

Piotr Kalisz
+48 22 692 9633
piotr.kalisz@citi.com

Michał Karewicz
+48 22 692 9421
michal.karewicz@citi.com

Spis treści

Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy	2
Gospodarka w skrócie	3
Polityka pieniężna i fiskalna	7
Rynki finansowe	10
Prognozy	15
Kalendarz publikacji	16

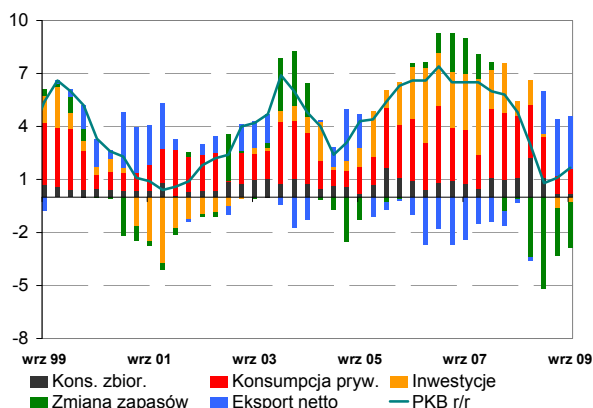
W skrócie

- Dzięki mniejszemu niż oczekiwano spadkowi inwestycji oraz wyraźnej poprawie bilansu handlowego Polska gospodarka osiągnęła 1,7% wzrost PKB w 2009 roku, co było prawdopodobnie najlepszym wynikiem w całej Unii Europejskiej. Najnowsze badania koniunktury sugerują, że wzrost gospodarczy może wyraźnie przekroczyć 3% na początku bieżącego roku, choć spodziewamy się, że kolejne kwartały przyniosą jego ponowne lekkie wyhamowanie.
- Grudniowe przyspieszenie dynamiki płac ma zapewne charakter przejściowy, a na wyraźną poprawę sytuacji na rynku pracy trzeba będzie poczekać dłużej. Ze względu na relatywnie słabą presję płacową spodziewamy się, że inflacja wyraźnie obniży się w najbliższych miesiącach.
- W styczniu Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe bez zmian i podtrzymała swoje neutralne nastawienie. Naszym zdaniem zmiana składu RPP, do której doszło w styczniu i lutym, nie powinna mieć większego wpływu na bilans sił między jastrzębiami oraz gołębiami. Podtrzymujemy nasz pogląd, iż proces zacieśniania polityki monetarnej zapewne zacznie się później i będzie wolniejszy niż oczekuje rynek FRA.
- Rząd zaproponował plan konsolidacji fiskalnej, który uwzględnia między innymi wprowadzenie reguł wydatkowych, zmiany w KRUS, systemie emerytur mundurowych oraz przyspieszenie prywatyzacji. Niestety na razie wciąż brakuje dowodów świadczących o determinacji rządu do wprowadzania zaproponowanych zmian w życie. Naszym zdaniem plan konsolidacji finansów publicznych może nie wystarczyć do szybkiej redukcji deficytu poniżej 3% PKB, chyba że będzie mu towarzyszyć wyraźnie szybszy wzrost gospodarczy.

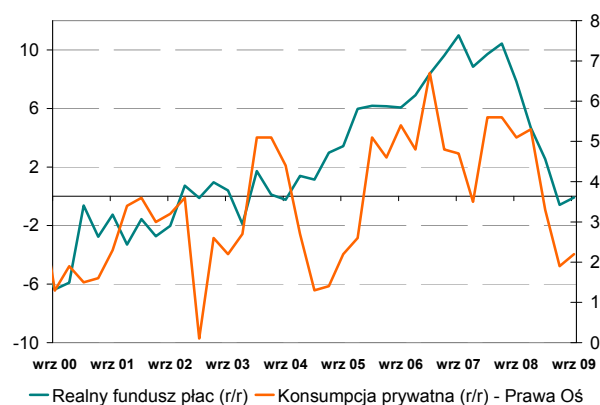
Prognozy krótkookresowe

	Najbliższa publikacja	Wskaźnik	02-2010	03-2010	04-2010	05-2010
24.02.	Stopa referencyjna (koniec okresu)		3,50	3,50	3,50	3,50
	EUR/PLN (koniec okresu)		3,98	3,92	3,90	3,87
	USD/PLN (koniec okresu)		2,71	2,63	2,55	2,48

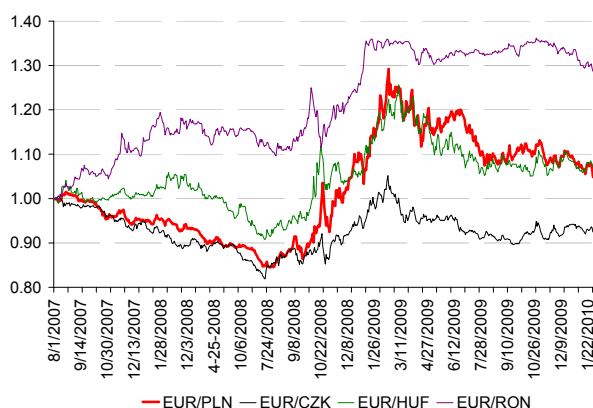
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy


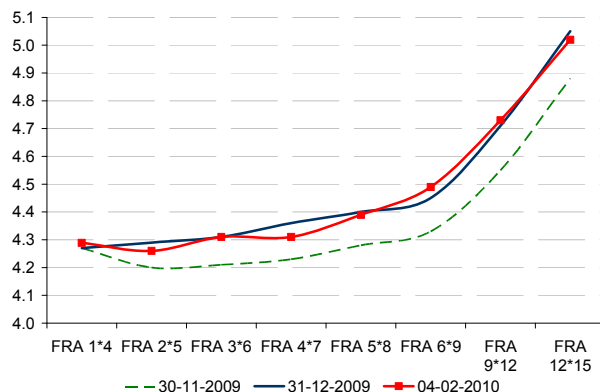
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 2. Konsumpcja i realny fundusz płac


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 3. Kurs EUR/PLN na tle innych kursów


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

Wykres 4. Krzywa FRA


Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Tabela 1. Kryteria konwergencji – Polska na tle krajów regionu.

	Inflacja (Dec'09)	Stopy procentowe (Dec'09)	Saldo finansów publicznych (% PKB) (2009)*	Dług publiczny (% PKB) (2009)*
Czechy	0.59	4.92	-4.3	33.7
Węgry	4.03	9.25	-3.4	80.8
Polska	3.98	6.11	-6.6	53.6
Rumunia	5.58	9.79	-5.1	18.2
Kryterium konwergencji	1.60	6.18	-3.0	60.0

Źródło: Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2009.

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 na plusie

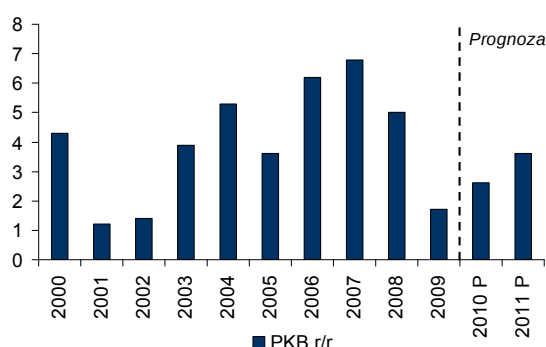
- Dzięki mniejszemu niż oczekiwano spadkowi inwestycji oraz wyraźnej poprawie bilansu handlowego Polska gospodarka osiągnęła 1,7% wzrost PKB w 2009 roku, co było prawdopodobnie najlepszym wynikiem w całej Unii Europejskiej.
- Najnowsze badania koniunktury sugerują, że wzrost gospodarczy może wyraźnie przekroczyć 3% na początku bieżącego roku, choć spodziewamy się, że kolejne kwartały przyniosą jego ponowne lekkie wyhamowanie.
- Grudniowe przyspieszenie dynamiki płac ma zapewne charakter przejściowy, a na wyraźną poprawę sytuacji na rynku pracy trzeba będzie poczekać dłużej. Ze względu na relatywnie słabą presję płacową spodziewamy się, że inflacja wyraźnie obniży się w najbliższych miesiącach.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Kolejna pozytywna niespodzianka

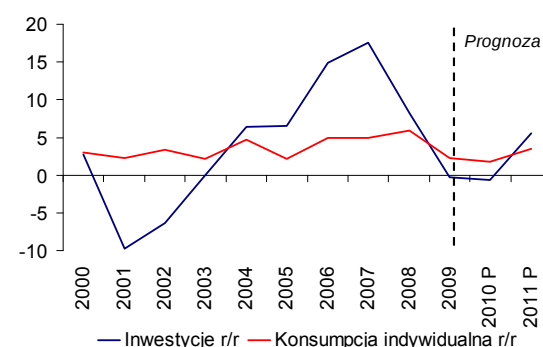
Miniony rok niewątpliwie należał do polskiej gospodarki. Wzrost PKB w całym 2009 roku wyniósł 1,7% r/r i był to nie tylko wynik lepszy od przewidywań, lecz również najlepszy wynik w całej Unii Europejskiej. Co prawda GUS nie opublikował jeszcze danych o PKB w czwartym kwartale, lecz na podstawie informacji całorocznych można szacować, iż wzrost wyniósł wówczas około 3% r/r. Oznacza to, że począwszy od drugiego kwartału polska gospodarka osiągała stopniowo coraz wyższe tempo wzrostu gospodarczego, powoli wychodząc z głębokiego spowolnienia odnotowanego na początku 2009 r.

Wykres 5. Wzrost gospodarczy



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Konsumpcja indywidualna oraz nakłady inwestycyjne



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

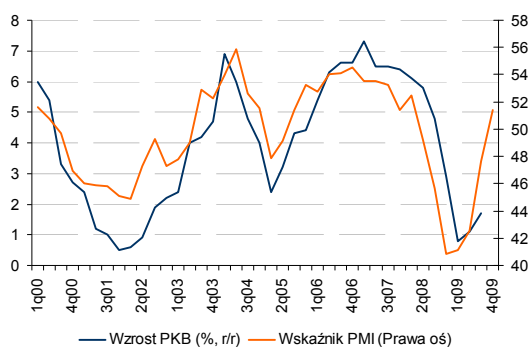
Największą pozytywną niespodzianką (przynajmniej dla nas) okazała się odporność nakładów inwestycyjnych na globalne załamanie koniunktury. W całym roku nakłady brutto na środki trwałe spadły o zaledwie 0,3% r/r, najprawdopodobniej dzięki wciąż realizowanym projektom infrastrukturalnym. Tym samym skala spadku inwestycji była znacznie mniejsza niż w przypadku poprzedniego załamania koniunktury w 2001 roku, gdy nakłady zmniejszyły się o niemal 10% r/r. Z drugiej strony warto odnotować, iż kwartalne badania koniunktury przeprowadzane przez NBP wskazują, że inwestycje sektora

prywatnego w najbliższych kwartałach mogą pozostać na bardzo niskim poziomie i będą koncentrować się przede wszystkim na remoncie lub wymianie składników majątku, a nie zwiększaniu mocy produkcyjnych. Oznacza to, że pomimo zaskakująco dobrych danych o inwestycjach w 2009 roku, nadmierny optymizm odnośnie 2010 roku nie jest wskazany.

Umiarkowana konsumpcja

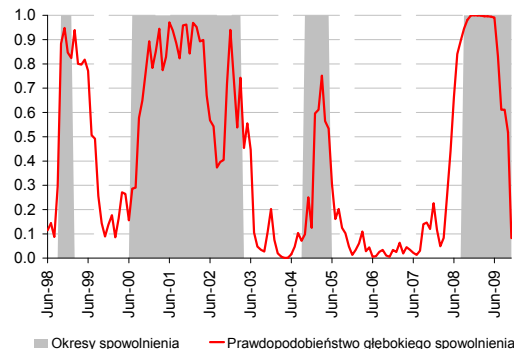
Niestety w minionych kwartałach nie udało się uniknąć spowolnienia konsumpcji. Spożycie indywidualne wyraźnie osłabło, przede wszystkim ze względu na pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz zacieśnienie warunków kredytowania. Wydatki konsumentów wzrosły w 2009 roku realnie o 2,3% r/r, a więc znacznie wolniej niż 5,9% w 2008 roku. Jednocześnie wynik ten był porównywalny z dynamiką wzrostu konsumpcji w 2003 i 2005 roku, czyli podczas poprzedniego wyraźniejszego osłabienia koniunktury. Biorąc pod uwagę dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy, spodziewamy się, że dynamika spożycia utrzyma się na relatywnie niskim poziomie również w najbliższych kwartałach, a tym samym wydatki gospodarstw domowych nie staną się – przynajmniej na razie – siłą napędową wzrostu polskiej gospodarki.

Wykres 7. Wskaźnik PMI oraz dynamika PKB



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Prawdopodobieństwo głębokiego spowolnienia (model probitowy)



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS oraz Markit.

Gospodarka na wysokich obrotach również na początku 2010 r.

Co dalej ze wzrostem? Prawdopodobnie głównym motorem PKB na początku roku będzie odbudowa zapasów oraz korzystna sytuacja w handlu zagranicznym. Dlatego spodziewamy się, że w I kwartale 2010 roku wzrost PKB może utrzymać się powyżej 3% r/r. Wskazuje na to między innymi kształtowanie się indeksu PMI, który powrócił powyżej kluczowego poziomu 50 punktów i obecnie sygnalizuje utrzymanie się wzrostu gospodarczego na relatywnie wysokim poziomie. Według szacunków z naszego modelu probitowego, szanse na głębokie spowolnienie w krótkim okresie poniżej 0,7% kw/kw (co odpowiada 2,8% wzrostowi w ujęciu rok-do-roku) spadły poniżej 10% (wykres 8). Niemniej ze względu na efekt bazy oraz zakończenie procesu odbudowy zapasów wzrost gospodarczy najprawdopodobniej ponownie wyhamuje w drugiej połowie roku. Dlatego w naszej ocenie wzrost w całym 2010 r. wyniesie około 2,5-3%, a więc utrzyma się poniżej poziomów spójnych z potencjałem polskiej gospodarki.

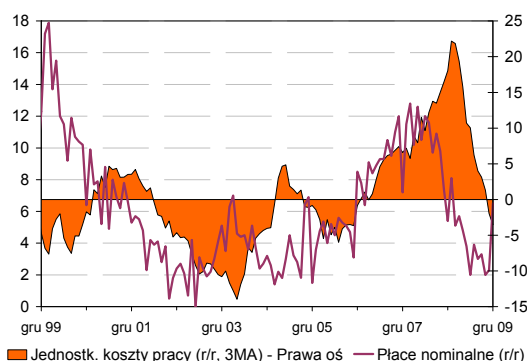
To jeszcze nie koniec spowolnienia na rynku pracy

Grudzień przyniósł pozytywną niespodziankę na rynku pracy. Przeciętne wynagrodzenia wzrosły o 6,5% r/r (wobec 2,3% w listopadzie), a wyższa od oczekiwań dynamika płac była częściowo związana z większą wypłatą nagród w górnictwie. Najnowsze badania koniunktury NBP sugerują jednak, że gotowość firm do podnoszenia wynagrodzeń jest

wciąż niewielka, a tym samym ryzyko znacznego i trwałego wzrostu dynamiki płac w krótkim okresie wydaje się raczej ograniczone. Naszym zdaniem po bardzo dobrych danych grudniowych początek roku przyniesie ponowne wyraźne wyhamowanie wynagrodzeń, a w całym 2010 roku wzrosną one o około 4-5% r/r.

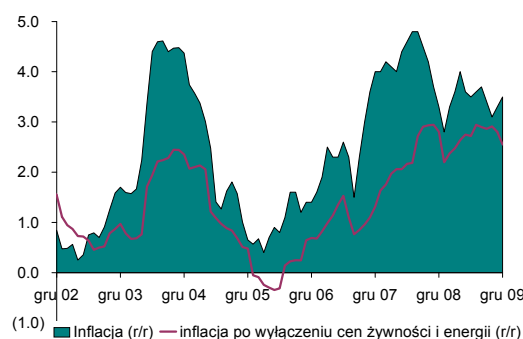
Niestety na razie trudno dostrzec oznaki poprawy wskaźników bezrobocia. W grudniu zatrudnienie utrzymało się w trendzie spadkowym (-1,8% r/r), podczas gdy stopa bezrobocia wzrosła do 11,9%. Co więcej, według wstępnych szacunków Ministerstwa Pracy bezrobocie wzrosło do około 12,8% w styczniu. Pomimo tego pogorszenia, obecna sytuacja na rynku pracy wydaje się mimo wszystko wyraźnie lepsza niż oczekiwania formułowane na początku ubiegłego roku. Biorąc jednak pod uwagę inercję rynku pracy, spodziewamy się dalszego stopniowego wzrostu bezrobocia oraz dalszego spadku zatrudnienia w 2010 roku.

Wykres 9. Jednostkowe koszty pracy i tempo wzrostu wynagrodzeń



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Wskaźnik CPI oraz inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu żywności i energii)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Inflacja na granicy celu inflacyjnego

Pomimo wysokiego bezrobocia i rosnącej konkurencji na rynku pracy, inflacja nieznacznie wzrosła pod koniec 2009 roku. Wskaźnik CPI wzrósł w grudniu do 3,5% r/r, przede wszystkim pod wpływem wyższej dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu. W pozostałych kategoriach koszyka CPI dynamika cen utrzymała się na relatywnie niskim poziomie, potwierdzając oznaki słabnącej presji popytowej. Wskaźnik inflacji bazowej, który nie uwzględnia cen energii oraz żywności i jest uznawany za miarę presji popytowej, spadł w grudniu do 2,6%.

Nasze prognozy sugerują, że w styczniu inflacja mogła się ustabilizować na poziomie około 3,4-3,5%, a dopiero w kolejnych miesiącach zacznie stopniowo spadać. Ten spadek będzie stanowił „echo” wydarzeń z początku ubiegłego roku. Znaczne podwyżki cen regulowanych oraz osłabienie złotego na początku 2009 roku przyczyniły się bowiem do powstania na tyle wysokiej „bazy odniesienia”, że w ciągu najbliższych czterech miesięcy inflacja najprawdopodobniej obniży się poniżej 2%. Temu spadkowi na początku roku może dodatkowo pomagać zmiana koszyka inflacyjnego, która powinna doprowadzić do niewielkiej rewizji w dół danych styczniowych.

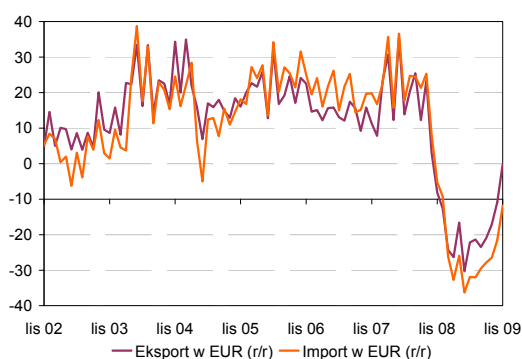
Połączenie efektów statystycznych z wyraźnym umocnieniem złotego na przełomie 2009 i 2010 roku, a także osłabieniem presji popytowej, powinny pomóc utrzymać inflację poniżej celu inflacyjnego przez większość roku. Niemniej wyraźne ożywienie aktywności w niektórych gospodarkach wschodzących oraz powolna poprawa w gospodarkach rozwiniętych mogą przyczyniać się do wzrostu cen paliw oraz towarów. Dlatego naszym

zdaniem kształtowanie się cen w tych kategoriach może być najważniejszym zagrożeniem dla inflacji w Polsce w 2010 roku.

Korzystne trendy w rachunku bieżącym

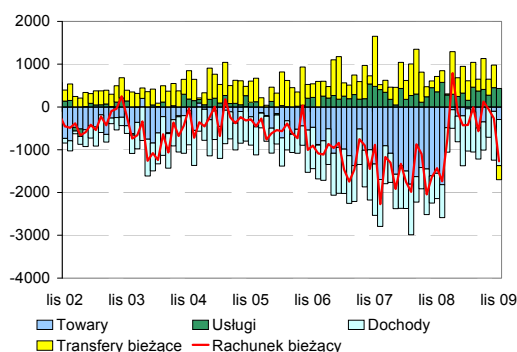
Listopadowy deficyt w rachunku obrotów bieżących wyniósł 1,27 mld euro i był niższy od naszych oraz rynkowych oczekiwań. Jednocześnie historyczne dane uległy znacznej korekcie, dzięki czemu deficyt w październiku został obniżony do 0,27 mld z 0,99 mld przed korektą. Głównym czynnikiem, który przyczynił się do wzrostu listopadowego deficytu była jednorazowa transakcja związana z płatnością dywidendy przez PZU oraz zakończeniem sporu między Skarbem Państwa i Eureko. Jednocześnie odnotowano wyraźną poprawę dynamiki eksportu, którego spadek wyniósł zaledwie 0,1% r/r, podczas gdy import zmniejszył się o 11,9% r/r. Do tak wyraźnej poprawy eksportu przyczynił się efekt niskiej bazy odniesienia, który znalazł również odzwierciedlenie w publikowanych już wcześniej danych o produkcji przemysłowej.

Wykres 11. Eksport oraz import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Rachunek bieżący- dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wysoka częstotliwość oraz znaczna skala rewizji danych o bilansie płatniczym powodują, że bieżące zmiany w rachunku bieżącym niewiele mówią o tendencjach w kolejnych miesiącach. Niemniej biorąc pod uwagę wciąż słaby popyt konsumpcyjny oraz inwestycyjny, a także relatywnie słaby kurs złotego w porównaniu z najniższym kursem akceptowalnym przez eksporterów (według ankiety NBP kurs ten wynosi około 3,65), spodziewamy się utrzymania deficytu w rachunku bieżącym na niskim poziomie. Naszym zdaniem w całym 2010 roku deficyt ten może wynieść około 1.8% PKB, wobec około 1% w 2009 roku.

Polityka pieniężna i fiskalna

Nowa Rada, ale stopy procentowe bez zmian

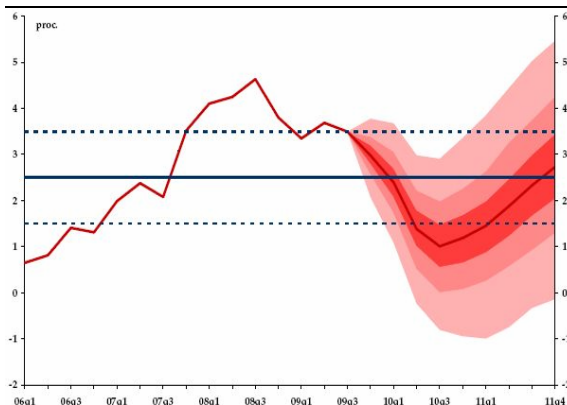
- W styczniu Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe bez zmian i podtrzymała swoje neutralne nastawienie.
- Zmiana składu RPP nie powinna mieć większego wpływu na bilans sił między jastrzębiami oraz gołębiami.
- Proces zacieśniania polityki monetarnej zapewne zacznie się później i będzie wolniejszy niż oczekuje rynek FRA.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Stopa referencyjna na poziomie 3,5%

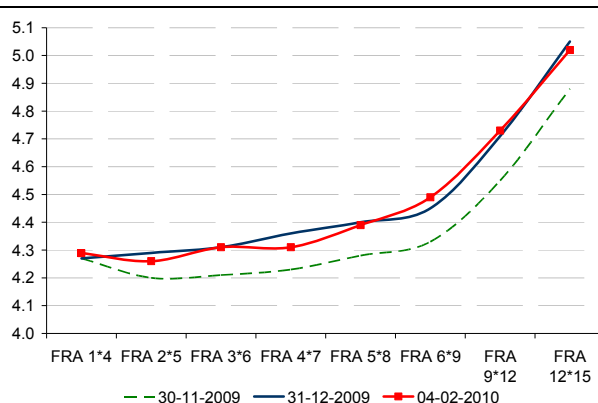
Chociaż w styczniowym posiedzeniu RPP uczestniczyło już pięciu nowych członków, nie zmieniło to istotnie retoryki władz monetarnych. Rada po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna: 3,50%), a swój oficjalny komunikat utrzymała w wyważonym tonie. W szczególności po raz kolejny podkreślono, że w ocenie Rady szanse na ukształtowanie się inflacji powyżej oraz poniżej celu są wyrównane, co w praktyce oznaczało podtrzymanie przez RPP neutralnego nastawienia.

Wykres 13. Projekcja inflacji Narodowego Banku Polskiego (Październik 2009)



Źródło: Narodowy Bank Polski.

Wykres 14. Krzywa FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP.

Bilans sił w RPP bez większych zmian

W styczniu Senat wybrał trzech członków Rady Polityki Pieniężnej, podczas gdy Sejm wybrał dwie osoby. Zmiana składu na razie nie przyniosła większych niespodzianek i przypuszczamy, że ostatecznie bilans sił między jastrzębiami oraz gołębiami będzie zbliżony do tego w Radzie drugiej kadencji. Spodziewamy się bowiem, że czterech kandydatów o poglądach relatywnie jastrzębich (Winiecki, Rzońca, Bratkowski oraz najprawdopodobniej Zielińska-Głębocka) będzie miało niemal idealną przeciwwagę w postaci prezesa NBP i kandydatów prezydenckich.

Większość wypowiedzi przedstawicieli władz monetarnych sugeruje, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na niezmiennym poziomie przez znaczną część roku. Czynnikiem, który mógłby wpłynąć na decyzję RPP będą zapewne działania Europejskiego Banku

Centralnego oraz wyniki projekcji inflacyjnej (najbliższa zostanie opublikowana już w lutym). Niemniej ponieważ spodziewamy się, że projekcja nie pokaże znacznego wzrostu presji inflacyjnej, sądzymy również, że Rada wstrzyma się od zmian stóp procentowych przynajmniej do września bieżącego roku. Naszym zdaniem ewentualne podwyżki zaczną się później i będą wolniejsze niż obecnie dyskontuje rynek. Oczekujemy, że podwyżki mogą łącznie wynieść 50 pb (w ostatnich miesiącach roku), przy czym ryzyko widzimy po stronie mniejszych a nie większych podwyżek.

Pierwsza przymiarka do reformy fiskalnej

- **Rząd zaproponował plan konsolidacji fiskalnej, który uwzględnia między innymi wprowadzenie reguł wydatkowych, zmiany w KRUS, systemie emerytur mundurowych oraz przyspieszenie prywatyzacji.**
- **Na razie wciąż brakuje dowodów świadczących o determinacji rządu do wprowadzania proponowanych zmian w życie.**
- **Plan konsolidacji finansów publicznych może nie wystarczyć do szybkiej redukcji deficytu poniżej 3% PKB, chyba że będzie mu towarzyszyć wyraźnie szybszy wzrost gospodarczy.**

Długo zapowiadany plan konsolidacji finansów publicznych doczekał się swojej publikacji pod koniec stycznia. Oficjalna nazwa dokumentu to „Plan Rozwoju i Konsolidacji Finansów 2010-2011 (Propozycje)” i naszym zdaniem właśnie słowo „Propozycje” najlepiej odzwierciedla charakter przedstawionych rozwiązań. W planie rządowym znalazł się szereg działań, które jednak nie zostały jeszcze przedyskutowane w łonie koalicji, a więc których wprowadzenie w życie jest wciąż bardzo niepewne. Obejmują one między innymi:

- **Wprowadzenie reguły fiskalnej**, która ograniczy wzrost wydatków do 1% w ujęciu realnym. Sam pomysł wprowadzenia tego typu rozwiązania mógłby pomóc w ograniczeniu presji na wzrost wydatków, jednak zapewne nie będzie wystarczający aby obniżyć deficyt do akceptowalnych poziomów. Około 75% wydatków stanowią wydatki sztywne, co w praktyce oznacza, iż reguła fiskalna miałaby zastosowanie do niewielkiej części budżetu.
- **Zmiany w systemie emerytur „mundurowych”**, które przyniosą zauważalne oszczędności dopiero około 2030 r.
- **Poprawa zarządzania płynnością sektora publicznego**, poprzez wprowadzenie obowiązku przekazywania przez instytucje publiczne wolnych środków na konto Ministerstwa Finansów. Dzięki temu możliwe mogłoby być osiągnięcie oszczędności rzędu 0,17 mld zł oraz obniżenie długu publicznego o około 1% PKB w 2010 roku.
- **Zmiana zakresu publikowanych danych o długu publicznym**, w tym podawanie informacji o zobowiązaniach o charakterze emerytalnym. Podczas prezentowania programu konsolidacji przedstawiciele rządu argumentowali, że zmiana zakresu publikacji danych o długu zwiększy przejrzystość finansów publicznych i może skłonić inne kraje do ujawnienia swoich zobowiązań emerytalnych. Przypuszczamy jednak, że przy okazji MF będzie chciało wprowadzić zmiany polegające na tym, iż poszczególne progi ostrożnościowe będą dotyczyć długu nie-emerytalnego. Innymi słowy, stanowiłoby to zmianę definicji długu (lub reguł fiskalnych) i miałyby raczej charakter „sztuczki” księgowej niż rzeczywistej reformy.

Wciąż brak determinacji do wprowadzenia zmian

Naszym zdaniem najbardziej zaskakujące jest to, że choć niemal wszystkie powyższe propozycje były w ostatnich miesiącach często zapowiadane przez przedstawicieli rządu, nie przygotowano jeszcze choćby projektu ustaw, które umożliwiłyby ich wprowadzenie w życie. Poddaje to w wątpliwość wiarygodność planów szybkiej redukcji deficytu oraz motywację rządu do wprowadzania ich w życie. O ile bowiem jesteśmy w stanie zrozumieć, że część rozwiązań może przynieść oszczędności dopiero w długim okresie (na przykład po 2012 roku), o tyle dużo trudniej nam zrozumieć, czemu nie podjęto jeszcze prób zapisania nowych rozwiązań pod postacią ustaw.

Potrzeba dodatkowych zmian

Zaproponowane przez MF rozwiązania zapewne mogą opóźnić przyrost długu publicznego, jednak, wbrew zapowiedziom rządowym, najprawdopodobniej nie wystarczą aby doprowadzić do szybkiego spadku deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB. Dotyczy to między innymi reguły wydatkowej, która – choć bardzo potrzebna – w swojej obecnej formie może co najwyżej nieznacznie spowolnić przyrost wydatków publicznych. Niestety w dłuższym horyzoncie sprawi ona, że wydatki sztywne będą stanowiły coraz większą część całego budżetu, a tym samym znaczenie reguły będzie z czasem spadało. Dlatego naszym zdaniem skuteczność zaproponowanych rozwiązań będzie uzależniona od dalszych działań i zmian prawnych, w wyniku których większa część wydatków zostałaby uelastyczniona.

Ogólnie zaproponowane reformy traktujemy jako krok w dobrym kierunku, choć niewątpliwie przed rządem pozostała najtrudniejsza i najbardziej niepewna część – wprowadzenie ich w życie. Mamy wrażenie, że samo Ministerstwo Finansów nie do końca wierzy, że zaproponowane rozwiązania okażą się wystarczające. Między innymi dlatego nowy plan konwergencji, który ma w lutym zostać przekazany do Komisji Europejskiej, został początkowo oparty na optymistycznych prognozach wzrostu PKB o 3,4% w 2010 roku (dopiero na późniejszym etapie obniżono tę prognozę do 3%). Gdyby nie relatywnie optymistyczne założenia, dotychczas zaproponowane działania nie wystarczyłyby do szybkiej redukcji deficytu fiskalnego.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

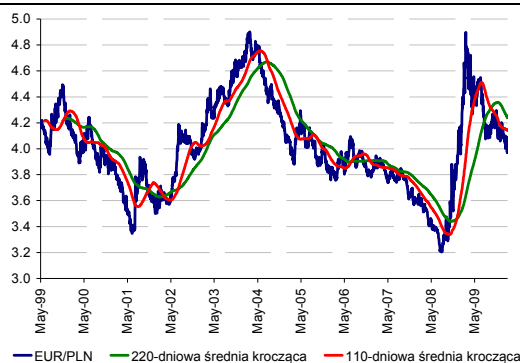
Michał Karewicz
+48 (22) 692 9421

- **Solidne fundamenty polskiej gospodarki oraz napływ kapitału zagranicznego związanego z prywatyzacją będą prawdopodobnie przyczyniały się do większego popytu na złotego, oddziałując na jego umocnienie.**
- **Podtrzymujemy nasze oczekiwania zakładające stopniową aprecjację polskiej waluty w 2010 roku. Według nas kurs EUR/PLN będzie podążał w kierunku 3,85 w połowie roku, natomiast w grudniu ustabilizuje się w okolicach 3,70.**

Początek roku przyniósł wyraźne umocnienie polskiej waluty. Dalsza poprawa globalnego sentymentu przyczyniła się do poszukiwania przez inwestorów aktywów, które przy akceptowanym przez nich poziomie ryzyka są w stanie osiągnąć relatywnie wyższą stopę zwrotu. Z tego względu część inwestorów zaczęła powracać na rynki krajów wschodzących, czego odzwierciedleniem było umocnienie się walut tych krajów.

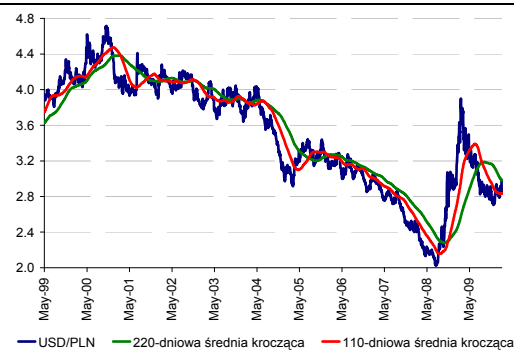
Szczególnym zainteresowaniem wśród inwestorów cieszył się złoty. Solidne fundamenty polskiej gospodarki, potwierdzone między innymi lepszym od oczekiwań rynkowych wzrostem PKB w 2009 roku oraz stabilizacją indeksu PMI w ostatnich miesiącach powyżej kluczowego poziomu 50 punktów, wspierały polską walutę, która na początku lutego umocniła się poniżej psychologicznej bariery 4PLN wobec euro.

Wykres 15. EUR/PLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 16. USD/PLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Polska waluta pozostała odporna w większym stopniu, tracąc mniej, niż pozostałe waluty regionu na informacje dotyczące rosnącego zadłużenia Grecji oraz obaw inwestorów o podobne problemy innych krajów UE. Jednak obniżenie się kursu EUR/USD z 1,45 w pobliżu 1,36, połączone ze spadkiem głównych indeksów giełdowych na świecie, przyczyniły się do osłabienia złotego i powrotu kursu EUR/PLN w okolice 4,08. Według nas osłabienie złotego ma charakter korekty dotychczasowego ruchu aprecjacyjnego i po „oczyszczeniu” się rynku polska waluta ponownie zacznie się umacniać.

Złoty powinien się umacniać w kierunku 3,75 pod koniec 2010 roku

Naszym zdaniem z jednej strony w kolejnych miesiącach czynniki zewnętrzne nadal będą miały znaczny wpływ na wahania kursu złotego. Z drugiej strony solidne fundamenty polskiej gospodarki oraz napływ kapitału zagranicznego związanego z prywatyzacją będą

prawdopodobnie przyczyniać się do umocnienia złotego oraz ograniczać ewentualny negatywny wpływ czynników zagranicznych. Podtrzymujemy nasze oczekiwania zakładające stopniową aprecjację polskiej waluty w 2010 roku. Według nas kurs EUR/PLN będzie podążał w kierunku 3,85 w połowie roku, natomiast w grudniu ustabilizuje się w okolicach 3,70. Pomimo, iż zakładamy stopniową aprecjację złotego, to naszym zdaniem zmienność kursu złotego pozostanie znaczna, co będzie wiązało się z przejściowymi okresami osłabienia polskiej waluty.

Uważamy, że postępujące ożywienie gospodarcze, zwłaszcza w krajach dotkniętych skutkami kryzysu powinno oddziaływać na poprawę globalnego sentymentu, wspierając tym samym polską walutę. Z drugiej strony powolne wycofywanie przez rządy największych gospodarek na świecie pakietów pomocowych ograniczy zapewne w połowie roku dostęp do relatywnie taniego pieniądza, co z kolei przełoży się prawdopodobnie na wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego tych krajów. Według nas będzie to miało wpływ również na nieco wolniejsze tempo aprecjacji polskiej waluty w drugiej połowie roku.

Napływ kapitału zagranicznego wsparciem dla złotego

W ogłoszonym w styczniu przez Ministerstwo Finansów planie konsolidacji finansów publicznych potwierdzono założenia z poprzedniego roku dotyczące procesu przyspieszonej prywatyzacji. Ostatecznie MF ogłosiło, że chce pozyskać ok. 25 mld zł do końca 2010 roku. Najprawdopodobniej największe przychody z prywatyzacji będą pochodzić z sektora energetycznego, którym zainteresowani są między innymi inwestorzy zagraniczni. Dlatego naszym zdaniem napływ kapitału zagranicznego związanego z zakupem polskich przedsiębiorstw będzie prawdopodobnie przyczyniał się do większego popytu na złotego, a to będzie oddziaływać na jego umocnienie.

Pomimo iż według nas dalsza poprawa w bilansie płatniczym będzie zachodzić w wolniejszym tempie niż w 2008 roku, to przeważająca rola eksportu nad importem powinna sprzyjać polskiej walucie. Kolejnym argumentem, który powinien wspierać polską walutę będzie utrzymująca się różnica pomiędzy poziomem stóp w Polsce oraz strefą euro. Oczekujemy podwyżek stóp procentowych w Polsce w drugiej połowie roku oraz utrzymania stóp na niskim poziomie w strefie euro jak w 2010 roku. Taki dysparytet stóp powinien sprzyjać inwestowaniu w złotego ze względu na dodatnie carry przy utrzymywaniu pozycji w złotym wobec euro.

Jednym z wymienianych przez nas zagrożeń w poprzednich miesiącach, które mogłyby wpłynąć na przejściowe osłabienie złotego była polityka fiskalna i znaczne potrzeby pożyczkowe zaplanowane na 2010 rok sięgające ponad 200 mld zł. Jednak ze względu na znaczne prawdopodobieństwo zmniejszenia pierwotnie zaplanowanych potrzeb pożyczkowych, naszym zdaniem ryzyko negatywnego wpływu polityki fiskalnej na polską walutę znacznie się zmniejszyło.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu).

	05/02/2010	I kw. '10	II kw. '10	III kw. '10	IV kw. '10
USD/PLN	2,9915	2.63	2.41	2.42	2.42
EUR/PLN	4,0921	3.92	3.85	3.80	3.75
GBP/PLN	4,7009	4.31	4.10	3.80	3.83
CHF/PLN	2,7837	2.65	2.60	2.59	2.55

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

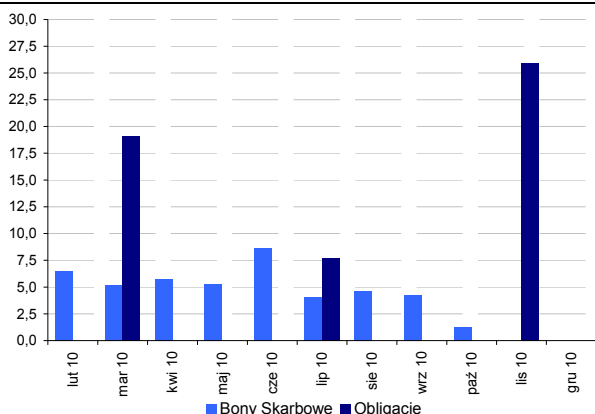
Rynek długu

Michał Karewicz
+48 (22) 692 9421

- **Udane aukcje Ministerstwa Finansów wraz z pozytywnym sentymentem panującym na rynku długu oraz utrzymującą się nadpłynnością w sektorze bankowym sprzyjały dalszemu wzrostowi cen obligacji i obniżaniu się krzywej rentowności na początku roku.**
- **Spadek wskaźnika inflacji w najbliższych miesiącach prawdopodobnie przełoży się na dalsze obniżenie oczekiwań rynkowych odnośnie podwyżek stóp procentowych w 2010 r., co przyczyni się do nieznacznego spadku rentowności obligacji w pierwszej połowie roku.**

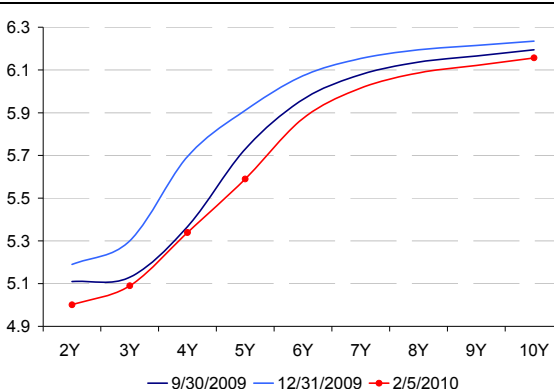
Publikacja danych makroekonomicznych w styczniu, w połączeniu z udanymi przetargami obligacji organizowanymi przez Ministerstwo Finansów oraz aprecjacja polskiej waluty, przyczyniły się do wzrostu cen krajowych obligacji oraz wystromienia się krzywej rentowności. Ze względu na stopniową poprawę globalnego sentymentu i coraz większe zainteresowanie inwestorów obligacjami o dłuższym terminie do wykupu, największy spadek rentowności odnotowały pięcioletnie obligacje, które obniżyły się od początku roku o ponad 30pb. Z kolei rentowności dwuletnich obligacji spadły w tym okresie o ok. 18pb, natomiast dziesięcioletnich „zaledwie” o 12pb. To właśnie większy spadek rentowności w segmencie pięcioletnich obligacji niż w pozostałych przyczynił się do większego niż w poprzednich miesiącach nachylenia krzywej rentowności.

Wykres 17. Zapadalność bonów skarbowych oraz obligacji w 2010 roku.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 18. Krzywa rentowności



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Udane przetargi obligacji wsparły krajowy rynek długu

W styczniu Ministerstwo Finansów zdecydowało się na emisję zarówno obligacji krajowych jak i zagranicznych. Emisje spotkały się z dużym zainteresowaniem inwestorów w wyniku, czego popyt na przetargach obligacji znacznie przewyższał oferowaną podaż. Udane aukcje Ministerstwa Finansów wraz z pozytywnym sentymentem panującym na rynku długu oraz utrzymującą się nadpłynnością w sektorze bankowym (o czym świadczy między innymi utrzymujący się wysoki popyt na bony pieniężne NBP, który dochodził do 60 mld zł) sprzyjały dalszemu wzrostowi cen obligacji i obniżaniu się krzywej rentowności.

Na rynku zagranicznym MF pierwotnie planowało sprzedać 15-letnie obligacje denominowane w euro, o wartości 1 mld zł. Jednak popyt zgłoszony przez inwestorów, sięgający ok 7 mld zł, skłonił resort do sprzedania obligacji za 3 mld zł przy spreadzie wynoszącym 148pb powyżej średniej swapowej. Zgodnie z wypowiedziami dyrektora departamentu długu Piotra Marcza emisja ta wraz ze środkami pochodzącymi z poprzedniego roku zaspokoiła z nadwyżką potrzeby finansowania zagranicznego zaplanowanego na 2010 rok. W pierwszym kwartale Ministerstwo Finansów planuje emisję obligacji nominowanych w dolarze oraz nie wyklucza emisji obligacji imiennych na rynku niemieckim w systemie private placement. W całym 2010 roku planowane są również emisje na rynku franka szwajcarskiego oraz jena. Kolejne emisje zagraniczne będą miały na celu odciążenie krajowego rynku długu. Ze względu na to, iż prawdopodobnie będą dotyczyć one obligacji długoterminowych, powinno to ograniczyć podaż obligacji o dłuższym terminie do wykupu na rynku krajowym ograniczając presję na wzrost rentowności w tym sektorze.

Z kolei na krajowym rynku długu MF zorganizowało przetarg zarówno krótkoterminowych obligacji jak i obligacji o dłuższym terminie do wykupu. Wielkość zgłoszonego przez inwestorów popytu wyraźnie przekraczała oferowaną podaż. Pozytywną niespodzianką okazał się przetarg dwuletnich obligacji OK0711. Osięgnięty na przetargu popyt wynoszący 16,2 mld zł był rekordowym popytem w historii na aukcji dwuletnich papierów oraz drugim co do wielkości popytem w ogóle.

Oczekujemy nieznacznego spadku rentowności w pierwszej połowie roku

Naszym zdaniem spadek wskaźnika inflacji w najbliższych miesiącach prawdopodobnie przełoży się na dalsze obniżenie oczekiwań rynkowych odnośnie podwyżek stóp procentowych w 2010 r., co przyczyni się do nieznacznego spadku rentowności obligacji w pierwszej połowie roku. Według nas pod koniec roku wraz z rozpoczęciem zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP, pojawią się zwiększone oczekiwania na dalsze szybkie podwyżki stóp, co przełoży się na wzrost rentowności obligacji w okolice obecnych poziomów. Założenie o niewielkiej skali wzrostu rentowności wynika z tego, iż pomimo wzrostu stóp procentowych dalsze zmniejszanie się awersji do ryzyka na rynkach finansowych powinno prowadzić do spadku premii za ryzyko na krajowym rynku długu ograniczając tym samym presję na wzrost rentowności.

Prawdopodobna kontynuacja umacniania złotego w 2010 r. będzie kolejnym czynnikiem zwiększającym atrakcyjność polskich obligacji skarbowych dla inwestorów zagranicznych. Jednak według nas krzywa rentowności prawdopodobnie pozostanie stroma w najbliższych miesiącach, przy utrzymującym się ponad 100pb spreadzie pomiędzy dwuletnimi a dziesięcioletnimi obligacjami.

Naszym zdaniem jednym z zagrożeń dla krajowego rynku długu nadal pozostają zwiększone potrzeby pożyczkowe budżetu na bieżący rok. Jednak ze względu na to, iż w ustawie budżetowej przyjęto dość ostrożne prognozy dotyczące podstawowych wskaźników makroekonomicznych naszym zdaniem istnieje spora szansa na zmniejszenie potrzeb pożyczkowych poniżej zaplanowanych w budżecie 200 mld zł.

Tabela 5. Prognozy stóp procentowych (wartości na koniec okresu).

	05/02/2010	I kw. '10	II kw. '10	III kw. '10	IV kw. '10
Stopa referencyjna	3,50%	3,50%	3,50%	3,75%	4,00%
Wibor 3M	4,20%	4,13%	4,15%	4,33%	4,48%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

	2009												2010
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Sfera Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-15.3	-14.6	-1.9	-12.2	-5.2	-4.5	-4.4	0.1	-1.3	-1.3	9.9	7.4	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-6.3	2.4	15.6	-6.9	-1.8	6.0	-2.6	-4.4	15.0	1.9	-3.2	-5.4	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-15.8	-14.7	-0.6	-12.4	-4.8	-3.9	-3.9	0.9	-1.0	-1.1	11.4	8.2	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	7.4	1.9	1.2	0.5	0.3	0.5	10.7	11.0	5.7	2.7	9.9	3.1	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.8	0.6	1.8	2.9	2.4	2.1	5.7	5.2	2.5	2.1	6.3	7.2	-
Stopa bezrobocia (%)	10.5	10.9	11.2	11.0	10.8	10.7	10.8	10.8	10.9	11.1	11.4	11.9	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.7	-0.2	-0.9	-1.4	-1.7	-1.9	-2.2	-2.2	-2.4	-2.4	-2.2	-1.8	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.8	3.3	3.6	4.0	3.6	3.5	3.6	3.7	3.4	3.1	3.3	3.5	-
Inflacja (% m/m)	0.5	0.9	0.7	0.7	0.5	0.2	0.1	-0.4	0.0	0.1	0.3	0.0	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3.6	5.7	5.5	4.8	3.7	4.1	2.8	2.2	1.6	2.0	1.9	2.1	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	2.3	2.6	0.0	-0.9	-0.3	0.8	-1.5	-0.4	-0.2	0.4	-0.4	-0.2	-
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	8.1	5.1	5.7	4.8	3.8	2.0	3.9	3.0	3.3	2.0	2.3	6.5	-
Przepływy Zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-754	790	-131	-428	-420	-11	-570	124	-57	-266	-	1272	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.9	-4.3	-3.8	-3.6	-3.2	-2.8	-2.8	-2.6	-2.2	-1.8	-	-1.8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-483	-67	-214	-207	-44	-109	-488	-348	-4	-103	-292	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	7388	7608	8483	7859	7786	8281	8324	7665	9413	9693	9118	-	-
Eksport (% r/r)	-24.3	-26.3	-16.6	-30.3	-22.1	-21.4	-23.5	-20.8	-17.1	-10.9	-0.1	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	7871	7675	8697	8066	7830	8390	8812	8013	9417	9796	9410	-	-
Import (% r/r)	-26.2	-32.7	-25.9	-36.3	-31.9	-32.0	-29.5	-27.8	-26.4	-21.5	-11.9	-	-
Sfera Monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	17.6	17.8	17.5	14.4	14.2	14.4	11.9	9.0	9.6	11.9	8.0	8.1	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	24.3	25.2	25.3	25.4	25.2	24.7	22.5	20.6	19.9	19.3	17.5	15.3	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4.2	4.0	6.9	-0.1	2.5	7.2	3.0	2.7	3.3	3.5	7.0	10.4	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	45.4	47.0	43.7	38.9	38.8	35.7	32.1	27.9	26.3	20.4	18.5	12.0	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	28.4	28.7	25.8	20.7	18.2	15.0	11.8	7.6	6.8	3.1	-0.3	-3.2	-
Rynki Finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.25	4.00	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
WIBOR 3M (średnio)	5.51	4.69	4.30	4.20	4.52	4.40	4.26	4.16	4.17	4.18	4.19	4.23	4.24
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.86	4.51	4.17	4.30	4.62	4.24	4.17	4.18	4.18	4.18	4.19	4.27	4.19
Bony 52 tyg. (średnio)	4.34	4.90	5.00	4.99	5.20	4.59	4.44	4.49	4.42	4.41	4.24	4.27	3.90
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.76	5.66	5.63	5.52	5.53	5.44	5.06	5.10	5.12	5.00	5.13	5.19	4.99
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.09	5.87	6.04	5.79	5.83	5.79	5.44	5.63	5.73	5.68	5.66	5.91	5.55
EUR/PLN (koniec okresu)	4.44	4.66	4.70	4.38	4.46	4.47	4.16	4.10	4.22	4.24	4.14	4.11	4.06
USD/PLN (koniec okresu)	3.46	3.68	3.54	3.29	3.18	3.17	2.88	2.87	2.89	2.86	2.75	2.85	2.91
EUR/USD (koniec okresu)	1.28	1.27	1.32	1.32	1.42	1.40	1.42	1.43	1.46	1.47	1.50	1.43	1.39
Wskaźniki Fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	24,6	-2,9	5,3	10,6	15,3	16,4	16,6	15,0	15,6	21,5	24,0	24,4	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	90,8	-	29,0	58,3	84,3	90,2	91,6	82,7	57,5	79,0	88,4	89,8	-

* Wzrosty podaży pieniądza M3, depozytów i kredytów zostały przedstawione w postaci uwzględniającej SKOK-i.

Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters.

Prognozy Średniokresowe

	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P
Sfera Realna							
Produkt Krajowy Brutto (mld zł)	923,2	983,3	1060,0	1176,7	1272,8	1343	1413
Produkt Krajowy Brutto (% r/r)	5,3	3,6	6,2	6,8	5,0	1,7	2,9
Popyt krajowy (% r/r)	6,2	2,5	7,3	8,7	5,5	-0,9	2,6
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,7	2,1	5,0	4,9	5,9	2,3	1,8
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	6,4	6,5	14,9	17,6	8,2	-0,3	0,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	12,6	3,7	11,2	11,2	3,5	-3,8	4,5
Stopa bezrobocia (%)	19,1	17,6	14,9	11,4	9,5	11,9	13,7
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4,1	3,2	5,1	9,2	10,1	4,4	4,3
Ceny							
Inflacja (% r/r, koniec okresu)	4,4	0,7	1,4	4,0	3,3	3,5	1,7
Inflacja średnioroczna (%)	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	1,5
Wskaźnik PPI (% r/r, koniec okresu)	5,2	0,2	2,6	2,5	2,6	2,1	1,8
Przepływy Zagraniczne							
Saldo obrotów bieżących (mld EUR)	-8,4	-4,1	-8,8	-11,5	-18,3	-3,0	-6,6
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4,4	-1,7	-3,2	-4,7	-5,0	-1,0	-1,8
Saldo obrotów towarowych (mld EUR)	-4,6	-2,2	-5,5	-11,3	-17,7	-3,2	-5,8
Eksport f.o.b. (mld EUR)	65,8	77,6	93,4	105,3	121,1	99,4	106,9
Eksport (% r/r)	22,4	17,9	20,3	12,8	14,3	-17,9	7,6
Import f.o.b. (mld EUR)	70,4	79,8	98,9	116,4	138,8	102,5	112,7
Import (% r/r)	19,5	13,4	23,9	17,9	17,4	-26,1	9,9
Sfera Monetarna*							
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,7	10,3	15,7	13,4	18,6	8,1	5,6
Depozyty gospodarstw domowych (% r/r)	0,1	3,5	9,7	10,7	26,5	15,3	6,3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	24,8	16,7	25,6	14,4	4,0	10,4	3,1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	13,3	22,8	33,4	37,9	44,6	12,0	10,1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-3,9	2,8	14,5	24,1	29,0	-3,2	2,5
Wskaźniki Fiskalne							
Deficyt budżetowy (%PKB)	4,5	2,8	2,4	1,5	1,9	1,8	2,8
Deficyt sektora rządowego i samorządowego (% PKB)	6,0	4,3	3,5	2,0	3,6	6,8	6,8
Dług publiczny (% PKB)	46,8	47,7	47,8	44,9	47,0	50,9	54,6
Dług publiczny (% PKB), ESA 95	45,7	47,1	47,8	45,2	46,2	51,5	56,4
Zadłużenie zagr. sektora publicznego (mld USD)	57,8	58,8	67,8	79,2	67,7	n.a.	n.a.
Zadłużenie zagr. sektora publicznego (% PKB)	18,7	19,5	18,6	16,4	15,8	n.a.	n.a.
Zadłużenie zagraniczne Polski (mld USD)	130,0	132,9	169,6	234,1	243,5	n.a.	n.a.
Rynki Finansowe							
Stopa referencyjna NBP (koniec okresu)	6,50	4,50	4,00	5,00	5,00	3,50	4,00
WIBOR 3M (średnio)	6,21	5,23	4,21	4,73	6,36	4,41	4,22
WIBOR 3M (koniec okresu)	6,64	4,60	4,20	5,70	5,88	4,27	4,48
Bony skarbowe 52 tyg. (koniec okresu)	6,37	4,32	4,24	5,85	5,33	4,27	4,65
Obligacje 2-letnie (koniec okresu)	6,25	4,58	4,58	6,22	5,33	5,19	5,65
Obligacje 5-letnie (koniec okresu)	6,13	4,99	4,97	6,13	5,34	5,91	6,10
EUR/PLN (koniec okresu)	4,08	3,86	3,83	3,58	4,17	4,11	3,75
USD/PLN (koniec okresu)	3,74	2,99	3,26	2,44	2,96	2,85	2,42

Wzrosty podaży pieniądza M3, depozytów i kredytów zostały przedstawione w postaci uwzględniającej SKOK-i.

Uwaga: Prognoza może ulec zmianie w zależności od warunków rynkowych.

Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP i Ministerstwo Finansów.

Prognozy Długookresowe

	2007	2008	2009 P	2010 P	2011 P	2012 P
PKB (%)	6,8	5,0	1,7	2,9	3,6	5,0
Inflacja (% średnia)	2,5	4,2	3,5	1,8	2,4	2,6
Saldo Obrotów Bieżących (% PKB)	-4,7	-5,0	-1,0	-1,8	-3,2	-4,6
Stopa Referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	4,00	4,75	5,00
EUR/PLN (koniec okresu)	3,58	4,17	4,11	3,75	3,60	3,40
USD/PLN (koniec okresu)	2,44	2,96	2,85	2,42	2,42	2,38
EUR/PLN (średnia)	3,78	3,51	4,33	3,87	3,68	3,50
USD/PLN (średnia)	2,77	2,41	3,12	2,53	2,53	2,59

Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters.

Kalendarz Publikacji Danych

Data publikacji	Godzina publikacji	Źródło	Wskaźnik lub wydarzenie	Okres	Ostatnie dane
Luty					
12.02.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Grudzień	-1272 mln EUR
12.02.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Styczeń	8,1% r/r
15.02.	14:00	GUS	Inflacja	Styczeń	3,5% r/r
Ok. 15.02.	-	MF	Wynik budżetu	Styczeń	Deficyt 24,4 mld zł
16.02.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sek. przedsiębiorstw)	Styczeń	6,5% r/r
16.02.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sek. przedsiębiorstw)	Styczeń	-1,8% r/r
18.02.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Styczeń	2,1% r/r
18.02.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Styczeń	7,4% r/r
18.02.	14:00	NBP	Publikacja opisu dyskusji („minutes”) z posiedzenia RPP	-	-
23.02.	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Styczeń	11,9%
23.02.	10:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Styczeń	7,2% r/r
24.02.	-	NBP	Posiedzenie RPP	-	Bez zmian

Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz

Główny Ekonomista
+48 (22) 692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Michał Karewicz

Analityk Rynku Walutowego i Obligacji
+48 (22) 692-9421
michal.karewicz@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Poland

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt z Michałem Karewiczem.

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.
