

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	8
Rynki finansowe	10
Prognozy	15

W skrócie

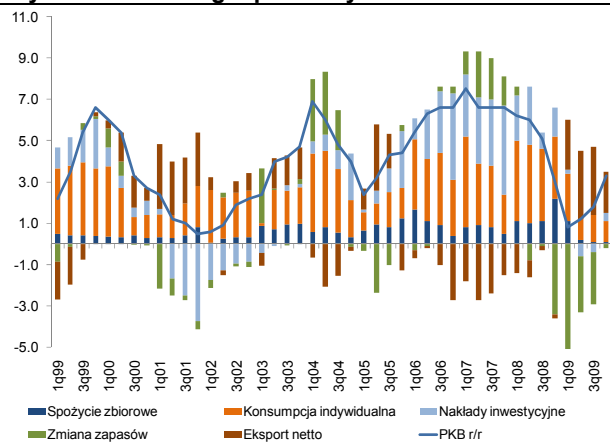
- Dane z pierwszych miesięcy roku sugerują, że wzrost gospodarczy w I kw. mógł wynieść około 2,8-3,0% r/r, między innymi dzięki wciąż korzystnej sytuacji w handlu zagranicznym. W 2010 roku spodziewamy się jednak wyraźnego osłabienia popytu konsumpcyjnego oraz powolnego ożywienia w inwestycjach.
- Trwające ożywienie gospodarcze nie zagraża na razie stabilności cen. W marcu inflacja spadła do 2,6% i w najbliższych miesiącach najprawdopodobniej obniży się do około 1,5% dzięki silnemu złotemu, trudnej sytuacji na rynku pracy oraz wysokiej statystycznej bazie odniesienia.
- W lutym rachunek obrotów bieżących odnotował niewielką nadwyżkę, która jednak była efektem jednorazowych znacznych transferów środków unijnych. W kolejnych miesiącach oczekujemy pogorszenia salda rachunku bieżącego, które może osiągnąć deficyt na poziomie 2,5% w całym 2010 r.
- W kwietniu RPP pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 3,50% i podtrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Wydźwięk komunikatu władz monetarnych nie wskazuje bynajmniej na jakąkolwiek istotną zmianę w retoryce Rady.
- Decyzja RPP o przyjęciu sprawozdania finansowego NBP w kształcie zaproponowanym przez zarząd banku ostatecznie kończy konflikt o wysokość zysku banku za 2009 rok.
- W kwietniu NBP zdecydował się na pierwszą od ponad 10 lat interwencję walutową w celu powstrzymania aprecjacji złotego. Choć w przypadku powrotu trendu aprecjacyjnego kolejne interwencje wydają się bardzo prawdopodobne bank centralny zapewne nie będzie próbować bronić żadnego konkretnego poziomu kursu.

Prognozy krótkookresowe

Najbliższa publikacja	Wskaźnik	05-2010	06-2010	07-2010	08-2010
31.03.	Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,50
	EUR/PLN (koniec okresu)	3,89	3,90	3,89	3,87
	USD/PLN (koniec okresu)	2,89	2,91	2,91	2,91

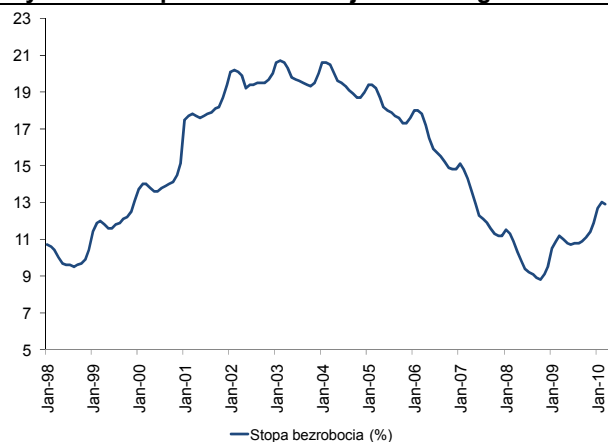
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy



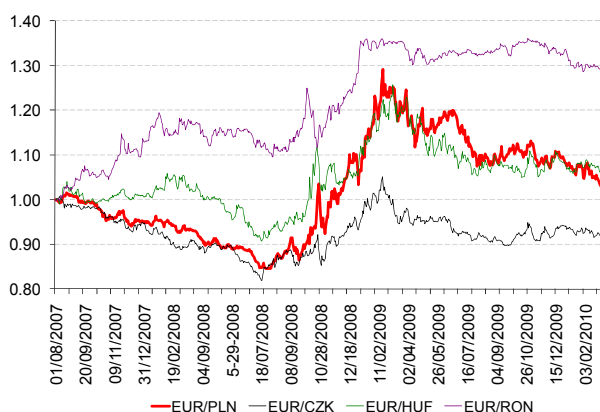
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego



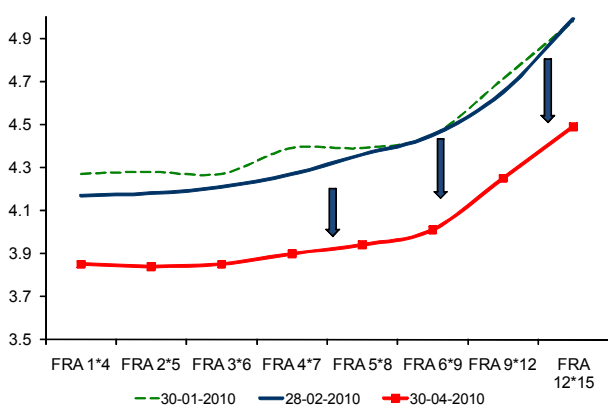
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 3. Kurs EUR/PLN na tle innych 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 (Lut'10)	Stopy procentowe (Lut'10)	Saldo finansów publicznych (% PKB) (2010)*	Dług publiczny (% PKB) (2010)*
Czechy	0.4	4.8	-5.5	40.6
Węgry	4.6	8.8	-4.2	79.8
Polska	4.0	6.2	-7.5	57.0
Rumunia	5.3	9.6	-6.8	27.4
Kryterium konwergencji	<u>1.7</u>	<u>5.5</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

Źródło: Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2010.

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

Umiarkowany wzrost nie zagraża inflacji

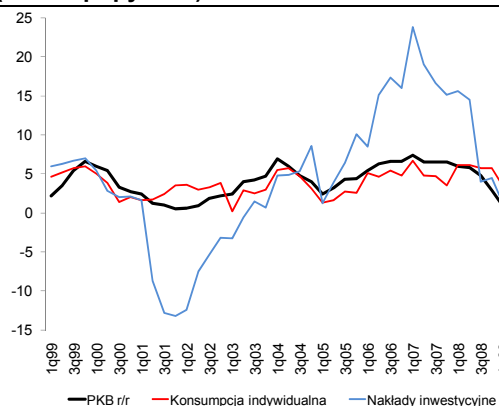
- Dane z pierwszych miesięcy roku sugerują, że wzrost gospodarczy w I kw. mógł wynieść około 2,8-3,0% r/r, między innymi dzięki wciąż korzystnej sytuacji w handlu zagranicznym. W 2010 roku spodziewamy się jednak wyraźnego osłabienia popytu konsumpcyjnego oraz powolnego ożywienia w inwestycjach.
- Trwające ożywienie gospodarcze nie zagraża na razie stabilności cen. W marcu inflacja spadła do 2,6% i w najbliższych miesiącach najprawdopodobniej obniży się do około 1,5% dzięki silnemu złotemu, trudnej sytuacji na rynku pracy oraz wysokiej statystycznej bazie odniesienia.
- W lutym rachunek obrotów bieżących odnotował niewielką nadwyżkę, która jednak była efektem jednorazowych transferów środków unijnych. W kolejnych miesiącach oczekujemy pogorszenia salda rachunku bieżącego, które może osiągnąć deficyt na poziomie 2,5% w całym 2010 r.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Słabszy początek roku

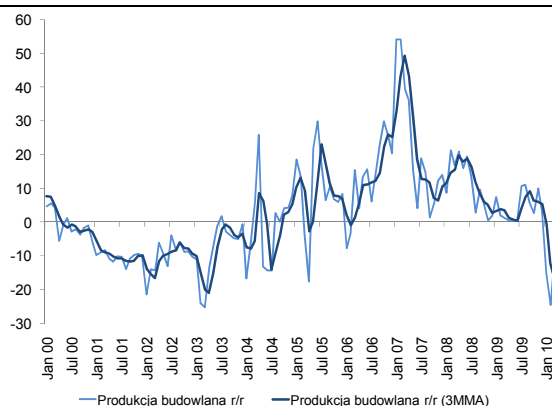
Choć dynamika wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale może okazać się niższa niż jeszcze niedawno oczekiwano, nie oznacza to końca ożywienia. Pogorszenie aktywności gospodarczej, które odnotowano w pierwszych dwóch miesiącach roku, było związane przede wszystkim z niekorzystnymi warunkami pogodowymi, które zaważyły na sytuacji w budownictwie oraz w handlu detalicznym. Choć przez cały 2009 rok Polsce udało się uniknąć recesji w budownictwie, w pierwszym kwartale doszło do głębokiego spadku produkcji w tym sektorze - o 16,9% r/r. Niemniej naszym zdaniem spowolnienie w budownictwie najprawdopodobniej miało charakter przejściowy. Dlatego oczekujemy, że dzięki poprawie warunków pogodowych dynamika produkcji budowlanej wyraźnie przyspieszy w kolejnych miesiącach, kompensując wcześniejsze spadki.

Wykres 5. Wzrost gospodarczy i jego składniki (strona popytowa)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Mroźna zima zaważyła również na wynikach sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach roku. Jednak po wyraźnym wyhamowaniu w styczniu i lutym, w marcu sprzedaż

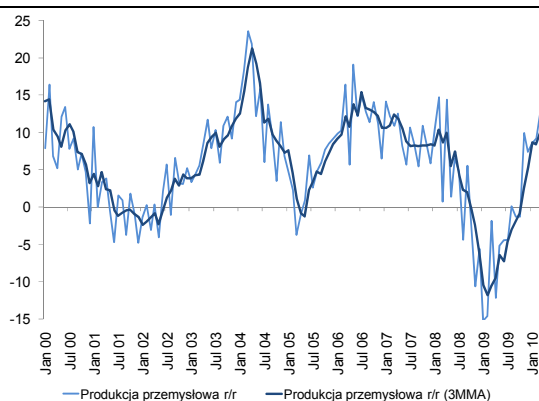
wzrosła o ponad 8% r/r, wyraźnie przekraczając nawet najbardziej optymistyczne oczekiwania rynkowe. Naszym zdaniem do dobrego marcowego wyniku przyczynił się również efekt zwiększonych zakupów przed Świętami Wielkanocnymi, które w tym roku przypadły na początek kwietnia. O ile jednak w przypadku budownictwa spodziewamy się kontynuacji ożywienia również w kolejnych miesiącach, o tyle dynamika sprzedaży detalicznej zapewne będzie bardziej „nierówna”. Naszym zdaniem w przypadku danych kwietniowych sprzedaż detaliczna może być wyraźnie obniżana przez zmniejszenie liczby transakcji w okresie żałoby narodowej. W nieco dłuższym horyzoncie popyt konsumpcyjny będzie dodatkowo ograniczany przez wciąż słabą sytuację na rynku pracy (por. strona 5).

Przemysł wciąż w niezłej formie

Na uwagę zasługuje fakt, iż pomimo niekorzystnych warunków pogodowych oraz umocnienia złotego wciąż utrzymuje się wysoka dynamika aktywności w przemyśle. Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu o 12,3% r/r, a więc szybciej niż, i tak bardzo wysokie, 9,2% r/r w lutym. Największe wzrosty zostały odnotowane między innymi w produkcji komputerów oraz urządzeń elektronicznych, produkcji metali oraz samochodów. Ponieważ są to branże z relatywnie wysokim udziałem przychodów z eksportu, najwidoczniej eksport wciąż jest główną siłą napędową produkcji.

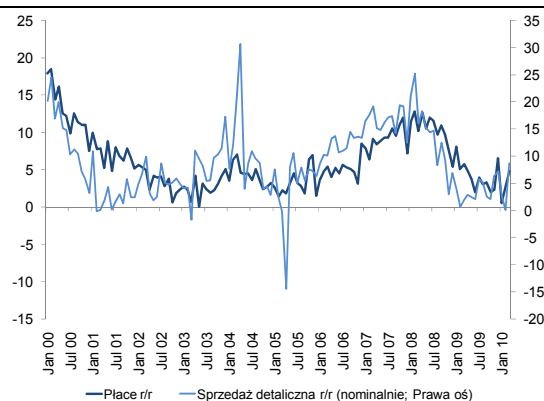
Co więcej, jako pozytywny sygnał można traktować utrzymywanie się indeksu koniunktury PMI powyżej poziomu 50 punktów (52,5 punktu w marcu). Tym bardziej, że jednocześnie indeks PMI wskazuje na dalszy wzrost zamówień eksportowych, sugerując tym samym, iż polskie firmy pozostają konkurencyjne na rynkach światowych i są w stanie zwiększać produkcję pomimo umocnienia złotego.

Wykres 7. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna i płace nominalne



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Szansa na około 3% wzrost w 2010 r.

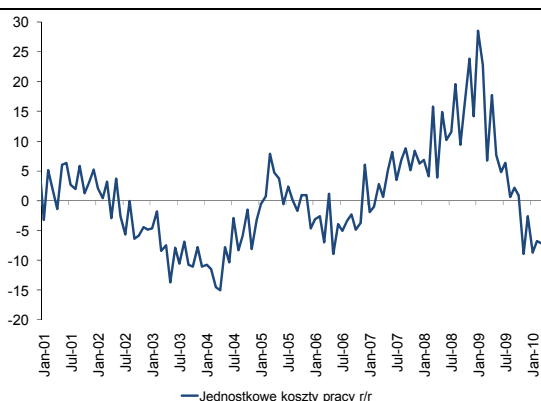
Biorąc pod uwagę dotychczas opublikowane dane oczekujemy, że wzrost gospodarczy w I kwartale 2010 może wyhamować do około 2,8% r/r, wobec 3,1% w ostatnim kwartale 2009. Niemniej przeniesienie części projektów inwestycyjnych/budowlanych z początku roku na kolejne miesiące, powinno sprzyjać wyraźnemu przyspieszeniu PKB w II kwartale, kiedy wzrost ma szansę przekroczyć 3,5%. Mimo to spodziewamy się, że tempo wzrostu w drugiej połowie roku zapewne nieznacznie wyhamuje, między innymi pod wpływem wysokiej bazy odniesienia, związanej z ożywieniem wzrostu gospodarczego w II połowie 2009 roku. Biorąc to pod uwagę szacujemy, że wzrost PKB w bieżącym roku może wynieść około 3%, a w 2011 roku przyspieszy do 3,6%.

Na razie presja płacowa pod kontrolą

Warunki pogodowe, które zaważyły na aktywności w budownictwie i handlu, zapewne wywarły również wpływ na sytuację na rynku pracy. Pierwsze dwa miesiące roku minęły bowiem pod znakiem głębokiego spowolnienia płac i dopiero w marcu wynagrodzenia wzrosły o 4,8%. Abstrahując jednak od krótkookresowych wahań, dane z rynku pracy wskazują na utrzymywanie się presji płacowej na niskim poziomie, szczególnie w porównaniu z wynikami notowanymi w 2007 i 2008 roku (Wykres 8).

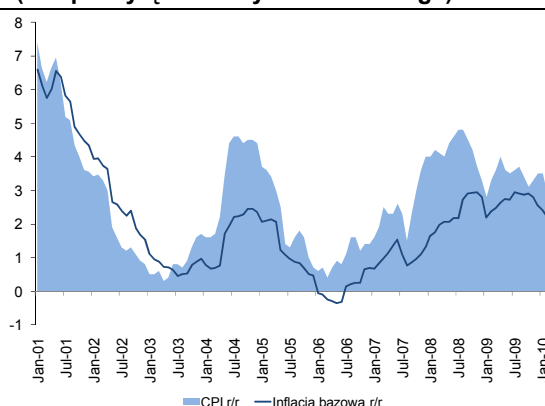
Biorąc pod uwagę wciąż niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych oczekujemy, że polskie firmy będą powstrzymywać się od znacznego zwiększania zatrudnienia również w najbliższych miesiącach. Relatywnie niski popyt na pracę powinien przyczyniać się do ograniczenia presji płacowej oraz słabszego wzrostu dochodów gospodarstw domowych. Z tego względu oczekujemy, że w kolejnych kwartałach polskie gospodarstwa domowe najprawdopodobniej będą ograniczać popyt konsumpcyjny, a tym samym słabnąć będzie jeden z ważnych czynników przyczyniających się do podtrzymania wzrostu gospodarczego w kraju.

Wykres 9. Jednostkowe koszty pracy



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

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



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Z drugiej strony optymizmem powinno napawać to, iż niektóre dane publikowane w 2010 roku zaczęły już sygnalizować zbliżanie się momentu stabilizacji na rynku pracy. Otóż po pierwsze wskazuje na to stopniowe wyhamowanie tendencji spadkowej zatrudnienia w ostatnich miesiącach. Po drugie, trudno pominąć fakt, że dotychczasowa wysoka dynamika wzrostu liczby nowych bezrobotnych obniżyła się, a liczba osób wyrejestrowujących się z urzędów pracy ze względu na podjęcie zatrudnienia zaczęła rosnąć. Biorąc pod uwagę powyższe sygnały i uwzględniając inercję charakteryzującą rynek pracy, spodziewamy się, że do wyraźniejszego spadku bezrobocia i wzrostu zatrudnienia może dojść dopiero w 2011 roku.

Inflacja zmierza w kierunku 1,5%

Trend spadkowy inflacji można oficjalnie uznać za rozpoczęty. W lutym wskaźnik CPI obniżył się do 2,9% r/r, a w marcu spadł jeszcze niżej – do 2,6%. Tym samym inflacja zbliżyła się do środka celu inflacyjnego RPP (2,5%), a naszym zdaniem w najbliższych miesiącach może obniżyć się nawet w pobliże 1,5%, a więc do dolnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu. Naszym zdaniem dwa główne czynniki sprzyjające spadkowi inflacji to: wysoka baza odniesienia (efekt podwyżek cen w 2009 roku) oraz dotychczasowe szybkie umocnienie złotego. Wpływ kursu na inflację może tym razem

okazać się silniejszy niż zazwyczaj, gdyż nałoży się on na okres wzrostu gospodarczego poniżej potencjału oraz okres relatywnie wysokiego bezrobocia.

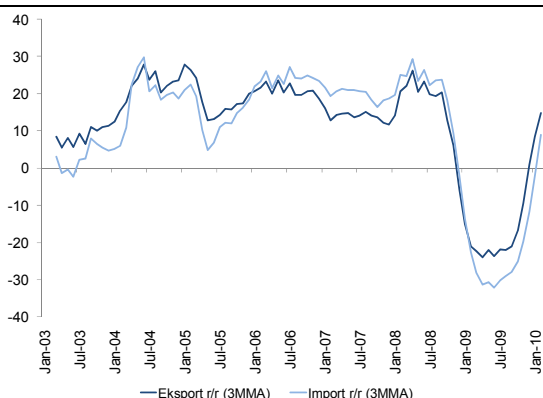
Biorąc pod uwagę tempo aprecjacji w ostatnich miesiącach ryzyko dla naszej prognozy dostrzegamy po stronie niższej inflacji. Głównym zagrożeniem dla tego scenariusza pozostaje jednak kształtowanie się cen żywności, które historycznie okazywały się jednym z najważniejszych wyznaczników trendów inflacyjnych w Polsce. Niepewność co do wpływu żywności na CPI utrzyma się jednak przynajmniej do lipca lub sierpnia, kiedy łatwiej będzie ocenić wielkość tegorocznych zbiorów i ich wpływ na ceny produktów żywnościowych. Niemniej biorąc pod uwagę dane dostępne w tym momencie, można przypuszczać, że 2010 rok minie pod znakiem wyraźnie niższej inflacji niż 2009 rok.

Oczekujemy, że trend spadkowy CPI może zostać wyhamowany i odwrócony dopiero w drugiej połowie roku, kiedy wygaśnie wpływ efektu niskiej bazy. Niemniej nie spodziewamy się w tym okresie znacznego wzrostu cen, lecz raczej powolnego „pełzania” inflacji w górę. Dlatego naszym zdaniem kształtowanie się wskaźnika CPI nie będzie stanowić zagrożenia dla celu Rady Polityki Pieniężnej przynajmniej do połowy 2011 roku, umożliwiając RPP pozostawienie stóp procentowych na niskim poziomie przez dłuższy okres (więcej o decyzjach RPP – strona 7).

Płatności z UE poprawiają rachunek bieżący

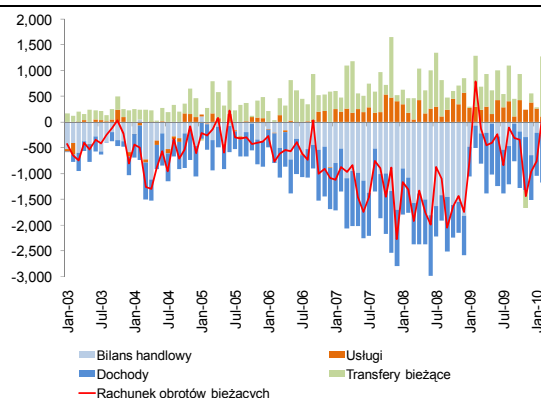
Rachunek obrotów bieżących odnotował 106 mln euro nadwyżki w lutym, co stanowi wyraźną poprawę w stosunku do 754 mln euro deficytu w styczniu. Głównym źródłem tego wzrostu był znaczny napływ środków z UE (1391 mln euro), które zwiększyły saldo transferów bieżących. Ponieważ jednak środki unijne trafiają do Polski w sposób nierównomierny, w naszej opinii lutowa kumulacja ich napływu sugeruje, że nie zostanie on powtórzony w podobnej skali w kolejnych miesiącach.

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



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Rachunek bieżący- dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Lutowy deficyt handlowy praktycznie nie zmienił się (-248 mln euro), a jednocześnie eksport oraz import odnotowały ponad 20% wzrost w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, a więc najwyższą dynamikę od września 2008. Niewątpliwie głównym czynnikiem prowadzącym do szybszego wzrostu przepływów handlowych była niska baza odniesienia, choć towarzyszył temu również wzrost zamówień eksportowych oraz ożywienie w popycie krajowym. W trakcie roku spodziewamy się powolnego pogorszenia salda handlu zagranicznego, które powinno przyczynić się do wzrostu deficytu w rachunku bieżącym do około 2,5% PKB w 2010 roku, wobec 1,8% po lutym.

Dane o bilansie płatniczym w lutym potwierdzają wcześniejsze sygnały świadczące o napływie kapitału portfelowego na rynek długu (1552 mln euro), przy znikomym napływie na rynek instrumentów udziałowych. Niemniej jako pozytywny sygnał można traktować fakt, że deficyt w rachunku bieżącym jest w pełni finansowany przez bardziej stabilny kapitał długoterminowy pod postacią bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI). Dwunastomiesięczny wskaźnik FDI w relacji do deficytu w rachunku bieżącym wyniósł po lutym 120%, wobec 55% w połowie 2009. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że wzrost deficytu w rachunku bieżącym nie powinien zagrozić kursowi polskiej waluty w najbliższych kwartałach.

Polityka pieniężna i fiskalna

Konflikt o zysk NBP zakończony

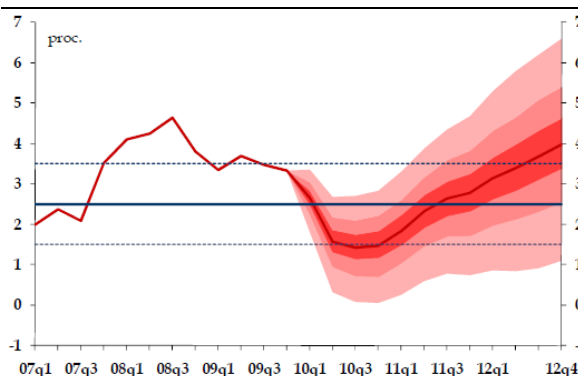
- RPP pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 3,50% i podtrzymała neutralne nastawienie w polityce monetarnej. Wydzwięk komunikatu władz monetarnych nie wskazuje bynajmniej na jakąkolwiek istotną zmianę w retoryce Rady.
- Decyzja RPP o przyjęciu sprawozdania finansowego NBP w kształcie zaproponowanym przez zarząd banku ostatecznie kończy konflikt o wysokość zysku za 2009 r.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Stopy wciąż bez zmian

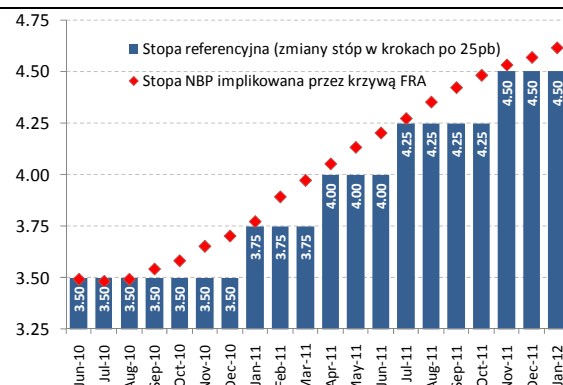
Choć Polska powoli wchodzi na ścieżkę stopniowego ożywienia, władze monetarne nie wydają się wcale przekonane o trwałości i sile wzrostu gospodarczego w kraju. Na kwietniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, utrzymując tym samym stopę referencyjną na dotychczasowym – rekordowo niskim – poziomie 3,50%. W komunikacie na próżno doszukiwać się jakichkolwiek sygnałów świadczących o chęci zacieśnienia polityki monetarnej w najbliższej przyszłości. W szczególności RPP podtrzymała dotychczasowe nieformalne nastawienie w polityce monetarnej, podkreślając, iż szanse wzrostu inflacji ponad cel RPP są zbliżone do prawdopodobieństwa jej spadku poniżej celu.

Wykres 13. Projekcja inflacji Narodowego Banku Polskiego (Luty 2010)



Źródło: Narodowy Bank Polski.

Wykres 14. Ścieżka stóp procentowych zdyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP.

RPP przyjmuje stanowisko zarządu NBP

Biorąc pod uwagę wypowiedzi członków RPP z ostatnich tygodni odnosimy wrażenie, że temat zmian stóp procentowych został przyćmiony przez konflikt między Radą i zarządem NBP w sprawie poziomu zysku banku centralnego. Zaproponowane przez zarząd NBP sprawozdanie finansowe uwzględniające zysk banku na poziomie 4,2 mld zł spotkało się ze sprzeciwem Rady. W przyjętej przez siebie uchwale zobowiązała ona zarząd do wyliczenia zysku według doprecyzowanych zasad rachunkowości, dzięki czemu zysk miałby być niemal dwukrotnie wyższy (ze względu na inny sposób wyliczania rezerwy na ryzyko kursowe). Ostatecznie po wielotygodniowym sporze RPP przyjęła jednak sprawozdanie

przygotowane przez zarząd banku z zyskiem na poziomie 4,2 mld zł, z czego do budżetu państwa ma trafić niemal 4 mld zł. Zanim jednak osiągnięto porozumienie obie strony sporu oskarżyły się między innymi o nieszanowanie niezależności NBP i RPP, a spór otarł się nawet o Europejski Bank Centralny.

W najbliższych miesiącach – wraz z zakończeniem sporu o wysokość zysku NBP – Rada Polityki Pieniężnej będzie mogła ponownie skoncentrować się na kwestiach związanych z prowadzeniem polityki monetarnej. Ponieważ najbliższa projekcja inflacyjna ukaże się już w czerwcu, do tego czasu dyskusja o zmianie nastawienia w polityce monetarnej (a tym bardziej o zmianie stóp) będzie miała raczej charakter teoretyczny. Naszym zdaniem do pierwszych podwyżek stóp procentowych dojdzie dopiero wówczas, gdy: 1) oznaki ożywienia w kraju nabiorą charakteru trwałego; 2) zagraniczne banki centralne w gospodarkach rozwiniętych rozpoczną proces zacieśniania polityki pieniężnej; 3) inflacja powoli zacznie pięć się w górę. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że do pierwszej podwyżki stóp w Polsce może dojść pod koniec 2010 roku – najprawdopodobniej w listopadzie. Ponieważ ożywienie gospodarcze zapewne okaże się powolne, cykl podwyżek stóp w 2011 roku zapewne również będzie powolny i z tego względu oczekujemy, że do końca 2011 roku stopa referencyjna wzrośnie do 4,75%.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

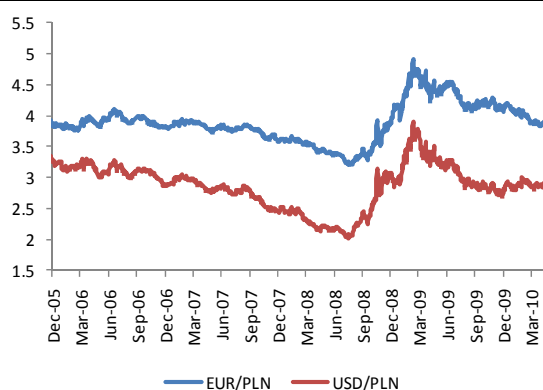
- W kwietniu NBP zdecydował się na pierwszą od ponad 10 lat interwencję walutową w celu powstrzymania aprecjacji złotego. Choć w przypadku powrotu trendu aprecjacyjnego kolejne interwencje wydają się bardzo prawdopodobne bank centralny zapewne nie będzie próbować bronić żadnego konkretnego poziomu kursu.
- Oczekujemy, że tempo umacniania się złotego będzie w najbliższych miesiącach wolniejsze niż dotychczas. Wpłynie na to zarówno ryzyko interwencji ze strony NBP, jak i fakt, że w wyniku spadku kursu EUR/PLN w ostatnich miesiącach skala niedowartościowania złotego uległa wyraźnemu zawężeniu.

Choć pierwsze dni kwietnia minęły pod znakiem dynamicznej aprecjacji, dalsza część miesiąca przyniosła niewielką korektę dotychczasowego trendu aprecjacyjnego. W rezultacie złoty stracił na wartości w ciągu miesiąca ok. 1% wobec euro oraz 2,5% wobec dolara. Uwaga inwestorów koncentrowała się przede wszystkim na groźbie interwencji NBP w celu osłabienia złotego oraz na dynamicznie rozwijającym się kryzysie w Grecji i niektórych innych krajach strefy euro.

Historyczna interwencja

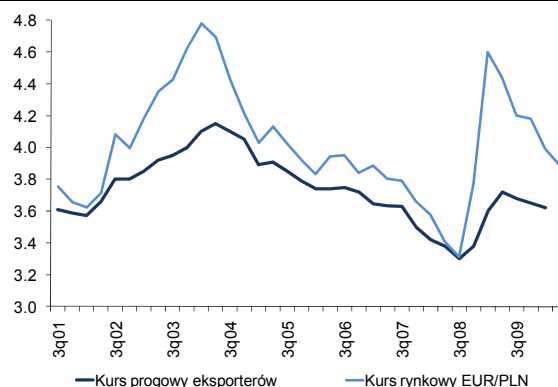
Od początku roku tygodni przedstawiciele władz monetarnych oraz Ministerstwa Finansów coraz wyraźniej sygnalizowali swoje niezadowolenie z dynamicznej aprecjacji złotego. Do wyraźnego nasilenia werbalnych interwencji doszło na początku kwietnia, w miarę jak kurs EUR/PLN zaczął zbliżać się do poziomu 3,80. Ostatecznie władze monetarne zdecydowały się poprzeć swoje słowa działaniami i 9 kwietnia NBP dokonał pierwszej od ponad dziesięciu lat interwencji walutowej.

Wykres 15. Kurs EUR/PLN oraz USD/PLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 16. Kurs progowy zapewniający opłacalność eksporterom



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Interwencja została przeprowadzona w momencie gdy EUR/PLN utrzymywał się w pobliżu 3,84 zł, a więc wciąż był relatywnie słaby w stosunku do poziomów uznawanych za zgodne z polskimi fundamentami. Naszym zdaniem może to świadczyć o tym, że dokonując interwencji bank centralny nie chciał bronić żadnego konkretnego poziomu kursu, lecz postanowił stosunkowo wcześnie zaznaczyć swoją obecność na rynku i w ten sposób

spowolnić napływ kapitału spekulacyjnego. Choć dotychczas bank centralny zazwyczaj prowadził konsekwentnie politykę nieinterweniowania na rynku, samo wejście na rynek nie jest niczym zaskakującym. Swoją aktywność na rynku od dłuższego czasu zaznacza wiele innych banków centralnych i NBP był dotychczas jednym z nielicznych wyjątków.

Czy interwencja może okazać się skuteczna? Ponieważ NBP ma nieograniczoną możliwość emisji złotych, ma również nieograniczoną możliwość wymiany ich na euro. Z tego punktu widzenia interwencje mające na celu osłabienie waluty krajowej są zdecydowanie łatwiejsze i skuteczniejsze niż interwencje mające na celu jej umocnienie. Biorąc to pod uwagę NBP powinien być w stanie skutecznie powstrzymać aprecjację, o ile oczywiście jest gotowy zaakceptować rosnące koszty sterylizacji. Niemniej naszym zdaniem NBP nie będzie na siłę bronił żadnego konkretnego poziomu kursu rynkowego i z czasem pozwoli na stopniowe umocnienie złotego. Zamiast stać w jednym miejscu i zdecydowanie odpierać napływ kapitału spekulacyjnego, NBP najprawdopodobniej będzie prowadził „wojnę podjazdową” i będzie decydował się na nieregularne interwencje. Dzięki temu NBP powinien być w stanie wprowadzić niepewność na rynek walutowy, zniechęcając część inwestorów o charakterze krótkoterminowym i spowalniając nieco tempo aprecjacji złotego. Dlatego naszym zdaniem, jeżeli w najbliższych miesiącach złoty powróci do szybkiego trendu aprecjacyjnego bank centralny najprawdopodobniej ponownie zdecyduje się na interwencje, prawdopodobnie wykorzystując do tego większe kwoty niż dotychczas.

Złoty już nie tak tani

Nasilenie się sytuacji kryzysowej w niektórych krajach strefy euro przyczyniło się do osłabienia polskiej waluty pod koniec kwietnia. W średnim horyzoncie wciąż spodziewamy się umacniania złotego, jednak naszym zdaniem trend aprecjacyjny będzie przebiegał wolniej niż dotychczas. Przyczyniać się do tego będzie zarówno wspomniane powyżej ryzyko interwencji walutowych, jak i fakt, że skala niedowartościowania złotego znacznie się już zmniejszyła.

Według najnowszych badań koniunktury przeprowadzonych przez NBP, kurs progowy zapewniający opłacalność polskim eksporterom kształtuje się (przeciętnie) na poziomie około 3,60-3,65 EUR/PLN (Wykres 16). Z jednej strony oznacza to, że obecny kurs rynkowy jest wciąż znacznie słabszy od kursu progowego, dzięki czemu w najbliższych miesiącach powinna utrzymać się wyraźna tendencja wzrostowa eksportu. Z drugiej strony trudno nie zauważyć, że bufor konkurencyjności (różnica między kursem rynkowym i kursem zapewniającym opłacalność eksportu) znacznie zmniejszył się w ostatnich miesiącach. Obecnie kształtuje się on na poziomie około 25 groszy, a więc na poziomie zgodnym z średnią z poprzednich lat, podczas gdy na początku 2009 roku przekraczał 1 zł.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty oczekujemy, że tempo aprecjacji złotego w kolejnych miesiącach będzie wolniejsze niż dotychczas. Naszym zdaniem do końca roku kurs EUR/PLN może spaść w okolice 3,80, a w kolejnych latach może stopniowo podążać w kierunku 3,60.

Tabela 3. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu).

	30/04/2010	II kw. '10	III kw. '10	IV kw. '10	I kw. '11
USD/PLN	2,9305	2.91	2.90	2.89	2.89
EUR/PLN	3,9020	3.90	3.86	3.81	3.76
GBP/PLN	4,5042	4.43	4.39	4.33	4.27
CHF/PLN	2,7200	2.75	2.70	2.66	2.61

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Rynek długu

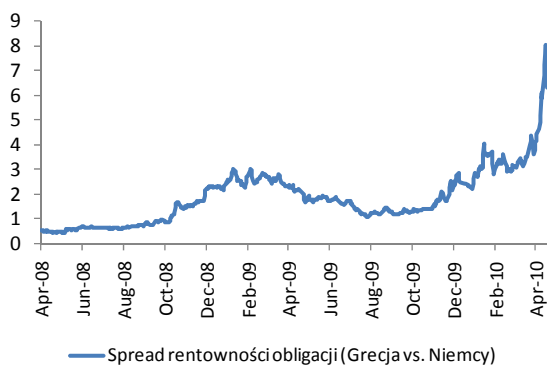
Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

- Druga połowa kwietnia przyniosła wyraźny wzrost rentowności polskich obligacji i wypłaszczenie krzywej dochodowości.
- Niepewność dotycząca stabilności sytuacji w Grecji oraz niektórych innych krajach strefy euro może utrzymywać się przez dłuższy czas, podtrzymując stopy rynkowe na podwyższonym poziomie.

Trwający od początku roku wyraźny trend wzrostowy cen polskich obligacji został w kwietniu – przynajmniej tymczasowo – odwrócony. W ciągu miesiąca rentowność obligacji dziesięcioletnich zwiększyła się o 11 pb do 5,64%, a rentowność obligacji dwuletnich, po głębokim spadku na początku kwietnia, ostatecznie wzrosła do około 4,60%.

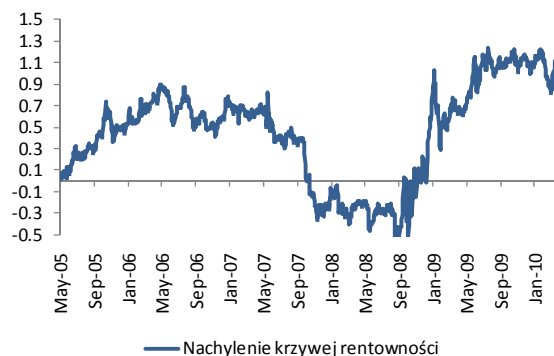
Głównym sygnałem do wyprzedaży na rynku polskich obligacji było narastanie kryzysu w Grecji, oraz groźba jego przeniesienia się na inne kraje strefy euro. Wolne tempo prac nad pakietem pomocowym dla Grecji przyczyniło się do gwałtownego wzrostu rentowności greckich papierów skarbowych, a spread rentowności wobec niemieckich obligacji dziesięcioletnich rozszerzył się do przejściowo nawet do 800 pb (Wykres 17). Tym samym rynki finansowe zaczęły przypisywać coraz wyższe prawdopodobieństwo temu, że Grecja nie będzie w stanie obsługiwać zadłużenia i będzie zmuszona do jego restrukturyzacji. Restrukturyzacja polegałaby na częściowej redukcji długu i/lub rozłożeniu jego spłaty na dłuższy okres czasu, a tym samym wiązałaby się ze stratami dla wielu inwestorów, w tym przede wszystkim dla niemieckich i francuskich banków, które miały szczególnie dużą ekspozycję na greckie aktywa.

Wykres 17. Spread rentowności obligacji greckich wobec niemieckich



Źródło: Ministerstwo Skarbu Państwa, Citi Handlowy.

Wykres 18. Nachylenie krzywej dochodowości w Polsce (rentowność 10y vs. 2y).



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Mimo, że powiązania handlowe Polski z Grecją są znikome, a polskie instytucje nie posiadają znacznych aktywów greckich, wydarzenia w strefie euro miały pośredni wpływ na krajowy rynek. Tym bardziej, że decyzje o obniżce ratingu kolejno Grecji, Portugalii oraz Hiszpanii wzbudziły obawy o możliwość rozniesienia się sytuacji kryzysowej na inne gospodarki. W rezultacie doprowadziło to do wyprzedaży na polskim rynku długu oraz wzrostu stawek IRS. Niemniej skala reakcji polskiego rynku wciąż była niewielka w porównaniu z gwałtowną wyprzedażą w niektórych gospodarkach strefy euro.

Rozwój sytuacji na rynkach finansowych w kraju będzie zapewne pochodną wydarzeń w strefie euro. Jeżeli kraje unii walutowej będą w stanie szybko przygotować znaczny pakiet pomocowy dla Grecji (ponad 100 mld euro na trzy lata), powinno to z czasem pomóc w uspokojeniu nastrojów rynkowych. Niemniej jakiegokolwiek opóźnienie w tej dziedzinie może doprowadzić do ponownej presji na wzrost rentowności w innych krajach UE, w tym w Polsce.

Biorąc pod uwagę istniejące ryzyko niestabilności w krajach południowoeuropejskich oraz nasze oczekiwania dotyczące podwyżek stóp procentowych w kraju spodziewamy się dalszego wzrostu rentowności „krótszych” obligacji.

Tabela 4. Prognozy stóp procentowych (wartości na koniec okresu).

	30/04/2010	II kw. '10	III kw. '10	IV kw. '10	I kw. '11
Stopa referencyjna	3,50%	3,50%	3,50%	3,75%	4,00%
Wibor 3M	3,86%	3,88%	3,98%	4,20%	4,55%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

	2009										2010		
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Sfera Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-12,2	-5,2	-4,5	-4,4	0,1	-1,3	-1,3	9,9	7,4	8,5	9,2	12,3	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-6,9	-1,8	6,0	-2,6	-4,4	15,0	1,9	-3,2	-5,4	-5,4	3,1	18,9	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-12,4	-4,8	-3,9	-3,9	0,9	-1,0	-1,1	11,4	8,3	10,1	10,7	13,6	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	0,5	0,3	0,5	10,7	11,0	5,7	2,7	9,9	3,2	-15,3	24,6	-10,8	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	2,9	2,4	2,1	5,7	5,2	2,5	2,1	6,3	7,2	2,5	0,1	8,7	-
Stopa bezrobocia (%)	11,0	10,8	10,7	10,8	10,8	10,9	11,1	11,4	11,9	12,7	13,0	12,9	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1	-0,6	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,4	3,1	3,3	3,5	3,5	2,9	2,6	-
Inflacja (% m/m)	0,7	0,5	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	0,6	0,2	0,3	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4,8	3,7	4,1	2,8	2,2	1,6	2,0	1,9	2,1	0,2	-2,4	-2,4	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,9	-0,3	0,8	-1,5	-0,4	-0,2	0,4	-0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,0	-
Plaće - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4,8	3,8	2,0	3,9	3,0	3,3	2,0	2,3	6,5	0,5	2,9	4,8	-
Przepływy Zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-451	-405	-232	-776	-116	-250	-342	-1433	-959	-754	106	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-3,6	-3,2	-2,8	-2,8	-2,6	-2,2	-1,8	-1,8	-1,6	-1,6	-1,8	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-205	-26	-279	-445	-420	59	-185	-288	-645	-205	-248	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	8016	7939	8284	8398	7685	9428	9696	9218	7987	8264	9140	-	-
Eksport (% r/r)	-28,9	-20,6	-21,3	-22,8	-20,6	-17,0	-10,8	1,0	12,4	11,9	20,1	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	8221	7965	8563	8843	8105	9369	9881	9506	8632	8469	9388	-	-
Import (% r/r)	-35,1	-30,7	-30,6	-29,3	-27,0	-26,8	-20,9	-11,0	-3,3	7,6	22,3	-	-
Sfera Monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	14,4	14,2	14,4	11,9	9,0	9,6	11,9	8,0	8,1	6,3	5,1	5,5	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	25,4	25,2	24,7	22,5	20,6	19,9	19,3	17,5	15,3	13,0	11,4	9,5	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-0,1	2,5	7,2	3,0	2,7	3,3	3,5	7,0	10,4	6,3	7,8	10,4	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	38,9	38,8	35,7	32,1	27,9	26,3	20,4	18,5	12,0	8,6	5,5	5,7	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	20,7	18,2	15,0	11,8	7,6	6,8	3,1	-0,3	-3,2	-5,2	-7,0	-9,0	-
Rynki Finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
WIBOR 3M (średnio)	4,20	4,52	4,40	4,26	4,16	4,17	4,18	4,19	4,23	4,24	4,17	4,13	3,93
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,30	4,62	4,24	4,17	4,18	4,18	4,18	4,19	4,27	4,19	4,15	4,10	3,86
Bony 52 tyg. (średnio)	4,99	5,20	4,59	4,44	4,49	4,42	4,41	4,24	4,27	3,90	3,89	3,95	3,81
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5,52	5,53	5,44	5,06	5,10	5,12	5,00	5,13	5,19	4,99	4,92	4,53	4,60
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5,79	5,83	5,79	5,44	5,63	5,73	5,68	5,66	5,91	5,55	5,48	5,14	5,20
EUR/PLN (koniec okresu)	4,38	4,46	4,47	4,16	4,10	4,22	4,24	4,14	4,11	4,06	3,98	3,86	3,90
USD/PLN (koniec okresu)	3,29	3,18	3,17	2,88	2,87	2,89	2,86	2,75	2,85	2,91	2,93	2,87	2,93
EUR/USD (koniec okresu)	1,32	1,42	1,40	1,42	1,43	1,46	1,47	1,50	1,43	1,39	1,36	1,34	1,33
Wskaźniki Fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	10,6	15,3	16,4	16,6	15,0	15,6	21,5	24,0	24,4	4,8	16,7	22,7	
Def. budżetowy kum. (% planu)	58,3	84,3	90,2	91,6	82,7	57,5	79,0	88,4	89,8	9,3	32,1	43,5	

* 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	2009	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	1,8	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	-0,4	0,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	12,6	3,7	11,2	11,2	3,5	-3,6	6,5
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	1,8
Inflacja średnioroczna (%)	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,1
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	-5,0	-8,9
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4,4	-1,7	-3,2	-4,7	-5,0	-1,7	-2,5
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	100,1	107,7
Eksport (% r/r)	22,4	17,9	20,3	12,8	14,3	-17,3	7,6
Import f.o.b. (mld EUR)	70,4	79,8	98,9	116,4	138,8	103,3	113,6
Import (% r/r)	19,5	13,4	23,9	17,9	17,4	-25,6	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	3,0
Deficyt sektora rządowego i samorządowego (% PKB)	6,0	4,3	3,6	1,9	3,7	7,1	6,8
Dług publiczny (% PKB)	46,8	47,7	47,8	44,9	47,0	49,9	54,6
Dług publiczny (% PKB), ESA 95	45,7	47,1	47,7	45,0	47,2	51,0	56,4
Zadłużenie zagr. sektora publicznego (mld USD)	57,8	58,8	67,8	79,2	67,7	87,8	n.a.
Zadłużenie zagr. sektora publicznego (% PKB)	18,7	19,5	18,6	16,4	15,8	18,6	n.a.
Zadłużenie zagraniczne Polski (mld USD)	130,0	132,9	169,6	234,1	243,5	279,5	n.a.
Rynki Finansowe							
Stopa referencyjna NBP (koniec okresu)	6,50	4,50	4,00	5,00	5,00	3,50	3,75
WIBOR 3M (średnio)	6,21	5,23	4,21	4,73	6,36	4,41	4,02
WIBOR 3M (koniec okresu)	6,64	4,60	4,20	5,70	5,88	4,27	4,20
Bony skarbowe 52 tyg. (koniec okresu)	6,37	4,32	4,24	5,85	5,33	4,27	4,25
Obligacje 2-letnie (koniec okresu)	6,25	4,58	4,58	6,22	5,33	5,19	5,35
Obligacje 5-letnie (koniec okresu)	6,13	4,99	4,97	6,13	5,34	5,91	5,80
EUR/PLN (koniec okresu)	4,08	3,86	3,83	3,58	4,17	4,11	3,81
USD/PLN (koniec okresu)	3,74	2,99	3,26	2,44	2,96	2,85	2,89

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

	2008	2009	2010 P	2011 P	2012 P	2013 P
PKB (%)	5,0	1,8	2,9	3,6	5,0	4,5
Inflacja (% ,średnia)	4,5	3,5	2,1	2,5	2,6	2,8
Saldo Obrotów Bieżących (% PKB)	-5,0	-1,7	-2,5	-3,9	-4,7	-4,9
Stopa Referencyjna NBP (% , koniec okresu)	5,00	3,50	3,75	4,75	5,00	5,00
EUR/PLN (koniec okresu)	4,17	4,11	3,81	3,65	3,50	3,50
USD/PLN (koniec okresu)	2,96	2,85	2,89	2,79	2,67	2,67
EUR/PLN (średnia)	3,51	4,33	3,90	3,72	3,56	3,50
USD/PLN (średnia)	2,41	3,12	2,89	2,84	2,72	2,67

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.
