

CitiWeekly

NBP nie obawia się mocniejszego złotego?

- Rozpoczynający się tydzień będzie wyjątkowo spokojny pod względem planowanych publikacji makroekonomicznych w kraju. Rynek obligacji może zwracać uwagę na aukcję obligacji. Łączna podaż obligacji na czwartkowej aukcji i kolejnej w II połowie kwietnia ma wynieść 10-14 mld zł, co stanowiłoby połowę puli obligacji oferowanych w całym II kwartale.
- Wskaźnik PMI w Polsce spadł do poziomu 54,8 i choć był niższy od prognoz, wciąż pozostaje on na poziomie spójnym z około 3% wzrostem gospodarczym w I kwartale. Polskie firmy deklarują wzrost produkcji, bardzo wyraźny wzrost zatrudnienia oraz poprawę nowych zamówień, między innymi dzięki słabości złotego wobec dolara.
- W ostatnim wywiadzie prezes NBP Marek Belka sugeruje, że nie obawia się nadmiernej aprecjacji złotego. Jego zdaniem pomimo rozpoczęcia się QE dotychczas nie zauważono sygnałów świadczących o nadmiernym umocnieniu złotego.
- W naszym podstawowym scenariuszu oczekujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian do połowy przyszłego roku, a następnie RPP rozpocznie powolny proces ich podwyższania. Zanim jednak do tego dojdzie rynki finansowe mogą jednak w większej skali wyceniać nawet ryzyko obniżek stóp w kraju, choćby pod wpływem oddalającej się perspektywy podwyżek w Stanach.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane z amerykańskiego rynku pracy okazały się gorsze od prognoz. Liczba miejsc pracy poza rolnictwem zwiększyła się o 126 tys., wobec prognoz na poziomie 245 tys. Jednocześnie jednak wzrost płac okazał się nieco szybszy od przewidywań (2,1% vs 2,0%).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

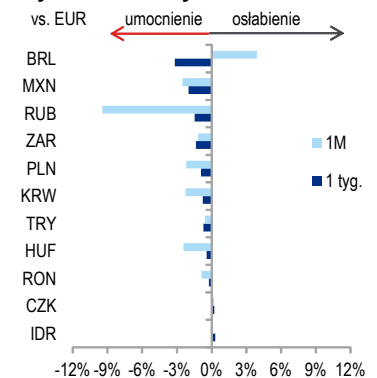
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



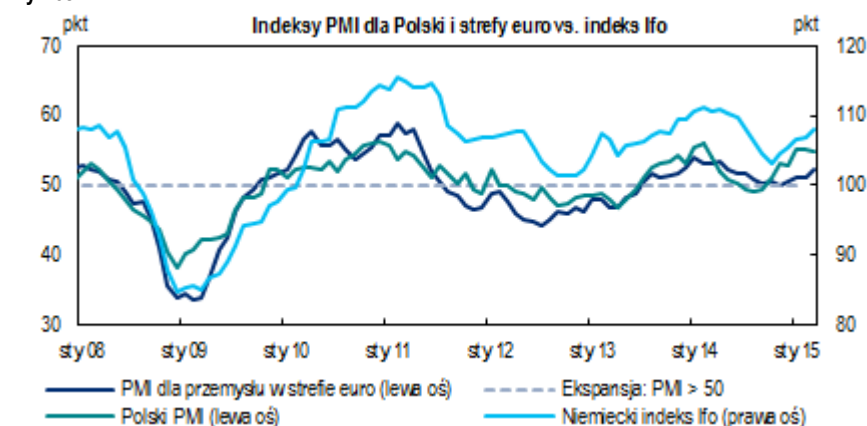
Według stanu na dzień 3.04.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 15	4,14	4,05	5,92	1,01	1,50	0,05	1,61	-0,05	2,05
II KW 16	4,04	4,31	5,94	0,94	1,50	0,05	1,72	0,75	2,55

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 25.3.2015 r.

Wykres 2. XXX.



Źródło: Bloomberg, GUS, Citi Research

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 kwi		WTOREK					
09:30	DE	PMI dla usług	pkt	III	-	-	54.7
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	III	54,3	54,3	53.7
8 kwi		ŚRODA					
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	-	-	1.1
20:00	USA	Minutes FOMC					
9 kwi		CZWARTEK					
08:00	DE	Eksport	% m/m	II	-	-	-2.1
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	-	-	0.6
12:00	PL	Aukcja obligacji: WZ0124, DS0725, WS0428					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	-	
16:00	USA	Zamówienia hurtowe	%	II	-	-	0.3
10 kwi		PIĄTEK					
03:30	CN	CPI	% r/r		-	-	1.4
15:30	USA	Ceny w imporcie	% m/m		-	-	0.4

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedzi tygodnia

Aukcja obligacji

W tym tygodniu na aukcji resort finansów zaoferuje obligacje WZ0124, DS0725 oraz WS0428. Zgodnie z komunikatem Ministerstwa Finansów w kwietniu na aukcjach pierwotnych zostaną zaoferowane obligacje na łączną kwotę 10-14 mld zł, co będzie stanowić połowę puli obligacji oferowanych w całym II kwartale (20-28 mld zł). Ponadto resort finansów może zdecydować się na zorganizowanie aukcji zamiany.

Po I kwartale według wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów zrealizowano ok. 57% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok na poziomie 154,8 mld zł. Sądzymy, że po II kwartale stopień realizacji potrzeb osiągnie poziom 81%. Ścieżka realizacji potrzeb pożyczkowych jest zgodna z tą okresu 2012-2013 i nieco wolniejsza niż w 2014 r., ale głównie z uwagi na dużo niższe potrzeby pożyczkowe w ubiegłym roku. W związku ze stosunkowo niewielkimi płatnościami kuponowymi oraz zapadalnościami obligacji w I kwartale emisje netto obligacji były w I kwartale znaczące. Jednocześnie średnia emisja na aukcji pierwotnej obligacji krajowych wyniosła ok. 5,3 mld zł. Oczekujemy znacznie niższej emisji netto obligacji w kolejnych dwóch kwartałach, które sfinalizują finansowanie potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok. Prefinansowanie znacznych zapadalności długu zarówno krajowego jak i zagranicznego przypadających na początek 2016 r. będzie możliwe w IV kwartale przy

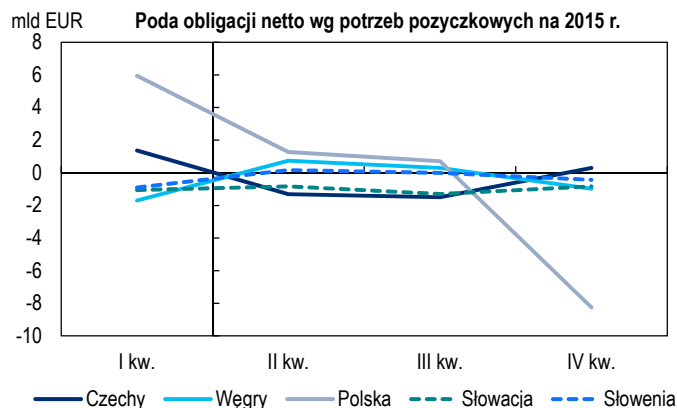
zagospodarowaniu wypłat do inwestorów związanych z przypadającym na ostatni kwartał znacznymi zapadalnościami obligacji i kuponów. Naszym zdaniem skala prefinansowania przyszłorocznych potrzeb dokonana już w 2015 roku może wynieść ok. 25-30 mld zł. Niższa emisja netto w kolejnych kwartałach wraz ze skupem aktywów przez EBC w ramach programu QE będzie wspierać krajowy rynek obligacji skarbowych, a w dalszej części roku będzie niwelować presję na wzrost rentowności powodowany coraz wyższą inflacją oraz zbliżaniem się podwyżki stóp przez Fed.

Miniony tydzień

PMI w dół, ale wciąż blisko 55

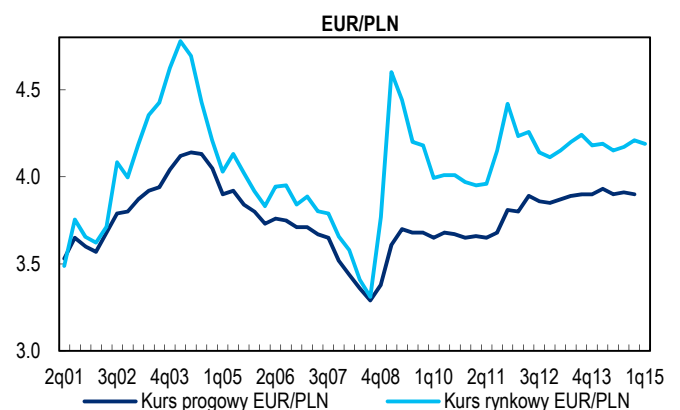
Indeks PMI dla przemysłu obniżył się w marcu do 54,8 pkt z 55,1 w lutym, ale pozostał powyżej długoterminowej średniej. Ankietowane przedsiębiorstwa sygnalizują dalszy dynamiczny wzrost produkcji, rekordowo wysoki wzrost zatrudnienia i dalszą poprawę w nowych zamówieniach. Zwiększona aktywność w przetwórstwie jest związana z nowymi produktami, popytem krajowym i - co najważniejsze - konkurencyjnością eksportu odzwierciedlającą słabość złotego wobec dolara. Naszym zdaniem dane są zgodne z wzrostem PKB w okolicach 3% r/r w I kwartale.

Wykres 3. Mniejsza podaż netto obligacji będzie wspierać rynek długu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 4. Kurs brzegowy opłacalności eksportu wciąż sporo poniżej kursu rynkowego



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

NBP nie obawia się umocnienia złotego?

Prezes NBP Marek Belka uważa, że marcowa obniżka stóp procentowych o 50 pb prawdopodobnie ograniczy presję na aprecjację złotego. W wywiadzie dla Rzeczpospolitej (z 2. kwietnia) szef banku centralnego powiedział, że choć EBC rozpoczął już program QE i rynek miał szansę uwzględnić ten fakt w cenach, na razie nie odnotowano silnego umocnienia waluty. Prezes Belka podkreślił, że w przeszłości wielokrotnie przewidywano umocnienie złotego, ale pomimo tych prognoz presja na aprecjację zmaterializowała się jedynie raz. Jego zdaniem był to jednak okres, kiedy duży popyt na złotego był związany z zaciąganiem walutowych kredytów hipotecyjnych przez gospodarstwa domowe (od tego czasu kredyty walutowe zostały praktycznie wyeliminowane).

Komentarze szefa NBP sugerują, że bank centralny nie obawia się, że obecna presja na umocnienie złotego mogłaby być poważnym ryzykiem dla gospodarki. Zgadza się z poglądem prezesa Belki, że generalnie obawy o umocnienie złotego były w przeszłości przeceniane i pomimo mocnych fundamentów oraz wysokich stóp realnych złoty utrzymywał się na zaskakująco stabilnym poziomie w ostatnich kwartałach. Niemniej uważamy, że konsensus wciąż niedoszacowuje skalę ożywienia gospodarczego, a stopniowa rewizja tych oczekiwań może prowadzić do nasilenia presji na aprecjację waluty w najbliższych miesiącach, szczególnie jeśli perspektywa obniżek stóp procentowych przez Fed oddali się w czasie. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że EUR/PLN obniży się do poziomu 4,00 do końca roku, co oznacza jedynie niewielką aprecjację w porównaniu do obecnych poziomów. Niemniej jednak widzimy niesymetryczne ryzyko dla tego scenariusza – przechylone w stronę mocniejszego złotego.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	548	437	442
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 362	1 437	1 554	1 616	1 662	1 725	1 788	1 903
PKB per capita (USD)	11 508	12 382	13 626	12 879	13 662	14 229	11 349	11 489
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.5	9.9	9.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.7	3.3	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.7	11.6	6.8	7.2
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.3	3.0	2.7	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	2.9	0.9	1.0	3.1	3.0	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	5.0	5.6	5.7	6.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	8.7	5.8	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	1.1	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.6	2.4
Place nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	3.8	4.8
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7.0	8.5	13.9	2.4	4.5	7.6	8.0	9.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.74	2.51
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.90	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.30	4.31
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	4.09	4.31
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.00	4.08
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.09	4.05
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-7.1	-3.7	-6.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.3	-0.8	-1.5
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	0.0	2.2	-0.9
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	209.2	166.6	167.9
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.2	164.4	168.8
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	9.5	7.6	7.7
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-16.8	-13.4	-13.4
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-8.1	-10.0	-11.0
Rezerwy międzynarodowe	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Amortyzacja	46.9	44.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.6	-4.9	-3.7	-4.0	-3.6	-2.9	-2.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.5	-1.1	-1.0
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.8	49.4	49.8

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.