

CitiMonthly Polska

W skrócie

- W 2011 roku wzrost gospodarczy może przekroczyć 4% dzięki ożywieniu inwestycji oraz relatywnie silnej dynamice konsumpcji. Oczekujemy jednak, że 2012 rok przyniesie spowolnienie w związku z zacieśnieniem polityki fiskalnej oraz wyhamowaniem wzrostu gospodarczego w Niemczech.
- Inflacja pozostanie wyraźnie powyżej celu do końca 2011 i prawdopodobnie w 2012 roku. Choć w drugiej połowie roku dynamika cen żywności oraz paliw zapewne osłabnie, rosnać będzie wskaźnik inflacji bazowej.
- Ożywienie na rynku pracy i wysokie oczekiwania inflacyjne stopniowo przyczyniają się do wzmocnienia żądań płacowych. Oczekujemy, że tendencje te przybiorą jeszcze na sile w drugiej połowie roku.
- Silny popyt krajowy oraz korekta danych historycznych przyczynią się do istotnego wzrostu deficytu w rachunku bieżącym. Według naszych szacunków deficyt sięgnie w 2011 roku 5,5-6,0% PKB.
- W maju RPP zaskoczyła rynki finansowe podnosząc stopy procentowe o 25pb do poziomu 4,25%. Rada obawia się ewentualnych efektów drugiej rundy i utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie.
- Na kolejną podwyżkę nie będzie trzeba długo czekać. Oczekujemy, że najnowsze dane z rynku pracy oraz wysokie oczekiwania inflacyjne skłonią RPP do ponownej – trzeciej z rzędu – podwyżki stóp już w czerwcu br.
- Rząd planuje obniżyć deficyt sektora rządowego i samorządowego poniżej 3% PKB w 2012 roku. Naszym zdaniem skala zacieśnienia będzie mniejsza od zakładanej, ale i tak wystarczająca by doprowadzić do osłabienia dynamiki wzrostu PKB.
- Po to aby ograniczyć deficyt poniżej 3% PKB potrzebne byłyby dodatkowe działania, jednak ze względu na zbliżające się wybory parlamentarne szanse na ich wprowadzenie w najbliższym czasie są niewielkie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

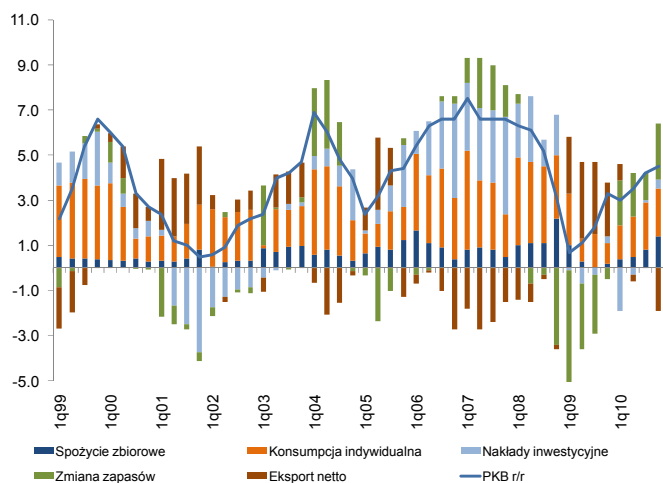
Tabela 1. Prognozy krótkoterminowe

Wskaźnik	Cze-11	Lip-11	Sie-11	Wrz-11
Stopa referencyjna (koniec okresu)	4,50	4,50	4,50	4,50
EUR/PLN (koniec okresu)	3,95	3,95	3,94	3,94
USD/PLN (koniec okresu)	2,86	2,87	2,87	2,88

Źródło: Citi Handlowy

Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy



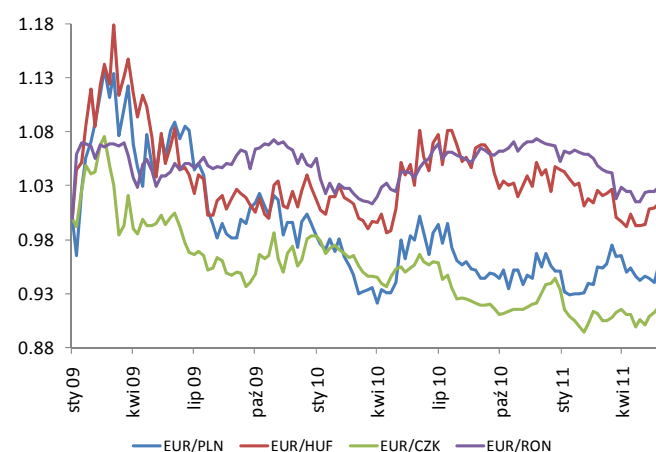
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego



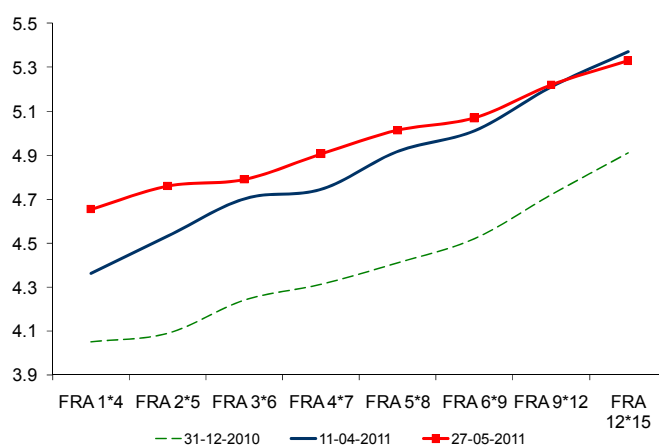
Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 3. Kurs EUR/PLN na tle innych walut region
(Styczeń 2009 = 1)**



Źródło: Citi Handlowy, Reuters. Uwaga: Wysokie wartości oznaczają osłabienie waluty

Wykres 4. Krzywa FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Tabela 2. Kryteria konwergencji – Polska na tle krajów region.

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	1,6	3,8	-4,4	41,3
Węgry	4,3	7,3	1,6	75,2
Polska	2,7	5,9	-5,8	55,4
Rumunia	6,8	7,1	-4,7	33,7
Kryterium konwergencji	2,7	6,8	-3,0	60,0

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

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

Gospodarka w skrócie

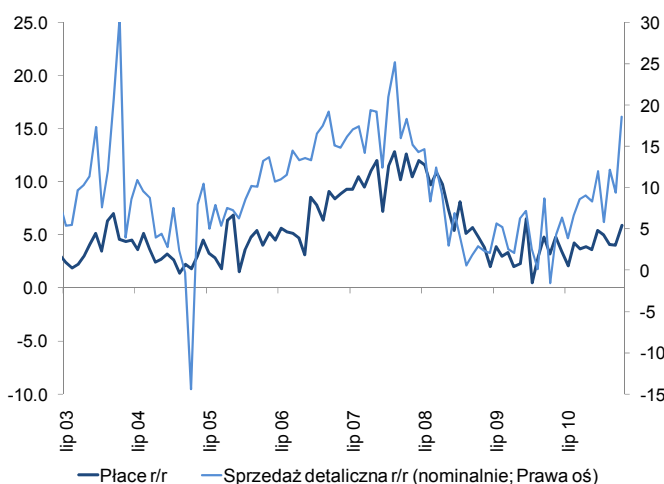
Gospodarka nie zwalnia (na razie)

- W 2011 roku wzrost gospodarczy może przekroczyć 4% dzięki ożywieniu inwestycji oraz relatywnie silnej dynamice konsumpcji. Oczekujemy jednak, że 2012 rok przyniesie spowolnienie w związku z zacieśnieniem polityki fiskalnej oraz wyhamowaniem wzrostu gospodarczego w Niemczech.
- Inflacja pozostanie wyraźnie powyżej celu do końca 2011 i prawdopodobnie w 2012 roku. Choć w drugiej połowie roku dynamika cen żywności oraz paliw zapewne osłabnie, rosnać będzie wskaźnik inflacji bazowej.
- Silny popyt krajowy oraz korekta danych historycznych przyczynią się do istotnego wzrostu deficytu w rachunku bieżącym. Według naszych szacunków deficyt sięgnie w 2011 roku 5,5-6,0% PKB.

Silna konsumpcja i ożywienie w inwestycjach

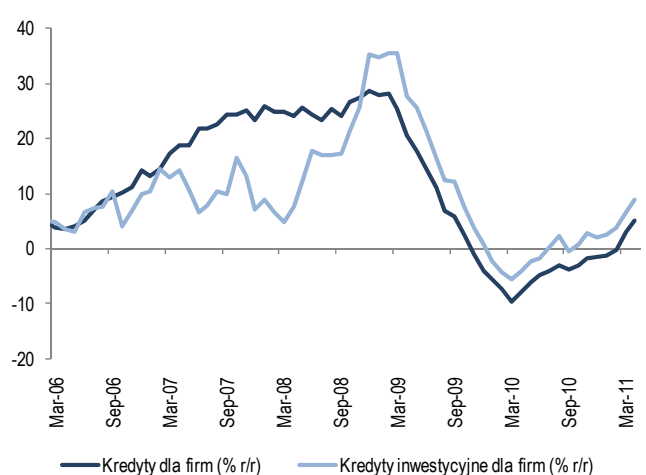
Najnowsze dane makroekonomiczne wpisują się w scenariusz ponad 4% wzrostu gospodarczego w 2011 roku. Spodziewamy się utrzymania popytu konsumpcyjnego na relatywnie wysokim poziomie, o czym świadczy między innymi poprawiająca się sytuacja na rynku pracy oraz silna dynamika sprzedaży detalicznej. W kwietniu sprzedaż wzrosła w ujęciu nominalnym o ponad 18% r/r, a wyraźne wzrosty odnotowano w niemal wszystkich kategoriach produktowych. Co prawda tak silny wynik to częściowo zasługa czynników jednorazowych (bardzo niska baza odniesienia), lecz nawet po wyeliminowaniu tych efektów sprzedaż najprawdopodobniej wzrosłaby w tempie dwucyfrowym. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w całym roku konsumpcja zwiększy się o ponad 3,5% r/r, i to pomimo negatywnych szoków cenowych na rynku żywności oraz energii.

Wykres 5. Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy

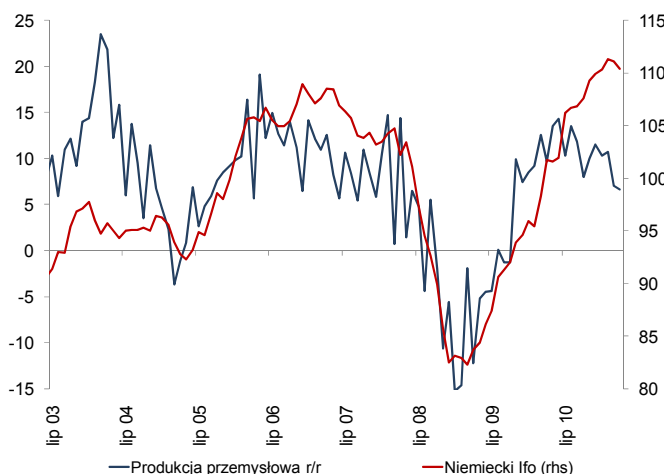
Wykres 6. Kredyty dla przedsiębiorstw



Źródło: NBP, Citi Handlowy

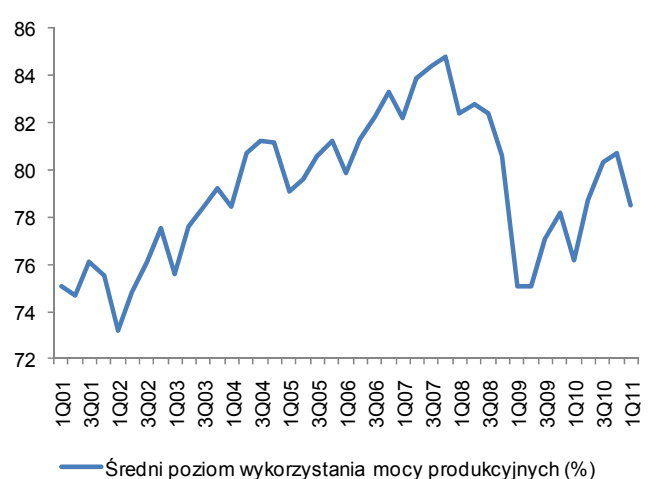
Długo oczekiwane ożywienie w inwestycjach sektora prywatnego najprawdopodobniej już się rozpoczęło. Wskazuje na to powolny wzrost w kredytach dla przedsiębiorstw, w tym kredytów inwestycyjnych. Za szybszym wzrostem w kolejnych miesiącach przemawia między innymi rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych (Wykres 8 – niewielki spadek wykorzystania mocy w 1Q wynikał wyłącznie z czynników sezonowych), a także poprawa perspektyw popytu na produkty polskich eksporterów. Ten ostatni czynnik jest związany z wyjątkową silną koniunkturą w Niemczech, która najwyraźniej wcale nie odczuwa negatywnych konsekwencji związanych z nasileniem się kryzysu zadłużenia na „peryferiach” strefy euro. W maju Citi zrewidowało w górę swoją i tak optymistyczną prognozę wzrostu PKB w Niemczech do 3,5% w 2011 oraz 2,5% w 2012 r. (tj. o około 0,5 punktu procentowego wyżej w porównaniu z poprzednią prognozą). Biorąc pod uwagę powyższe czynniki szacujemy, że nakłady na środki trwałe wzrosną w bieżącym roku o około 9-10%, a 2012 rok przyniesie ich częściowe wyhamowanie związane z wygaszaniem części projektów inwestycyjnych realizowanych przez jednostki sektora publicznego.

Wykres 7. Produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Wykorzystanie mocy produkcyjnych



Źródło: NBP, Citi Handlowy

2012 przyniesie spowolnienie

W ciągu ostatnich miesięcy nasz pogląd na perspektywy wzrostu w kraju nieco ewoluował. Choć dostrzegamy szanse na wzrost w całym 2011 roku o przynajmniej 4,2% (z ryzykiem w górę), jesteśmy bardziej sceptyczni odnośnie roku 2012 i oczekujemy, że wówczas PKB może wówczas zwiększyć się o co najwyżej 4% (z dużym ryzykiem słabszego wyniku). Jeden z powodów dla którego spodziewamy się wyhamowania wzrostu to zacieśnienie polityki fiskalnej przez polski rząd. Według naszych szacunków obietnice redukcji deficytu mogą odjąć ze wzrostu gospodarczego około 1,5 punktu procentowego.

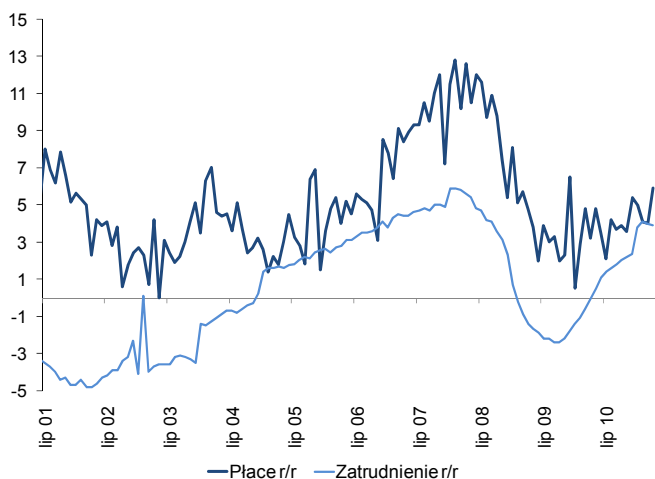
Nawet jeżeli przyjąć, że część planów zacieśnienia fiskalnego nie zostanie zrealizowana, wzrost i tak ucierpi na skutek braku wsparcia ze strony polityki fiskalnej. Efekt ten jest o tyle istotny, że w poprzednich latach to właśnie rosnący deficyt strukturalny (obok słabego złotego) napędzał dynamikę PKB w kraju. W przyszłym roku do wyhamowania wzrostu przyczyniać się będzie również zakończenie przygotowań do Euro 2012,

dzięki czemu zniknie jeden z czynników, który wymuszał wcześniej dynamiczną realizację zaplanowanych inwestycji.

Żądania płacowe stopniowo rosną

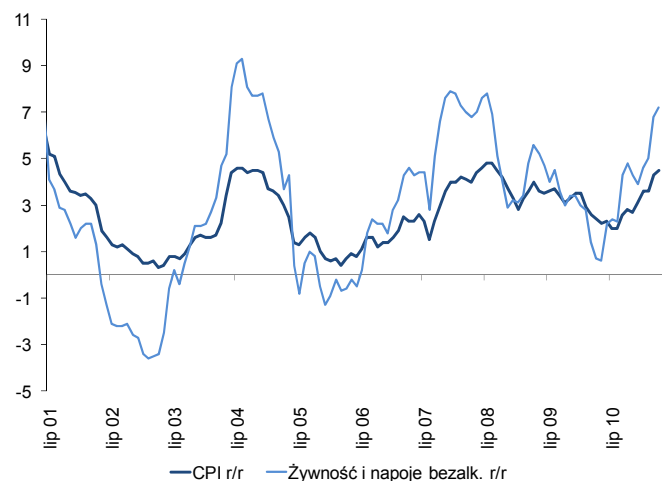
Podobnie jak w poprzednich miesiącach, również w kwietniu utrzymała się silna tendencja wzrostowa w zatrudnieniu. W sektorze przedsiębiorstw wzrosło ono o 3,9% r/r, a więc w tempie notowanym ostatnio w okresie boomu na rynku pracy. Co ciekawe, po raz pierwszy od dłuższego czasu odnotowano również wyraźne przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń do 5,9% r/r. Szybszy wzrost płac wynikał zapewne częściowo z jednorazowych wypłat nagród i premii, szczególnie w okresie okołoswiątecznym. Niemniej spodziewamy się również, że w kolejnych miesiącach ujawniać się będą efekty formułowanych obecnie żądań płacowych, którym sprzyja zarówno wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych jak i bardzo dobre wyniki finansowe polskich firm sprawiające, iż pracodawcy będą bardziej skłonni ulec żądaniom pracowników.

Wykres 9. Wzrost płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Inflacja oraz ceny żywności



Źródło: GUS, Citi Handlowy

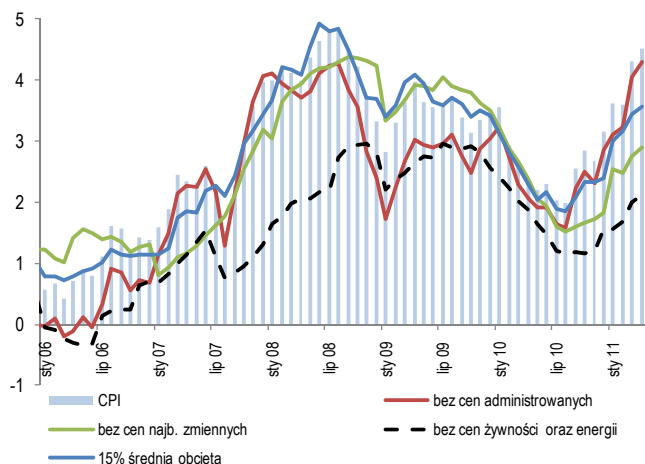
Inflacja długo pozostanie powyżej celu

Opublikowane w maju dane o inflacji pokazały jej wzrost do 4,5% w kwietniu. Choć znaczna część wzrostu CPI w ujęciu rok-do-roku wynika z podwyżek cen żywności i paliw, stopniowo zwiększa się również inflacja bazowa. Jest to zgodne z naszymi prognozami zakładającymi systematyczny wzrost presji popytowej, między innymi na skutek utrzymywania się wzrostu gospodarczego powyżej potencjału. Nawet pomimo przewidywanego spowolnienia w kolejnych kwartałach luka popytowa (a więc miara presji popytowej) będzie się stopniowo zwiększać, podtrzymując inflację powyżej celu RPP.

Na tym etapie sytuacja na rynku pracy nie stanowi jeszcze nadmiernego zagrożenia dla stabilności cen. W kwietniu jednostkowe koszty pracy wzrosły o 3,2% r/r i chociaż był to drugi z rzędu wzrost, jednak wciąż znacznie wolniejszy niż w okresie największego boomu na rynku pracy. Naszym zdaniem obecny stan rynku pracy nie powinien satysfakcjonować RPP. Biorąc pod uwagę inercję sytuacji na tym rynku

sądzimy, że problem żądań płacowych będzie stopniowo narastać i jego konsekwencje w postaci znacznie szybszych podwyżek wynagrodzeń, wzrostu kosztów pracy i wyższej inflacji bazowej mogą ujawnić się dopiero w dalszej części roku.

Wykres 11. Wskaźniki inflacji bazowej



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych oraz wskaźnik CPI



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

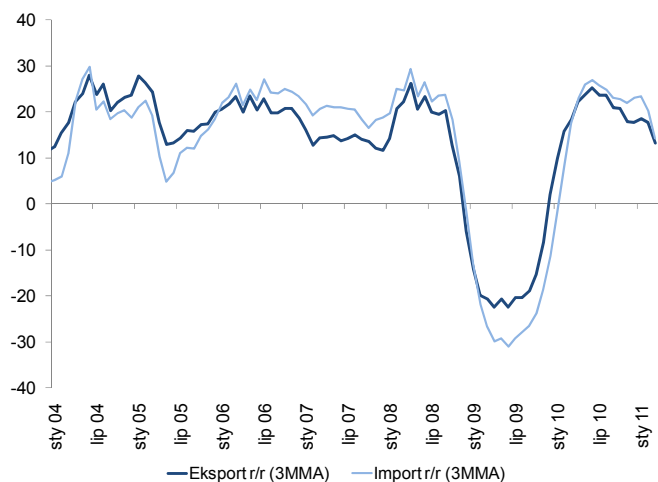
Według naszych prognoz inflacja osiągnie szczyt na poziomie około 4,6-5,0% w okresie maj-sierpień, a następnie zacznie się powoli obniżać. Dokładne tempo spadku CPI będzie zależało od skali umocnienia złotego, jednak w naszym scenariuszu bazowym szacujemy, że do końca roku inflacja powinna utrzymać się powyżej górnej granicy celu inflacyjnego (3,5%), a w całym 2012 roku najprawdopodobniej wciąż będzie przekraczać sam poziom celu (2,5%).

Deficyt w rachunku bieżącym może sięgnąć 6% PKB

Marcowa publikacja danych o bilansie płatniczym potwierdziła wyraźny trend wzrostowy deficytu w rachunku bieżącym, który wzrósł do ok. 1,4 mld €. W rezultacie skumulowany dwunastomiesięczny deficyt osiągnął 4% PKB. Pogorszenie deficytu wynikało z kilku czynników, między innymi mniejszych transferów z Unii Europejskiej do Polski oraz większego deficytu handlowego. W marcu odnotowano wyjątkowo głębokie wyhamowanie eksportu oraz importu. Chociaż to wyhamowanie było podyktowane czynnikami przejściowymi, które zostaną odwrócone w kolejnych miesiącach, oczekujemy, że wzrost eksportu w 2011 roku będzie wolniejszy niż rok wcześniej. Naszym zdaniem import będzie rósł w relatywnie szybszym tempie niż eksport za sprawą przyspieszenia popytu krajowego a głównie znacznego importu inwestycyjnego.

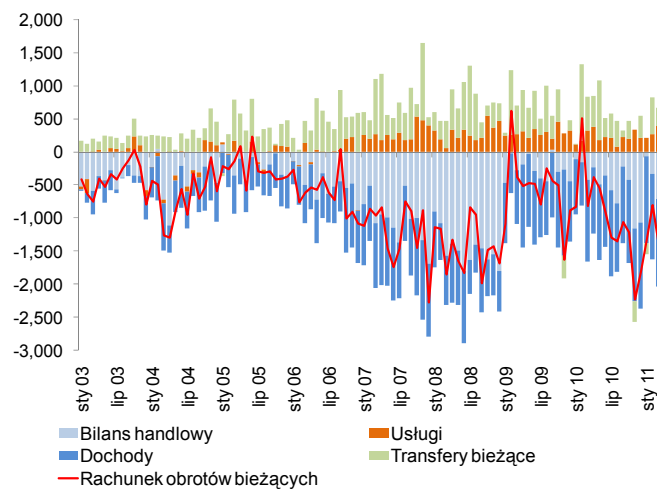
Tak jak informowaliśmy w naszym poprzednim raporcie miesięcznym, spodziewamy się, że w czerwcu NBP zrewiduje dane o bilansie płatniczym, co doprowadzi do przeszacowania deficytu obrotów bieżących w górę. Zgodnie z naszymi szacunkami rewizja danych mogłaby doprowadzić do podwyższenia deficytu obrotów bieżących o 1.5 pkt proc. PKB przy redukcji salda błędów i opuszczeń z obecnych 3,7% PKB (w 2010 roku). W przypadku takiej rewizji ocena zewnętrznej stabilności Polski zmieniłaby się znacząco, a deficyt w 2011 roku mógłby wynieść około 5,5-6% PKB.

Wykres 11. Eksport oraz import



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Rachunek obrotów bieżących i jego składowe



Źródło: NBP, Citi Handlowy

W danych z ostatnich miesięcy zwraca uwagę wyraźny spadek relacji inwestycji bezpośrednich do deficytu obrotów bieżących. Dwunastomiesięczny napływ FDI stanowi obecnie jedynie 55% deficytu obrotów bieżących, a więc znacznie mniej niż 160% przed rokiem. Kontynuacja tego trendu mogłaby oznaczać większą podatność złotego na zmiany nastrojów na rynkach światowych, w miarę jak rosłoby znaczenie kapitału portfelowego dla finansowania CA.

Polityka pieniężna i fiskalna

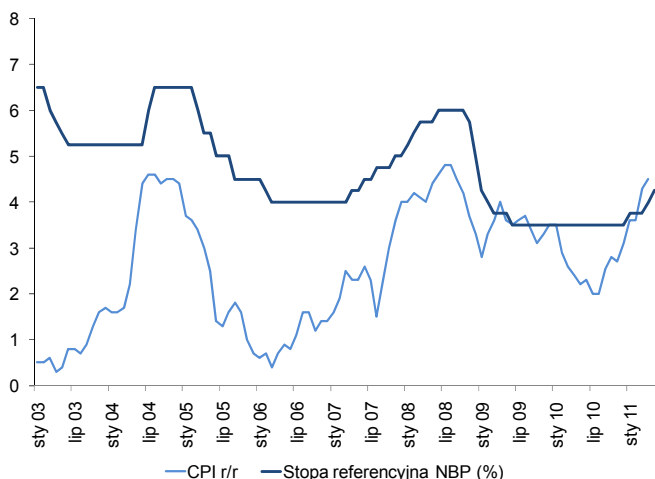
Już wkrótce kolejna podwyżka

- W maju RPP zaskoczyła rynki finansowe podnosząc stopy procentowe o 25pb do poziomu 4,25%. Rada obawia się ewentualnych efektów drugiej rundy i utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie.
- Na kolejną podwyżkę nie będzie trzeba długo czekać. Oczekujemy, że najnowsze dane z rynku pracy oraz wysokie oczekiwania inflacyjne skłonią RPP do ponownej – trzeciej z rzędu – podwyżki stóp już w czerwcu br.

Dwie podwyżki z rzędu

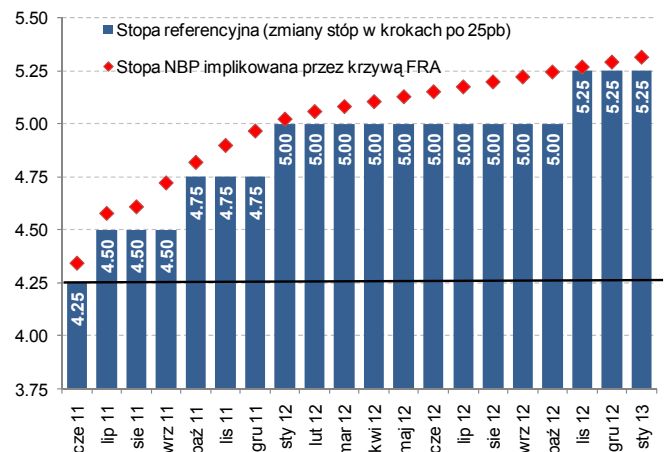
W maju Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopę referencyjną o 25pb do poziomu 4,25%. Była to druga z rzędu podwyżka (i trzecia od początku roku), a tym samym RPP odeszła od swojej dotychczasowej polityki bardzo powolnego zacieśnienia monetarnego. Ewidentnie wciąż jeszcze władze monetarne trzymają się swojej drugiej zasady i podnoszą stopy w małych krokach po 25pb. Większość komentarzy, która pojawiła się po majowym posiedzeniu pokazuje, że Rada zaczęła obawiać się, iż podwyższona inflacja doprowadzi do utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych i żądań płacowych na zbyt wysokim poziomie. Naszym zdaniem część przedstawicieli RPP zdała sobie sprawę, że dotychczasowa polityka umiarkowanego i odwlekanego zacieśnienia monetarnego, a także wcześniejsze obawy przed nadmiernym umocnieniem złotego, były błędem.

Wykres 13. Stopa referencyjna NBP oraz wskaźnik inflacji konsumentów (CPI)



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. Ścieżka stóp procentowych zdyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

RPP wolałaby silniejszego złotego

Co prawda RPP nie ma wyznaczonego celu kursu walutowego, jednak w naszej ocenie złoty zajmuje ważne miejsce w procesie decyzyjnym Rady. Wynika to stąd, iż kanał kursowy jest najszybszym kanałem przez który bank centralny może oddziaływać na inflację. Biorąc to pod uwagę

spodziewamy się, że wypowiedzi oraz działania władz monetarnych w najbliższych tygodniach będą miały za zadanie między innymi wsparcie złotego, a przez to przyspieszenie trendu spadkowego inflacji. Jest to zapewne jeden z powodów dla którego bank centralny „ciepło” wypowiada się na temat inicjatywy Ministerstwa Finansów, które rozpoczęło proces wymiany funduszy unijnych na złote bezpośrednio na rynku walutowym, podczas gdy wcześniej ta wymiana następowała w NBP.

Biorąc pod uwagę zmianę retoryki władz monetarnych spodziewamy się, że proces zacieśnienia monetarnego będzie kontynuowany. Podtrzymujemy swoje oczekiwania, że w obecnym cyklu stopa referencyjna osiągnie 5%, choć w porównaniu z poprzednimi miesiącami obecnie oczekujemy, że nastąpi to wcześniej – na początku 2012 lub nawet jeszcze pod koniec 2011 r. Co więcej, biorąc pod uwagę silny wzrost sprzedaży detalicznej, płac oraz cen w kwietniu, a także prawdopodobny znaczny wzrost oczekiwań inflacyjnych spodziewamy się, że do kolejnej podwyżki stóp może dojść już na najbliższym czerwcowym posiedzeniu władz monetarnych.

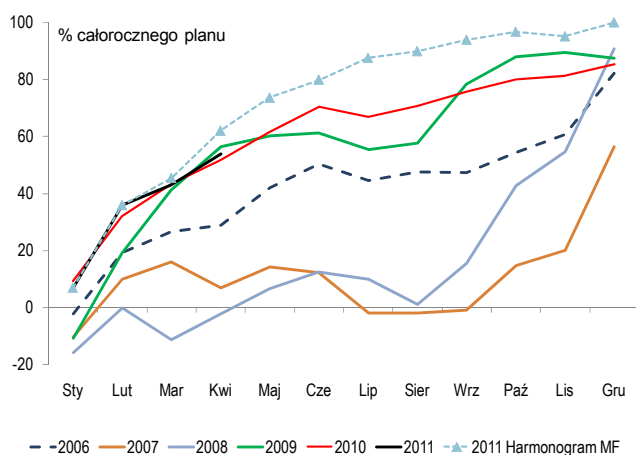
Zacieśnienie fiskalne na horyzoncie

- ☐ Rząd planuje obniżyć deficyt sektora rządowego i samorządowego poniżej 3% PKB w 2012 roku. Naszym zdaniem skala zacieśnienia będzie mniejsza od zakładanej, ale i tak wystarczająca by doprowadzić do osłabienia dynamiki wzrostu PKB.
- ☐ Po to aby ograniczyć deficyt poniżej 3% PKB potrzebne byłyby dodatkowe działania, jednak ze względu na zbliżające się wybory parlamentarne szanse na ich wprowadzenie w najbliższym czasie są niewielkie.

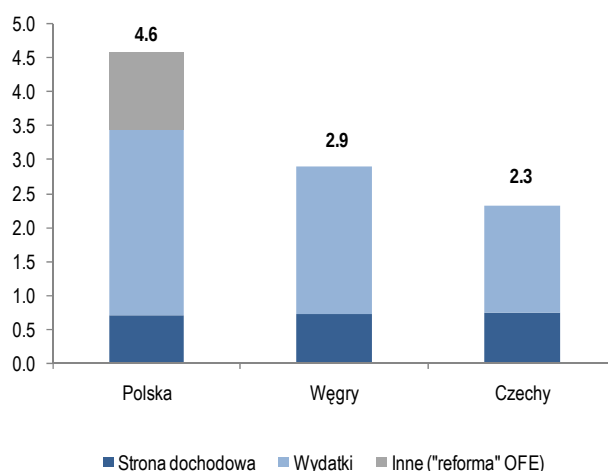
Rząd próbuje zakończyć prace nad przyszłorocznym budżetem jeszcze przed wakacjami, choć spotyka się to ze sprzeciwem związków zawodowych. Naszym zdaniem szybsze zakończenie prac pozwoliłoby uwolnić proces budżetowy od kampanii wyborczej, która zapewne rozpocznie się w kolejnych miesiącach. Niezależnie jednak od ostatecznego harmonogramu prac nad budżetem zakładamy, że do wyborów parlamentarnych nie zostaną wprowadzone żadne istotne działania bilansujące finanse publiczne poza tymi, które już zostały wprowadzone przez resort finansów.

Skala planowanego zacieśnienia fiskalnego na lata 2011 -2012 wydaje się relatywnie duża. Rząd zakłada redukcję deficytu poniżej 2,9% PKB w 2012 roku wobec 7,9% w 2010, z tego większość ma pochodzić z działań po stronie wydatkowej. Jak pokazuje wykres 16, w innych krajach regionu skala zmian w polityce fiskalnej jest wyraźnie mniejsza.

Wykres 15. Realizacja deficytu budżetowego (% planu)



Wykres 16. Plany zacieśnienia polityki fiskalnej w regionie Europy Środkowej (% PKB)



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

Źródło: Szacunki Citi.

Chociaż naszym zdaniem dotychczasowe działania nie wystarczą aby obniżyć deficyt poniżej 3% PKB w przyszłym roku, na razie nie widzimy sensu głębszego zaciskania pasa w ciągu najbliższych dwóch lat. Takie działania mogłyby bowiem stać się zbyt wielkim ciężarem dla wzrostu gospodarczego w kraju i poprzez działanie automatycznych stabilizatorów utrudniłyby konsolidację fiskalną. Ponieważ Polska jest otwartą gospodarką o płynnym kursie walutowym mnożniki fiskalne nie są w tym przypadku duże, jednak i tak szacujemy, że z tytułu zacieśnienia fiskalnego wzrost gospodarczy w 2012 roku może być niższy o około 1,5 punktu proc. Naszym zdaniem dalsze zacieśnianie polityki fiskalnej powinno być wprowadzane w 2013 i 2014 roku, sprowadzając wówczas deficyt poniżej poziomu 3% PKB.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

- W ostatnim tygodniach złoty pozostawał dosyć stabilny gdyż negatywne czynniki takie jak pogorszenie apetytu na ryzyko i osłabienie euro w maju były niwelowane przez podwyżkę stóp procentowych przez RPP i wymianę walut na rynku przez Ministerstwo Finansów
- Przyspieszenie cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej, aktywność resortu finansów na rynku walutowym oraz ewentualne przepływy wynikające z prywatyzacji powinny zrekompensować negatywny wpływ na złotego związany z przeszacowaniem deficytu obrotów bieżących w górę
- Naszym zdaniem na koniec roku kurs EUR/PLN wyniesie 3,90.

Złoty w wąskim przedziale wahań

Ostatnie tygodnie upłynęły pod znakiem stabilizacji złotego wobec euro. Działania Ministerstwa Finansów i nieoczekiwana podwyżka stóp procentowych zniwelowały negatywne czynniki dla krajowej waluty, tj. wzrost awersji do ryzyka związany z powrotem obaw o kwestię zadłużenia peryferyjnych krajów strefy euro, osłabienie euro oraz pogorszenie danych gospodarczych z USA.

W połowie kwietnia doszło do osłabienia złotego do ok. 4,00 do czego przyczynił się wzrost awersji do ryzyka w wyniku obniżenia perspektywy ratingu USA do negatywnej przez S&P. Jednocześnie mimo rosnących obaw o restrukturyzację długu Grecji kontynuowany był trend aprecjacyjny euro do dolara do ok. 1,49 i w drugiej połowie kwietnia doszło do umocnienia złotego. Sprzyjała temu zapowiedź resortu finansów regularnej wymiany środków unijnych na rynku walutowym. Początek maja przyniósł kolejne osłabienie złotego, czemu towarzyszyło ponowne nasilenie awersji do ryzyka w związku ze wzrostem obaw o restrukturyzację długu Grecji. Jednocześnie nieco złagodził ton wypowiedzi Jean Claude Trichet'a, co wpłynęło na obniżenie oczekiwań, co do stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej EBC. W rezultacie doszło też do umocnienia dolara oraz franka szwajcarskiego wobec euro do odpowiednio ok. 1,41 i 1,24. Pogorszenie nastrojów na świecie miało przejściowy wpływ na złotego a wsparciem dla krajowej waluty okazała się dalsza wymiana środków walutowych przez resort finansów oraz nieoczekiwana podwyżka stóp procentowych przez bank centralny, po której kurs EUR/PLN pokonał chwilowo poziom 3,90. Późniejsze nasilenie awersji do ryzyka na świecie w związku z obawami o sytuację zadłużenia peryferyjnych krajów strefy euro doprowadziło do przeceny złotego w stronę 3,96.

Tabela 3. Zmiany kursu złotego

	24/05/2011	11/04/2011	YTD	2010	2009
		%	%	%	%
USD/PLN	2,8024	1,9	-5,5	4,0	-3,8
EUR/PLN	3,9481	-0,7	-0,3	-3,6	-1,5
GBP/PLN	4,5196	0,5	-1,6	-0,1	7,2
CHF/PLN	3,1767	4,9	0,4	14,4	-1,3

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Po stabilizacji oczekiwane umocnienie złotego

Sądzimy, że w najbliższych tygodniach złoty może utrzymywać się w wąskim przedziale wahań, a presja na deprecjację krajowej waluty wynikające z podwyższonej awersji do ryzyka będzie niwelowana przez działania Ministerstwa Finansów na rynku walutowym. W dłuższym terminie oczekujemy dalszego umocnienia złotego.

W dalszym ciągu uważamy, że perspektywa rewizji deficytu obrotów bieżących w górę pod koniec czerwca (według naszych oczekiwań o ok. 1,5 pkt proc. PKB) oraz oczekiwany dalszy wzrost deficytu w dalszej części roku powinny negatywnie oddziaływać na złotego. Ponadto w najbliższych tygodniach może utrzymywać się podwyższona awersja do ryzyka na rynkach światowych związana z problemami fiskalnymi krajów peryferyjnych strefy euro i oczekiwaniami dotyczącymi restrukturyzacji długu Grecji. Z tego względu w najbliższym czasie możliwe jest przejściowe osłabienie złotego powyżej 4,00. Jednak w ostatnim miesiącu pojawiły się czynniki, które sprawiły, że zdecydowaliśmy się ponownie obniżyć prognozowaną ścieżkę kursu EUR/PLN na najbliższe miesiące.

Za umocnieniem złotego przemawia przede wszystkim przyspieszenie zacieśnienia polityki pieniężnej przez RPP. Po nieoczekiwanej podwyżce stóp przez Radę w maju, naszym zdaniem do kolejnej podwyżki stóp może dojść już w czerwcu. Niewykluczone, że Rada zdecyduje się także na podniesienie stóp także w lipcu. Przyspieszenie podwyżek stóp procentowych oznacza wzrost dysparytetu stóp procentowych wobec strefy euro.

Jednocześnie wsparciem dla złotego będzie dalsza aktywność resortu finansów na rynku walutowym. Według wypowiedzi Ministerstwo Finansów środki, które mogą zostać wymienione na rynku wynoszą ok. 13-14 mld €. Sądzimy, że resort finansów będzie chciał sobie zostawić poduszkę ok. 4-5 mld € na ostatni miesiąc tego roku, aby umocnić złotego i obniżyć relację długu do PKB. Według naszych szacunków po uwzględnieniu płatności Polski do UE do listopada BGK może wymieniać dziennie ok. 20-40 mln €. Działania resortu finansów są nakierowane na stabilizację notowań złotego. Obawy MF o możliwy wzrost wahań złotego wydają się uzasadnione biorąc pod uwagę spadek pokrycia deficytu obrotów bieżących napływem kapitału długoterminowego, co przyczynia się do wzrostu wrażliwości złotego na wahania kapitału portfelowego.

Dodatkowym wsparciem dla krajowej waluty mogą być przepływy wynikające z transakcji prywatyzacyjnych i przejęć. W ciągu najbliższych tygodni może rozstrzygnąć się kwestia sprzedaży Polkomtela, a w przypadku zakupu 100% akcji spółki przez inwestora zagranicznego przepływ na rynku walutowym wspierający złotego mógłby wynieść ok. 3 mld €. Pozytywnie na złotego może wpływać także przepływ wynikający z transakcji prywatyzacji JSW. Wcześniej przejściowo negatywnie na złotego mogły oddziaływać wypłaty dywidend zagranicznym inwestorom (płatność Pekao zaplanowana na 8 czerwca: prawdopodobnie ok. 300 mln € dla inwestorów zagranicznych).

Spodziewamy się, że kurs EUR/PLN osiągnie na koniec roku poziom ok. 3,90.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	24/05/2011	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11	I kw. '12
USD/PLN	2,8024	3,95	3,94	3,90	3,87
EUR/PLN	3,9481	2,86	2,88	2,75	2,63
GBP/PLN	4,5196	4,59	4,64	4,53	4,45
CHF/PLN	3,1767	3,21	3,15	3,02	2,91

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek długu

□ Lekki wzrost krótkoterminowych stóp FRA za sprawą przyspieszenia zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP. Spadek stóp na krzywej IRS oraz umocnienie obligacji, za sprawą spadku stóp na rynkach zagranicznych, planowanego zacieśnienia polityki fiskalnej przez rząd i prawdopodobne dalsze zakupy obligacji przez inwestorów zagranicznych

□ Spodziewamy się dalszego wzrostu krótkoterminowych stóp w związku z prawdopodobną kolejną podwyżką stóp procentowych w czerwcu. Długi koniec krzywej może być wspierany w najbliższym czasie przez niskie stopy na rynkach bazowych w środowisku podwyższonej awersji do ryzyka.

□ W dalszej części roku spodziewamy się osłabienia na krajowym rynku obligacji za sprawą wzrostu stóp rynkowych na rynkach bazowych biorąc pod uwagę rewizję prognoz wzrostu gospodarczego dla świata a zwłaszcza dla Niemiec w górę. Pod koniec roku negatywnie na dłużni koniec krzywej może wpłynąć wzrost premii za ryzyko polityczne oraz duże zapadalności obligacji w 2012 r.

Wypłaszczenie krzywej stóp rynkowych

Od publikacji naszego poprzedniego raportu doszło do umocnienia obligacji, obniżenia stóp IRS na całej krzywej oraz wzrostu spreadu asset swap na długim końcu krzywej. Jednocześnie doszło do wzrostu krótkoterminowych stóp FRA.

W połowie ubiegłego miesiąca po publikacji kwietniowego raportu doszło do wzrostu krótkoterminowych stóp FRA po publikacji danych o inflacji za marzec, które wyraźnie zaskoczyły uczestników rynku. Jednak kolejne dni przyniosły spadek stóp rynkowych po tym jak komentarze członków Rady, okazały się stosunkowo mało jastrzębie i zmniejszyły oczekiwania na szybką podwyżkę stóp procentowych. Obniżenie rynkowych stóp procentowych było kontynuowane do czasu majowego posiedzenia RPP, kiedy Rada nieoczekiwania podwyższyła stopy procentowe. To doprowadziło do odreagowania stóp FRA na całej krzywej. Na niemal całej krzywej stopy FRA powróciły do poziomów notowanych w połowie kwietnia. Tymczasem krótkoterminowe stopy FRA 1x4 wzrosły o ok. 20 pb, do czego przyczynił się wzrost oczekiwań na kolejną podwyżkę stóp procentowych

już w czerwcu. Wpłynęły na to wyższe od oczekiwań danych o płacach, jastrzębi ton minutes z majowego posiedzenia RPP, dane o sprzedaży detalicznej oraz utrzymanie jastrzębich wypowiedzi przez członków Rady.

Stopy IRS obniżyły się w ostatnich tygodniach, przy czym większy spadek stóp był zanotowany na długim końcu krzywej. Rentowności obligacji również obniżyły się wzdłuż całej krzywej, choć w nieco mniejszym stopniu niż krzywa swap. Krótki koniec krzywej obligacji umocnił się relatywnie mocniej, co doprowadziło do lekkiego wystromienia krzywej. Jednocześnie doszło do lekkiego wzrostu asset swap spreadu na długim końcu krzywej (dla 10-u lat do ok. 58 pb z ok. 49 pb) przy stabilizacji asset swap spreadu na 5-lat i wzroście dla 2-lat (do -15 pb z -21).

Spadkowi stóp rynkowych sprzyjał przede wszystkim spadek stóp na rynkach bazowych, a wsparciem mógł być także przedstawiony przez rząd plan zacieśnienia fiskalnego w latach 2011-2012, który może negatywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy w przyszłym roku. Ponadto długi koniec krzywej obligacji był wspierany przez brak nowej podaży obligacji długoterminowych zarówno w kwietniu jak i w maju.

Tabela 5. Rynek stopy procentowej

	24/05/2011	1M	YTD
	%	pb	pb
WIBOR 3M	4,46	20	51
FRA1x4	4,58	19	52
FRA3x6	4,72	0	46
FRA6x9	5,02	-1	47
FRA9x12	5,17	-6	41
IRS 2Y	5,19	-10	32
IRS 5Y	5,48	-21	2
IRS 10Y	5,50	-19	-10

Źródło: Reuters.

Oczekiwane dalszy wzrost stóp krótkoterminowych

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 niski poziom stóp na rynkach bazowych

W najbliższych tygodniach oczekujemy dalszego wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych FRA, na co wpływ będzie miała przede wszystkim spodziewana przez nas podwyżka stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej, która nie jest jeszcze wyceniona przez rynek. Ponadto naszym zdaniem publikowane w połowie czerwca dane o inflacji pokażą dalszy wzrost inflacji i prawdopodobny jest także dalszy wzrost oczekiwań inflacyjnych. Krzywa IRS i obligacje mogą być wspierane w najbliższym czasie przez niskie stopy na rynkach bazowych w środowisku podwyższonej awersji do ryzyka. Długi koniec krzywej może być też wspierany przez komentarze członków Rady, którzy utrzymują, że skala zacieśnienia polityki pieniężnej nie powinna być nadmierna i może

być mniejsza w przypadku przyspieszenia podwyżek stóp procentowych. Tym samym może dojść do dalszego wypłaszczenia krzywej IRS i obligacji.

W dalszej części roku spodziewamy się osłabienia na krajowym rynku obligacji za sprawą wzrostu stóp na rynkach bazowych. Taki scenariusz powinny wspierać oczekiwane przez nas zmniejszenie awersji do ryzyka w drugiej połowie roku i rewizje przez Citi prognoz wzrostu gospodarczego dla świata, a zwłaszcza dla strefy euro i dla Niemiec w górę. W kierunku wyższych stóp będą też oddziaływać podwyżki stóp procentowych przez EBC (zakładamy ruchy po 25 pb w lipcu i październiku). Pod koniec roku negatywnie na długi koniec krzywej może wpłynąć wzrost premii za ryzyko polityczne w związku z wyborami parlamentarnymi oraz zbliżające się terminy dużych zapadalności obligacji w 2012 r.

Spodziewamy się, że na koniec roku rentowności 2-letnich obligacji wzrosną do 5,50%, 5-letnich do ok. 5,90% a 10-letnich do około 6,40%.

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

	25/04/2011	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11	I kw. '12
Stopa referencyjna	4,00%	4,50%	4,50%	4,75%	5,00%
WIBOR3M	4,26%	4,78%	4,92%	5,18%	5,19%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2010												2011	
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9.7	13.5	14.3	10.3	13.5	11.8	8.0	10.0	11.5	10.3	10.7	7.0	6.6	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-9.2	1.6	6.8	-6.1	-1.8	13.2	-1.6	-1.4	-4.1	-6.4	3.5	15.3	-9.4	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	11.1	14.5	15.5	10.9	14.3	13.3	9.3	11.8	14.3	11.4	11.3	7.5	7.2	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-6.3	2.3	9.6	0.8	8.5	13.4	9.4	14.2	12.3	11.2	23.0	24.2	15.6	
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	-1.6	4.3	6.4	3.9	6.6	8.6	9.0	8.3	12.0	5.8	12.2	9.4	18.6	
Stopa bezrobocia (%)	12.4	12.1	11.7	11.5	11.4	11.5	11.5	11.7	12.3	13.0	13.2	13.1	12.6	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.0	0.5	1.1	1.4	1.6	1.8	2.1	2.2	2.4	3.8	4.1	4.0	3.9	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	2.4	2.2	2.3	2.0	2.0	2.5	2.8	2.7	3.1	3.6	3.6	4.3	4.5	
Inflacja (% m/m)	0.4	0.3	0.3	-0.2	-0.4	0.6	0.5	0.1	0.4	1.2	0.2	0.9	0.5	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0.4	1.9	2.1	3.8	4.0	4.3	3.9	4.7	6.2	6.2	7.5	9.5	8.9	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1.4	2.0	1.0	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.4	1.2	0.4	1.2	1.6	0.8	
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.2	4.8	3.5	2.1	4.2	3.7	3.9	3.6	5.4	5.0	4.1	4.0	5.9	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-385	-549	-920	-1,299	-1,356	-1,065	-1,216	-2,233	-1,820	-1,334	-806	-1,376	-	
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.1	-2.1	-2.2	-2.4	-2.7	-2.8	-3.0	-3.1	-3.4	-3.4	-3.8	-4.0	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-231	-489	-356	-576	-777	-228	-422	-1163	-1073	-67	-331	-715	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	10,090	10,052	10,677	10,162	9,758	11,311	11,477	10,804	9,700	10,279	10,609	11,122	-	
Eksport (% r/r)	23.8	24.9	26.7	19.0	25.0	18.5	18.8	16.3	18.2	20.9	13.9	4.7	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	10,321	10,541	11,033	10,738	10,535	11,539	11,899	11,967	10,773	10,346	10,940	11,837	-	
Import (% r/r)	23.7	30.5	26.5	20.0	27.7	21.3	19.4	25.2	24.6	20.1	15.5	7.2	-	
Strefa monetarna*														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6.1	7.7	7.1	7.8	9.4	8.9	6.4	9.1	8.7	8.2	8.3	10.9	9.4	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8.9	9.3	9.3	9.4	10.0	9.8	10.1	10.2	9.8	9.5	9.7	10.8	11.3	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	13.3	15.0	13.2	12.1	15.2	12.6	13.3	10.9	9.9	9.2	8.9	7.3	9.2	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	8.4	9.6	13.1	13.7	15.5	12.4	10.0	14.4	14.0	12.5	13.7	13.3	12.4	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-7.3	-5.5	-4.4	-3.5	-2.5	-3.2	-2.4	-1.1	-0.9	-0.5	0.4	3.6	5.8	
Rynki finansowe														
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.75	3.75	3.75	4.00	
WIBOR 3M (średnio)	3.92	3.85	3.86	3.84	3.81	3.82	3.83	3.85	3.92	4.01	4.10	4.18	4.27	
WIBOR 3M (koniec okresu)	3.86	3.86	3.87	3.82	3.81	3.84	3.85	3.88	3.95	4.09	4.15	4.19	4.30	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	3.71	3.91	4.15	4.03	4.01	4.00	4.11	4.06	4.04	4.29	4.51	4.46	4.54	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.64	4.68	4.85	4.74	4.68	4.71	4.75	4.87	4.78	5.00	5.10	5.06	5.03	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.16	5.29	5.41	5.40	5.20	5.22	5.34	5.52	5.52	5.71	5.78	5.73	5.77	
EUR/PLN (koniec okresu)	3.90	4.08	4.15	4.01	4.00	3.99	3.99	4.07	3.96	3.89	3.91	4.01	3.94	
USD/PLN (koniec okresu)	2.93	3.31	3.39	3.07	3.16	2.93	2.89	3.13	2.96	2.91	2.87	2.82	2.65	
EUR/USD (koniec okresu)	1.33	1.23	1.22	1.30	1.27	1.36	1.38	1.30	1.34	1.34	1.36	1.42	1.49	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	27.0	32.1	36.8	34.9	36.9	39.5	41.8	42.5	44.6	2.8	14.3	17.3	21.6	
Def. budżetowy kum. (% planu)	51.8	61.6	70.5	66.9	70.7	75.7	80.1	81.4	85.4	6.9	35.9	43.1	53.8	

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	538	628
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,413	1,523	1,628
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,282	14,117	16,493
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	12.0	11.1	10.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.6	6.2	6.7	5.1	1.7	3.8	4.2	4.0
Inwestycje (% r/r)	6.5	14.9	17.6	9.6	-1.1	-2.0	9.1	7.5
Konsumpcja (% r/r)	2.7	5.2	4.7	6.1	2.0	3.3	2.9	3.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2.1	5.0	5.0	5.7	2.1	3.2	3.6	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	3.2	3.9	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.1	1.1	2.5	4.5	3.5	2.7	4.2	2.8
Płace nominalne (% r/r)	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	3.6	5.5	6.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.75	5.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	5.07	5.12
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	6.40	6.10
USD/PLN (Koniec okresu)	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	2.75	2.59
USD/PLN (Średnia)	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.01	2.83	2.59
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	3.90	3.70
EUR/PLN (Średnia)	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	3.95	3.79
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-15.4	-30.2	-39.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-3.3	-5.6	-6.3
Saldo handlu zagranicznego	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-8.4	-17.7	-24.5
Eksport	96.5	117.4	145.3	178.7	142.1	162.0	200.7	233.9
Import	99.2	124.5	162.4	204.7	146.4	170.4	218.4	258.4
Saldo usług	0.7	0.7	4.8	5.0	4.8	4.1	3.0	2.8
Saldo dochodów	-6.7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-17.2	-22.9	-26.6
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7.0	10.7	18.0	10.3	8.8	5.2	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	35.9	37.0	37.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.1	-3.6	-1.9	-3.6	-7.2	-7.9	-5.7	-4.0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.9	-1.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.5	47.8	44.9	46.9	49.8	53.0	51.6	50.8
Dług krajowy	34.5	35.6	34.3	34.8	36.8	39.6	38.5	38.3

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	4.0	3.7	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.7	4.2	2.8	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	-3.3	-5.6	-6.3	-5.9	-5.7
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	3.50	4.75	5.00	5.00	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.87	2.96	2.75	2.59	2.60	2.59
USD/PLN (Średnia)	3.11	3.01	2.83	2.59	2.60	2.59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	3.90	3.70	3.58	3.55
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	3.95	3.79	3.60	3.56

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

