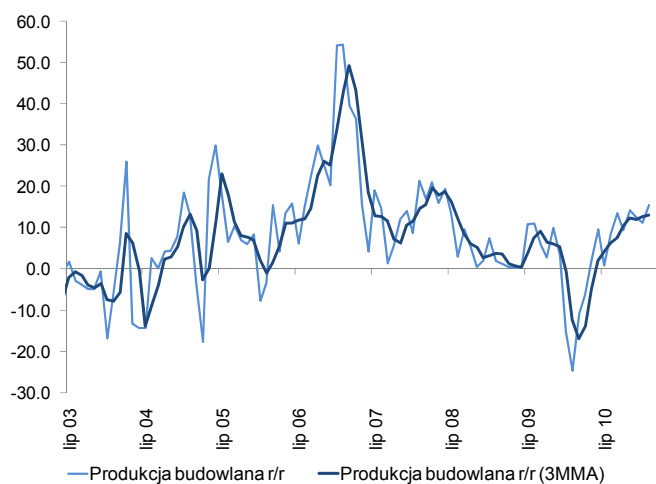


Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Źródło: GUS, Reuters, Markit, Citi Handlowy

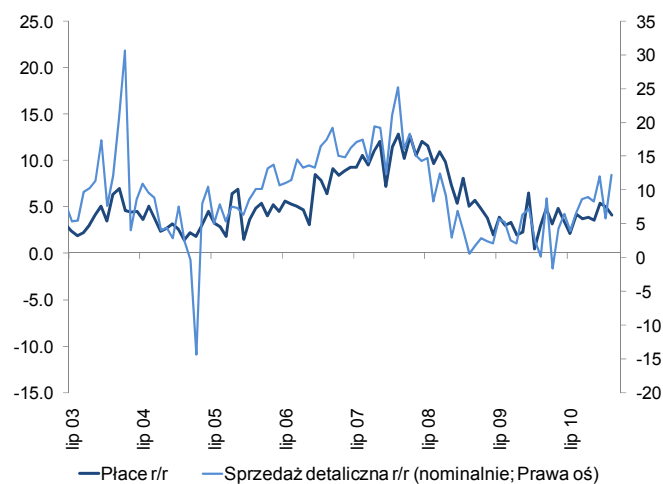
Styczniowe spowolnienie sprzedaży detalicznej miało charakter przejściowy. Dane GUS pokazują, że w lutym sprzedaż detaliczna wzrosła w ujęciu nominalnym o 12,2% r/r (wobec 5,8% w styczniu), podczas gdy sprzedaż realna – tj. skorygowana o inflację – zwiększyła się o 8,6% r/r. Biorąc pod uwagę silne wzrosty sprzedaży dóbr trwałego użytku, można zakładać, że ożywienie popytu konsumpcyjnego ma w miarę trwały charakter. Niemniej naszym zdaniem konsumpcja indywidualna w całym 2011 roku zapewne wzrośnie w tempie porównywalnym do 2010 roku, a na zdecydowanie silniejsze przyspieszenie nie należy liczyć przede wszystkim ze względu na zamrożenie funduszu wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz mniejszą dostępność kredytu w związku z rozwiązaniami regulacyjnymi.

Wykres 7. Produkcja budowlano-montażowa



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy

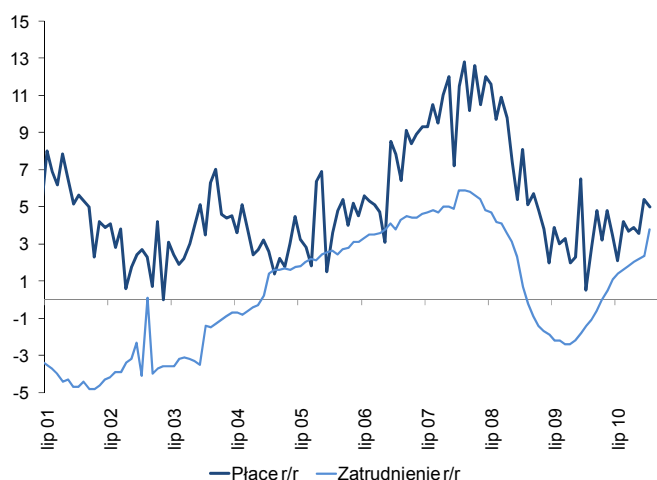
Oczekujemy, że wzrost gospodarczy w I kwartale roku przekroczy 4% r/r i utrzyma się na wysokim poziomie również w kolejnych kwartałach. Oznacza to utrzymywanie się wzrostu na poziomie wyższym od potencjału, co powinno prowadzić do stopniowego otwarcia się dodatniej luki popytowej i związanego z tym narastania presji cenowej. Naszym zdaniem relatywnie silna koniunktura w Niemczech oraz dotychczasowe tendencje w kraju sugerują utrzymanie się wzrostu na poziomie około 4,5% również w 2012 roku. Potencjalnym zagrożeniem dla tego scenariusza wydaje się jednak perspektywa zacieśnienia fiskalnego, która może negatywnie wpływać na dynamikę PKB.

Rynek pracy nie słabnie

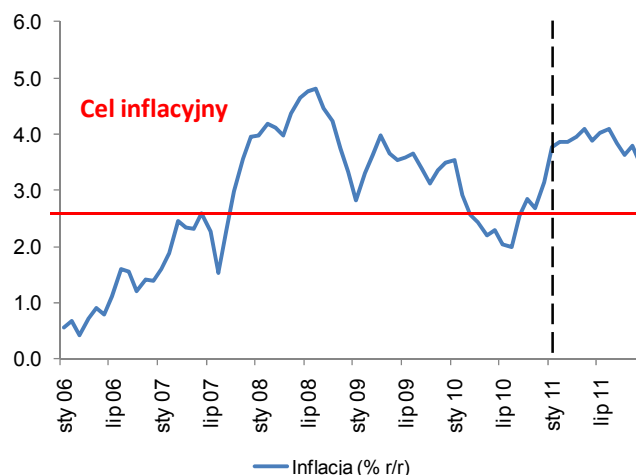
Ożywieniu gospodarczemu towarzyszy stopniowy wzrost popytu na pracę. W lutym przeciętne zatrudnienie w przedsiębiorstwach zwiększyło się o 4,1% w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku i ukształtowało się powyżej 5,5 mln osób. Relatywnie wysokie tempo wzrostu zatrudnienia odnotowano w budownictwie (8,7% r/r), a w szczególności w firmach zajmujących się budową obiektów inżynierii lądowej (13,3% r/r). Poprawa w tym dziale sugeruje, że po wyjątkowo słabym styczniu aktywność inwestycyjna w gospodarce ponownie zaczęła nabierać tempa.

Choć w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 13,2%, wstępne szacunki Ministerstwa Pracy sugerują, że w marcu bezrobocie mogło zacząć spadać. Oczekujemy, że trend spadkowy będzie kontynuowany w kolejnych miesiącach, szczególnie że wspierać go będą czynniki sezonowe – wzrost zatrudnienia w rolnictwie, a następnie również w turystyce. O poprawie na rynku pracy świadczy choćby dalszy spadek liczby nowych bezrobotnych, których było w lutym o 11% mniej niż rok wcześniej. Niepokojący wydaje się jednak ubytek ofert pracy, który w przypadku sektora prywatnego sięgnął 20% r/r.

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



Źródło: GUS, Citi Handlowy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Powyższe dane potwierdzają, że ożywienie na rynku pracy nabiera tempa. Naszym zdaniem z czasem doprowadzi to do wzmocnienia presji na wzrost wynagrodzeń, tym bardziej że wyższemu popytowi na pracę towarzyszy wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Dotychczas wzrost płac utrzymywał się na umiarkowanym poziomie (w lutym: 4,1% r/r), jednak w całym roku spodziewamy się wzrostu wynagrodzeń o około 5,5% r/r.

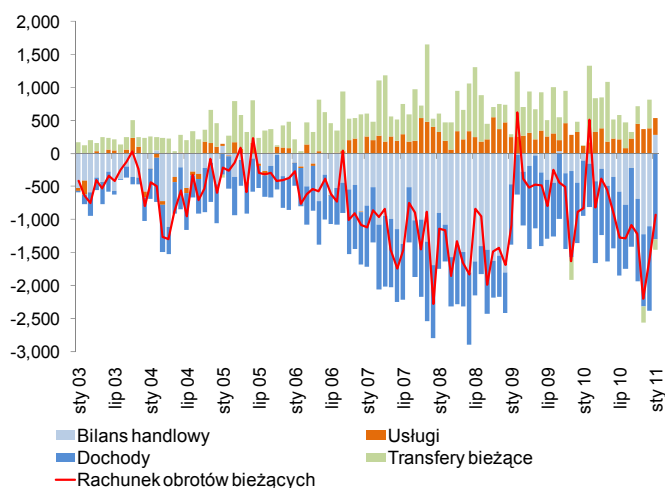
Inflacja wciąż na ścieżce w kierunku 4%

Dzięki rewizji danych lutowa inflacja (3,6%) okazała się niższa od oczekiwań rynkowych, choć wciąż pozostawała znacznie powyżej celu inflacyjnego RPP (tj. powyżej 2,5%). Naszym zdaniem w marcu inflacja powróci do trendu wzrostowego za sprawą wyższych cen żywności oraz paliw, choć inflacja bazowa również powinna powoli piąć się w górę. Nasz scenariusz zakłada niewielki spadek cen ropy naftowej w dalszej części roku, dzięki czemu przeciętna cena ropy gatunku Brent wyniosłaby około 105 dolarów w 2011 roku. Przy takich założeniach przewidujemy, że inflacja może sięgnąć 4-4,2% w pierwszej połowie roku, a następnie wyhamować, między innymi dzięki wysokiej statystycznej bazie. Gdyby jednak trend wzrostowy cen surowców był kontynuowany, oznaczałoby to również odpowiednio wyższą inflację niż w naszej prognozie.

Wątpliwości dotyczące danych NBP

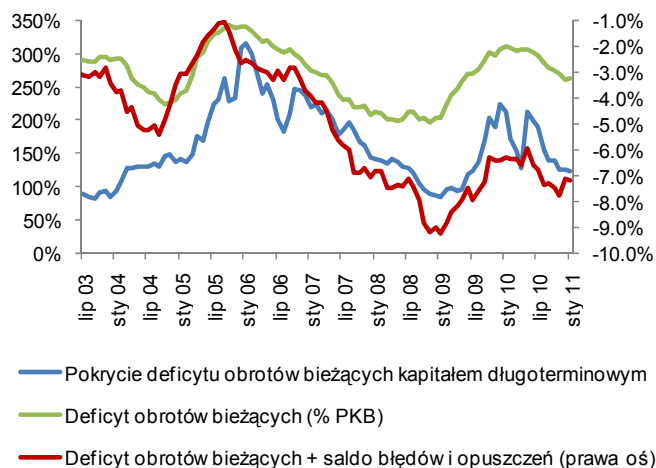
W marcu największą uwagę rynku przykuły nie tyle dane o inflacji, co raczej o bilansie płatniczym. Deficyt w rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 0,93 mld euro w styczniu, wobec 1,57 mld w grudniu. Zaskoczeniem okazały się jednak dane o handlu zagranicznym, w tym bardzo wyraźne obniżenie tempa wzrostu importu do 15,2% r/r z 24,6%. Zaskakujące styczniowe dane nie zmieniają naszych oczekiwań i wciąż spodziewamy się, że kolejne miesiące przyniosą powrót do silniejszego trendu wzrostowego importu, odzwierciedlającego rosnący popyt konsumpcyjny oraz inwestycyjny. Biorąc to pod uwagę szacujemy, że deficyt w rachunku bieżącym w całym 2011 roku wyniesie przynajmniej 4% PKB (zakładając brak rewizji danych o bilansie płatniczym).

Wykres 11. Niski deficyt handlowy w styczniu



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 12. Wysokie saldo błędów i opuszczeń



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Co więcej, najbliższe miesiące mogą przynieść wyraźną korektę danych o bilansie płatniczym, dzięki czemu deficyt w 2011 roku ma szansę okazać się jeszcze wyższy niż szacujemy w bazowym scenariuszu. Powodem korekty danych jest występowanie wysokiego ujemnego salda błędów i opuszczeń (NEO), które w minionym roku sięgnęło 3,8% PKB i było wyższe od całego deficytu rachunku bieżącego. O deficycie w NEO pisaliśmy w ciągu ostatnich kwartałów co najmniej kilkakrotnie, ale w ostatnich tygodniach rynki finansowe zaczęły zwracać na ten problem większą uwagę. Obawy inwestorów związane są z przypuszczeniem, że znaczna część NEO mogłaby odzwierciedlać niedoszacowany import (przede wszystkim z Niemiec), co wiązałoby się z bardzo znaczną rewizją danych o deficycie w rachunku bieżącym (nawet do około 8% PKB). Po przeanalizowaniu danych sądzymy jednak, że tylko część salda błędów i opuszczeń jest związana z saldem handlowym i dlatego rzeczywista korekta powinna być odpowiednio mniejsza. Najprawdopodobniej skala niedoszacowania importu wynosi przynajmniej 2 mld euro i jednocześnie nie przekracza 5 mld euro. Biorąc to pod uwagę sądzymy, że ostateczna rewizja deficytu w rachunku obrotów bieżących może wynieść 1-2% PKB, a ostateczny deficyt w 2011 roku (po rewizji) wyniesie 5-6% PKB.

Polityka pieniężna i fiskalna

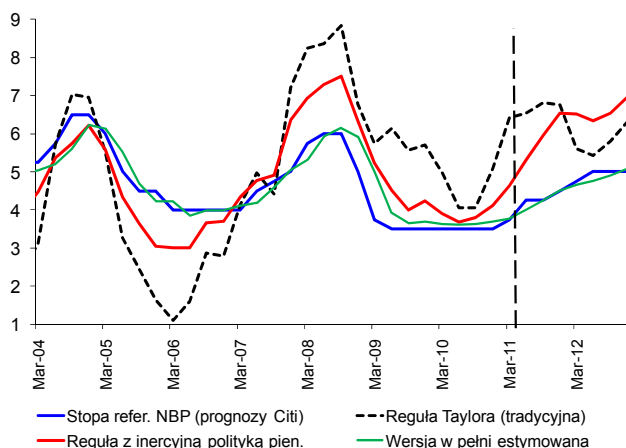
Małymi krokami do przodu

- W kwietniu RPP podniosła stopy procentowe o 25pb, dzięki czemu stopa referencyjna osiągnęła 4,00%.
- Proces zacieśniania monetarnego będzie kontynuowany również w kolejnych miesiącach, tym bardziej, że jednocześnie zaczęły rosnąć stopy procentowe w strefie euro.
- Naszym zdaniem do kolejnej podwyżki o 25pb dojdzie w czerwcu lub lipcu, a ostatecznie stopa referencyjna sięgnie około 5% w pierwszej połowie 2012 roku.

Kolejna podwyżka stóp procentowych o 25pb

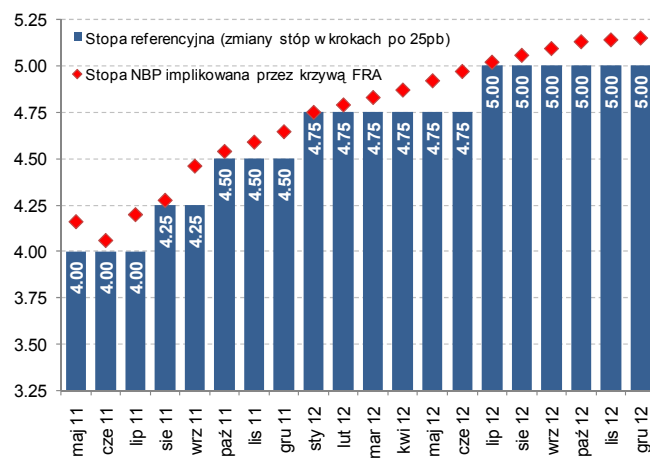
Zgodnie z oczekiwaniami, w kwietniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się już po raz drugi w tym roku podnieść stopy procentowe. Stopa referencyjna wzrosła dzięki temu o 25pb i osiągnęła poziom 4,00%. Naszym zdaniem na uwagę zasługuje pewne zaostrożenie tonu oficjalnego komunikatu władz monetarnych, w którym zagrożenia inflacyjne zostały zaakcentowane nieco mocniej niż dotychczas. W szczególności Rada podkreśliła większy optymizm dotyczący wzrostu konsumpcji oraz przyznała, że obecny wzrost inflacji może przyczynić się do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Podczas konferencji prasowej prezes Belka stwierdził również, że po kwietniowej decyzji nie może uznać iż cykl podwyżek zbliża się do końca, a jego zdaniem ilość i wielkość kolejnych podwyżek będzie uzależniona od napływających informacji o stanie gospodarki.

Wykres 13. Reguła Taylora



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 14. Ścieżka stóp procentowych zdyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP

Biorąc pod uwagę, że na podwyżkę stóp w kwietniu zdecydował się również Europejski Bank Centralny, decyzja RPP oznacza tylko utrzymanie

spreadu stóp procentowych wobec strefy euro na niezmiennym poziomie. Naszym zdaniem w ciągu najbliższego roku EBC może podnieść stopy jeszcze 1-2 razy, a dzięki temu stopy w kraju mogą z łatwością sięgnąć 5% już w pierwszej połowie 2012 roku. Za podwyżkami przez RPP przemawia nie tylko perspektywa zacieśnienia w strefie euro, lecz również perspektywa utrzymywania się inflacji powyżej celu oraz rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych.

Dotychczasowe sygnały z RPP sugerują, że Rada nie będzie się spieszyć z zacieśnieniem monetarnym. Jako bardzo mało prawdopodobną oceniamy możliwość podwyżki już na majowym posiedzeniu. Naszym zdaniem RPP będzie chciała poczekać na nowe dane z polskiej gospodarki oraz rozwój wydarzeń w Europie Zachodniej, szczególnie w krajach peryferyjnych. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że do kolejnej podwyżki o 25pb może dojść w czerwcu lub lipcu, kiedy Rada będzie dysponowała nową projekcją inflacyjną i będzie знаła kształt przyszłorocznego budżetu.

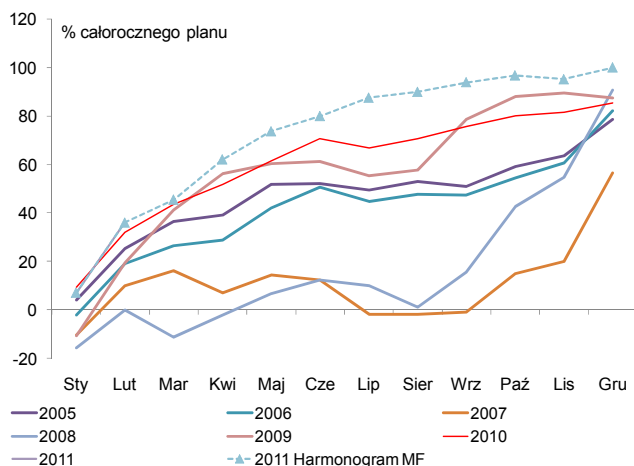
Zmiany w systemie emerytalnym przyjęte

- Przyjęta ustawa o OFE może ograniczyć potrzeby pożyczkowe budżetu o 9 mld zł, pomagając utrzymać dług publiczny poniżej 55% PKB w 2011 roku.
- Dzięki wpłacie około 6,2 mld zł z tytułu zysku NBP deficyt sektora rządowego i samorządowego może wynieść około 6% PKB. Naszym zdaniem szanse na spadek deficytu do 3% w 2012 roku są niewielkie, o ile nie zostaną poparte dodatkowymi działaniami fiskalnymi.

Prezydent podpisał ustawę o OFE

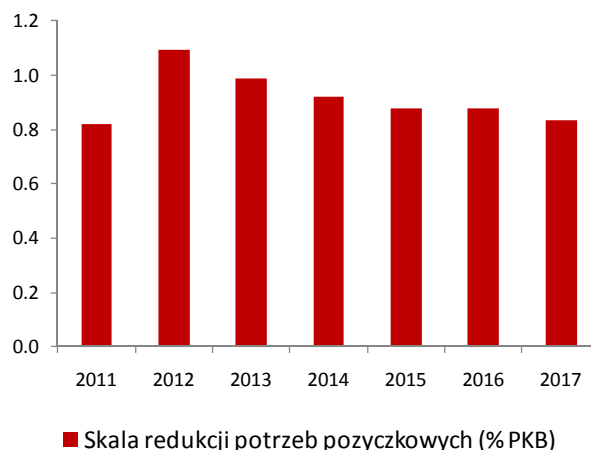
W marcu parlament przyjął ustawę wprowadzającą zmiany w systemie emerytalnym, a w kwietniu podpisał ją Prezydent RP. Ponieważ jednak partie opozycyjne noszą się z zamiarem zaskarżenia ustawy do Trybunału Konstytucyjnego, a część konstytucjonalistów uznaje wątpliwości prawne za uzasadnione, trudno jednoznacznie ocenić jaki będzie jej ostateczny los. Niemniej w naszych przewidywaniach fiskalnych zakładamy, że ustawa ta zostanie podtrzymana, a wprowadzane przez nią zmiany oznaczają, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe budżetu zostaną ograniczone o 9 mld zł. Taka redukcja powinna z kolei ułatwić utrzymanie długu publicznego poniżej poziomu 55% PKB w najbliższych latach. Według resortu finansów dług publiczny (według polskiej metodologii) wyniósł w 2010 roku 53% PKB i według naszych szacunków może ukształtować się na podobnym poziomie również w bieżącym roku.

Wykres 15. Realizacja deficytu budżetowego (% planu)



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

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



Źródło: Szacunki własne na podstawie danych KE

Rządowe deklaracje dotyczące redukcji deficytu sektora „general government” zyskały wsparcie w postaci większej niż wcześniej planowano wpłaty z zysku NBP. Jak poinformował bank centralny, jego zysk wyniósł w 2010 roku 6,5 mld zł, z czego około 6,2 mld ma trafić do budżetu (pierwotnie wpłata do budżetu była planowana na 1,7 mld zł). Dzięki temu deficyt powinien być o około 0,3% PKB niższy niż wcześniej szacowaliśmy i może w 2011 roku wynieść około 6% PKB. Jeżeli Ministerstwu Finansów uda się uniknąć przedwyborczej presji na wzrost wydatków (lub obniżkę dochodów) deficyt fiskalny w 2012 roku mógłby

nawet spaść w okolice 4% PKB. Jednak szanse na to aby deficyt spadł – tak jak oczekuje minister finansów – do 3% PKB już w przyszłym roku wydają się nam niewielkie. Biorąc pod uwagę zbliżające się wybory parlamentarne, ryzyko dla scenariusza zacieśnienia fiskalnego wydaje się wyjątkowo wysokie. Niemniej pozytywnym sygnałem jest to, że rząd zamierza przygotować i przyjąć projekt budżetu wcześniej niż zazwyczaj (już w maju lub czerwcu), unikając tym samym prac nad budżetem bezpośrednio przed wyborami.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

- Po silnym osłabieniu złotego w połowie marca do ok. 4,10 za sprawą konfliktu w Libii i kryzysu nuklearnego w Japonii oraz informacji o przeszacowaniu danych o bilansie płatniczym złoty stopniowo zyskiwał na wartości wobec głównych walut wraz poprawą apetytu na ryzyko i zacieśnieniem polityki pieniężnej.
- Przeszacowanie deficytu obrotów bieżących w górę będzie negatywnie wpływało na średnioterminowe perspektywy złotego i wyhamuje trend aprecjacyjny, który powinien być wspierany przez nieco większą skalę podwyżek stóp procentowych w porównaniu do strefy euro i przepływy prywatyzacyjne.
- Naszym zdaniem na koniec roku kurs EUR/PLN wyniesie 3,98.

Odreagowanie złotego po sporej przecenie

W pierwszej połowie marca złoty silnie tracił na wartości, co było związane z podwyższoną awersją do ryzyka na rynkach finansowych i niepokojem o niedoszacowanie sytuacji bilansu płatniczego jednak później doszło do stopniowego odreagowania krajowej waluty.

W połowie marca kurs EUR/PLN pokonał poziom 4,00 i kontynuował wzrost w wyniku wzrostu awersji do ryzyka. Pogorszenie nastrojów inwestorów było związane z konfliktem w Libii, który przyczyniał się do stopniowego wzrostu cen ropy, oraz z katastrofą w Japonii, tj. zniszczeniami wywołanymi przez tsunami i awarię elektrowni atomowej. Po osiągnięciu 4,11 doszło do stopniowego spadku kursu EUR/PLN, gdy inwestorzy skupili uwagę na dosyć dobrych perspektywach światowej gospodarki, które sprzyjały rosnącym indeksom akcyjnym. Umocnieniu złotego zbiegło się też w czasie z uchwaleniem rezolucji ONZ o zamknięciu przestrzeni powietrznej nad Libią oraz z interwencją banków centralnych państw G7 w celu osłabienia jena. Odreagowanie złotego wyhamowało pod koniec marca w związku z publikacją serii raportów nt. niedoszacowań w danych o bilansie płatniczym dotyczących wysokiego deficytu na rachunku błędów i opuszczeń. Jednak jastrzębie komentarze członków RPP i podwyżka stóp procentowych pomogła złotemu umocnić się poniżej 4,00 wobec euro.

W tym czasie doszło do kontynuacji stopniowego umocnienia euro wobec dolara. Przyczyniła się do tego seria jastrzębich komentarzy przedstawicieli EBC, podwyżka stóp w strefie euro oraz dalsze jastrzębie komentarze prezesa Jean Claude Trichet sugerujące, że kolejny ruch w polityce pieniężnej może nastąpić wkrótce. Wspólnej europejskiej walucie nie zaszkodziło zwrócenie się Portugalii o pomoc finansową do Unii Europejskiej. Kurs EUR/USD wzrósł od połowy marca do połowy kwietnia z ok. 1,39 do ponad 1,44.

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

	11/04/2011	14/03/2011	YTD	2010	2009
		%	%	%	%
USD/PLN	2,7501	-5,9	-7,2	4,0	-3,8
EUR/PLN	3,9758	-1,4	0,4	-3,6	-1,5
GBP/PLN	4,4960	-3,9	-2,1	-0,1	7,2
CHF/PLN	3,0284	-3,2	-4,3	14,4	-1,3

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Złoty może być pod presją

W najbliższych tygodniach złoty pozostanie pod negatywnym wpływem oczekiwań na rewizję w danych o bilansie płatniczym, a w drugą stronę będą oddziaływać przepływy z prywatyzacji.

Według wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego dane o bilansie płatniczym mogą zostać zrewidowane dopiero czerwcu, jednak perspektywa podwyższenia deficytu obrotów bieżących w górę powinna negatywnie oddziaływać na złotego w średnim terminie. Według sugestii z NBP i naszych szacunków deficyt obrotów bieżących za 2010 mógłby zostać zrewidowany w górę do ok. 5% PKB. W związku z tym podwyższyliśmy ścieżkę prognoz kursu złotego do końca roku.

Ponadto do końca roku spodziewamy się dalszego wzrostu deficytu obrotów bieżących wraz z dalszym stopniowym ożywieniem gospodarczym. Jednocześnie spodziewamy się też spadku pokrycia deficytu napływem kapitału długoterminowego, co powinno przyczynić się do wzrostu wrażliwości złotego na wahania kapitału portfelowego. To jest szczególnie istotne w związku z dużym zaangażowaniem inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji.

Negatywnie na perspektywy złotego oddziałuje także wciąż wysoki deficyt fiskalny szczególnie w obliczu zbliżających się wyborów parlamentarnych. Ponadto brak konsolidacji finansów publicznych może według ostrzeżeń agencji ratingowych wyrzucić presję na polskie catingi pod koniec roku.

W najbliższych tygodniach wsparciem dla złotego mogą być przepływy związane ze sprzedażą TP Emitel przez TP SA zagranicznemu funduszowi, które według informacji prasowych (Reuters) mogą wynieść ok. 0,4 mld €. Z kolei w drugą stronę oddziaływać będą przepływy związane w wypłatą dywidend (pierwsze duże dywidendy będą płatne już w maju (BZ WBK ok. 110 mln € i Żywiec ok. 110 mln € - według PAP, Reuters).

Podwyżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej mogą być równoważone przez jednoczesne podwyżki stóp przez Europejskie Bank Centralny, co sprawi, że dysparytet stóp procentowych pozostanie względnie stabilny w dalszej części roku.

Spodziewamy się, że kurs EUR/PLN osiągnie na koniec roku poziom ok. 3,98.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	11/04/2011	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11	I kw. '12
USD/PLN	2,7501	2,88	2,84	2,77	2,74
EUR/PLN	3,9758	4,04	4,02	3,99	3,94
GBP/PLN	4,4960	4,65	4,66	4,68	4,69
CHF/PLN	3,0284	3,19	3,08	2,99	2,90

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek długu

- Dalszy wzrost rynkowych stóp procentowych na krótkim końcu krzywej i wypłaszczenia krzywej rentowności za sprawą umocnienia oczekiwań na dalsze podwyżki stóp przez RPP oraz umocnienia długoterminowego długu
- Spodziewamy się dalszego wzrostu krótkoterminowych stóp w związku z kolejną podwyżką stóp procentowych w czerwcu i utrzymaniem jastrzębich komentarzy członków Rady w celu ograniczania narastania oczekiwań inflacyjnych.
- Negatywne czynniki dla długoterminowych stóp jak słaba sytuacja fiskalna wraz z możliwością pojawienia się presji na rating będą niwelowane przez sugestie Ministerstwa Finansów o interwencji na rynku swap, możliwości BGK skupowania obligacji oraz niższe od wcześniejszych oczekiwań potrzeby pożyczkowe.

Wzrost stóp FRA i umocnienie obligacji

Od publikacji naszego poprzedniego raportu doszło do umocnienia obligacji i jednocześnie do wzrostu stóp IRS wzdłuż całej krzywej, co doprowadziło do spadku spreadu asset swap.

W ubiegłym miesiącu doszło do wzrostu stóp FRA o ok. 16-18 pb oraz stóp IRS na całej krzywej o ok. 9-12 pb. W połowie marca nastąpił spadek stóp za sprawą niższych od oczekiwań danych o CPI i rewizji w dół danych o inflacji za styczeń. Przyczynił się do tego również spadek oczekiwań na zacieśnienie polityki gospodarczej w obawie o skutki katastrofy w Japonii dla światowej gospodarki. Jednak w kolejnych dniach inwestorzy stwierdzili, że wpływ sytuacji w Japonii na globalną gospodarkę nie będzie istotny, w związku z czym doszło do odreagowania oczekiwań na podwyżki stóp. Od drugiej połowy marca trwał stopniowy wzrost stóp rynkowych. Przyczyniło się do tego utrzymanie jastrzębiego tonu komentarzy przez przedstawicieli EBC oraz krajowej RPP. Wzrost stóp rynkowych wspierał także znaczny wzrost oczekiwań inflacyjnych w marcu za sprawą znacznego wzrostu cen ropy na rynkach światowych i cen paliw w kraju oraz wzrostu cen żywności. W kwietniu RPP podwyższyła stopy procentowe po raz kolejny o 25 pb (stopa referencyjna wzrosła do poziomu 4,00%). Jednocześnie komunikat był bardziej jastrzębi niż marcowy. Nieco później także EBC podwyższył stopy procentowe po raz pierwszy od 2008 roku, a komentarze prezesa Jean Claude Trichet okazały się bardziej jastrzębie od oczekiwań.

Wzrost stóp IRS był mniejszy niż w przypadku stóp FRA, co wynikało z zapowiedzi Ministerstwa Finansów interwencji na rynku swap. Do spadku stóp IRS w połowie marca przyczyniły się sugestie Ministerstwa Finansów o możliwości sprzedaży IRS, które najprawdopodobniej wynikały z obaw resortu finansów o rosnące koszty finansowania długu. Jednak od drugiej połowy marca następował stopniowy wzrost stóp rynkowych.

Rentowności obligacji obniżyły się w ostatnich tygodniach o 5-10 pb.

Do relatywnie większego umocnienia doszło w przypadku obligacji długoterminowych, czemu sprzyjał dalszy zakup krajowych obligacji przez inwestorów zagranicznych przy zwiększonym zainteresowaniu także inwestorów krajowych. Umocnieniu obligacji sprzyjały informacje o zaplanowanych na ten rok prywatyzacjach, większym od oczekiwań zysku z NBP, które wraz ze zmianami w OFE zmniejszają potrzeby pożyczkowe na ten rok. Jednocześnie Ministerstwo Finansów zapowiedziało zmniejszoną podaż obligacji i brak obligacji długoterminowych w kwietniu. W ostatnich tygodniach doszło do spadku 10-letniego spreadu asset swap do 50 pb z 85 pb w połowie marca. W ostatnim miesiącu doszło także do lekkiego spłaszczenia krzywej. Spread 2-10 IRS obniżył się do 39 pb z 43 a w przypadku rentowności do 112 pb ze 119 pb. Wciążu miesiąca dozo też do znacznego spadku różnicy, między rentownościami 10-letnich krajowych obligacji i Bundów.

Tabela 5. Rynek stopy procentowej

	11/04/2011	1M	YTD
	%	pb	pb
WIBOR 3M	4,26	8	31
FRA1x4	4,39	9	33
FRA3x6	4,72	16	46
FRA6x9	5,03	18	48
FRA9x12	5,23	10	47
IRS 2Y	5,29	9	43
IRS 5Y	5,69	7	23
IRS 10Y	5,69	12	9

Źródło: Reuters.

Oczekiwane dalsze wypłaszczenie krzywej

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

Dalszy wzrost inflacji w marcu do ok. 3,9% i w kolejnych miesiącach prawdopodobnie do 4% oraz możliwe utrzymanie się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych (w marcu wzrosły do 4,6% r/r z 3,2% w lutym) powinny sprzyjać utrzymaniu jastrzębiego tonu komentarzy członków Rady Polityki Pieniężnej. Te czynniki oraz wzrost oczekiwań na kolejne podwyżki stóp NBP będą naszym zdaniem wpływać na dalszy wzrost krótkoterminowych stóp rynkowych w kolejnych tygodniach. Naszym

zdaniem Rada podwyższy stopy procentowe o 25 pb po raz kolejny w czerwcu i na podobny ruch zdecyduje się też EBC.

W krótkim terminie pozytywnie na rynek obligacji może oddziaływać mniejsza podaź obligacji na rynku krajowym. Potrzeby pożyczkowe na 2011 rok mogą być o 20 mld zł niższe od wstępnych planów z początku roku. Przychody z prywatyzacji w tym roku mogą być wyższe o ok. 5 mld zł, zysk z NBP za 2010 r., który niemal w całości przekazany jest do budżetu był również o 5 mld wyższy od planów. Podtrzymujemy też zdanie, że zmiany w systemie emerytalnym, które mają wejść w życie od początku maja, mogą mieć krótkoterminowo pozytywny wpływ na rynek poprzez większe zmniejszenie podaży niż popytu na rynku obligacji. Zmiany w OFE zmniejszą podaź obligacji w tym roku o ok. 10 mld zł.

Jednak średnioterminowe i długoterminowe skutki zmian OFE są negatywne, gdyż zmniejszają płynność rynku w związku ze spadkiem aktywności inwestora, który pełnił stabilizującą rolę dla rynku. Ponadto w kolejnych miesiącach długoterminowe obligacje mogą znaleźć się pod presją także w związku z nadchodzącymi wyborami parlamentarnymi i wzrostem ryzyka politycznego i możliwością nasilenia obaw o pogorszenie ratingów w przypadku braku konsolidacji finansów publicznych.

Spodziewamy się, że na koniec roku rentowności 2-letnich obligacji wzrosną do 5,50%, 5-letnich do ok. 6,10% a 10-letnich do około 6,45%.

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

	11/04/2011	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11	I kw. '12
Stopa referencyjna	4,00%	4,25%	4,50%	4,50%	4,50%
WIBOR3M	4,26%	4,51%	4,67%	4,84%	5,00%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2010												2011
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	12.5	9.7	13.5	14.3	10.3	13.5	11.8	8.0	10.0	11.5	10.3	10.7	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	19.1	-9.2	1.6	6.8	-6.1	-1.8	13.2	-1.6	-1.4	-4.1	-6.4	3.5	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	13.9	11.1	14.5	15.5	10.9	14.3	13.3	9.3	11.8	14.3	11.4	11.3	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-10.9	-6.3	2.3	9.6	0.8	8.5	13.4	9.4	14.2	12.3	11.2	15.4	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	8.7	-1.6	4.3	6.4	3.9	6.6	8.6	9.0	8.3	12.0	5.8	12.2	-
Stopa bezrobocia (%)	13.0	12.4	12.1	11.7	11.5	11.4	11.5	11.5	11.7	12.3	13.0	13.2	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.6	0.0	0.5	1.1	1.4	1.6	1.8	2.1	2.2	2.4	3.8	4.1	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.6	2.4	2.2	2.3	2.0	2.0	2.5	2.8	2.7	3.1	3.8	3.6	-
Inflacja (% m/m)	0.3	0.4	0.3	0.3	-0.2	-0.4	0.6	0.5	0.1	0.4	1.2	0.2	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.6	-0.4	1.9	2.1	3.8	4.0	4.3	3.9	4.7	6.2	6.2	7.3	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.2	1.4	2.0	1.0	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.4	1.2	0.4	1.0	-
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.8	3.2	4.8	3.5	2.1	4.2	3.7	3.9	3.6	5.4	5.0	4.1	-
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-821	-385	-549	-920	-1,270	-1,281	-1,089	-1,217	-2,195	-1,573	-930	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.2	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3	-2.6	-2.8	-3.0	-3.1	-3.3	-3.2	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-419	-231	-489	-356	-576	-777	-228	-693	-1222	-1106	275	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	10,621	10,090	10,052	10,677	10,162	9,758	11,311	11,241	10,631	9,771	10,201	-	-
Eksport (% r/r)	22.6	23.8	24.9	26.7	19.0	25.0	18.5	16.3	14.4	19.1	20.0	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	11,040	10,321	10,541	11,033	10,738	10,535	11,539	11,934	11,853	10,877	9,926	-	-
Import (% r/r)	23.4	23.7	30.5	26.5	20.0	27.7	21.3	19.7	24.0	25.8	15.2	-	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5.5	6.1	7.7	7.1	7.8	9.4	8.9	6.4	9.1	8.7	8.2	8.3	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.5	8.9	9.3	9.3	9.4	10.0	9.8	10.1	10.2	9.8	9.5	9.7	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	10.4	13.3	15.0	13.2	12.1	15.2	12.6	13.3	10.9	9.9	9.2	8.9	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.7	8.4	9.6	13.1	13.7	15.5	12.4	10.0	14.4	14.0	12.5	13.7	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-9.0	-7.3	-5.5	-4.4	-3.5	-2.5	-3.2	-2.4	-1.1	-0.9	-0.5	0.4	-
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	3.75	3.75	3.75
WIBOR 3M (średnio)	4.13	3.92	3.85	3.86	3.84	3.81	3.82	3.83	3.85	3.92	4.01	4.10	4.18
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.10	3.86	3.86	3.87	3.82	3.81	3.84	3.85	3.88	3.95	4.09	4.15	4.19
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	3.89	3.71	3.91	4.15	4.03	4.01	4.00	4.11	4.06	4.04	4.29	4.51	4.46
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.55	4.64	4.68	4.85	4.74	4.68	4.71	4.75	4.87	4.78	5.00	5.10	5.03
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.15	5.16	5.29	5.41	5.40	5.20	5.22	5.34	5.52	5.52	5.71	5.78	5.73
EUR/PLN (koniec okresu)	3.86	3.90	4.08	4.15	4.01	4.00	3.99	3.99	4.07	3.96	3.89	3.91	4.01
USD/PLN (koniec okresu)	2.87	2.93	3.31	3.39	3.07	3.16	2.93	2.89	3.13	2.96	2.91	2.87	2.82
EUR/USD (koniec okresu)	1.35	1.33	1.23	1.22	1.30	1.27	1.36	1.38	1.30	1.34	1.34	1.36	1.42
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	22.7	27.0	32.1	36.8	34.9	36.9	39.5	41.8	42.5	44.6	2.8	14.3	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	43.5	51.8	61.6	70.5	66.9	70.7	75.7	80.1	81.4	85.4	6.9	35.9	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	304	342	426	533	433	469	537	611
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,413	1,523	1,636
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,282	14,066	16,044
Populacja (mln)	38.2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.2	38.1	38.1
Stopa bezrobocia (%)	18.2	14.9	11.2	9.5	11.9	13.2	13.2	14.2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.6	6.2	6.7	5.1	1.7	3.8	4.2	4.5
Inwestycje (% r/r)	6.5	14.9	17.6	9.6	-1.1	-2.0	9.5	9.9
Konsumpcja (% r/r)	2.7	5.2	4.7	6.1	2.0	3.3	2.7	3.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2.1	5.0	5.0	5.7	2.1	3.2	3.4	4.0
Eksport (% r/r)	8.0	14.6	9.1	7.1	-6.8	10.2	7.0	8.0
Import (% r/r)	4.7	17.3	10.9	8.0	-12.4	10.7	8.0	10.5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0.5	1.4	4.0	3.3	3.5	3.1	3.2	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.1	1.1	2.5	4.5	3.5	2.6	3.7	2.8
Płace nominalne (% r/r)	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	3.3	5.5	6.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	5.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	4.66	4.66	5.66
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.01	6.50	6.10
USD/PLN (Koniec okresu)	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	2.96	2.96
USD/PLN (Średnia)	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	3.02	3.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	3.96	3.96
EUR/PLN (Średnia)	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	3.99	3.99
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-15.4	-22.0	-30.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-3.3	-4.1	-4.9
Saldo handlu zagranicznego	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-8.5	-12.6	-18.6
Eksport	96.5	117.4	145.3	178.7	142.1	162.4	188.2	223.0
Import	99.2	124.5	162.4	204.7	146.4	170.8	200.8	241.7
Saldo usług	0.7	0.7	4.8	5.0	4.8	4.1	4.3	4.5
Saldo dochodów	-6.7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-17.3	-20.9	-24.7
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7.0	10.7	18.0	10.3	8.8	7.0	9.0	14.0
Rezerwy międzynarodowe	42.2	48.2	54.6	57.2	69.7	90.0	106.0	118.0
Amortyzacja	30.1	23.5	30.2	32.4	24.6	34.8	35.9	36.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.1	-3.6	-1.9	-3.6	-7.2	-8.1	-6.4	-5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.3	-3.4	-2.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.5	47.8	44.9	46.9	49.8	53.3	52.6	52.7
Dług krajowy	34.5	35.6	34.3	34.8	36.8	39.9	39.3	40.2

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 7. Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	1.7	3.8	4.2	4.5	4.1	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	3.7	2.8	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	-3.3	-4.1	-4.9	-4.5	-4.2
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	5.00	5.00	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.87	2.96	2.96	2.96	2.96	2.96
USD/PLN (Średnia)	3.11	3.02	3.02	3.02	3.02	3.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	3.96	3.96	3.96	3.96
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	3.99	3.99	3.99	3.99

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

