

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

W skrócie

- Najnowsze dane z polskiej gospodarki potwierdzają, że pozostaje ona na ścieżce około 3% wzrostu PKB. Wskazuje na to między innymi wysoka dynamika produkcji przemysłowej oraz oznaki szybszej niż oczekiwano poprawy sytuacji na rynku pracy.
- Chociaż spodziewamy się dalszego spadku inflacji bazowej, wskaźnik CPI może wzrosnąć w drugiej połowie roku pod wpływem podwyżek cen energii oraz żywności. Oczekujemy, że po przejściowym spadku poniżej 2%, w grudniu inflacja powróci w pobliże 2,5%.
- Podczas czerwcowego posiedzenia RPP pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 3,50% i zrezygnowała z dotychczasowej praktyki sygnalizowania bilansu ryzyk inflacyjnych.
- Nowa projekcja NBP pokazała nieco wyższą ścieżkę inflacyjną oraz wyraźnie wyższy wzrost gospodarczy w 2011 roku. Naszym zdaniem właśnie prognoza PKB na przyszły rok wydaje się zbyt optymistyczna i niespójna z oznakami głębokiego pogorszenia perspektyw wzrostu w niektórych gospodarkach strefy euro.
- Deficyt budżetowy po maju wyniósł 32,1 mld zł, a więc 61,6% planu. Oczekujemy, że całoroczny deficyt sięgnie ostatecznie około 42 mld zł, a więc będzie o około 10 mld zł niższy niż pierwotnie planowano.
- Ministerstwo Finansów zaproponowało wprowadzenie reguły fiskalnej, która może obniżyć deficyt sektora finansów publicznych o 0,2% PKB w 2011 roku. Do wyraźnej poprawy sytuacji fiskalnej potrzeba będzie jednak bardziej zdecydowanych działań, w tym podwyżek podatków lub redukcji wydatków.

Spis treści

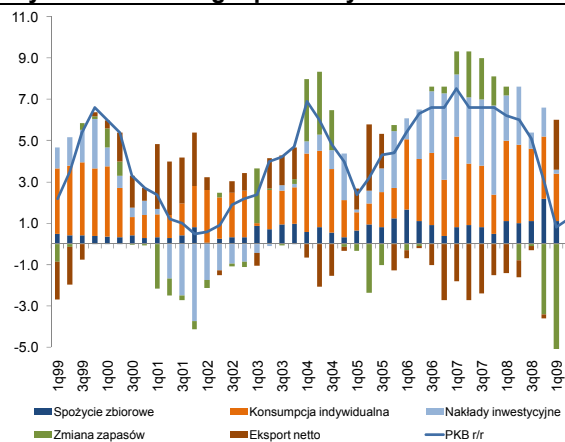
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy	2
Gospodarka w skrócie	3
Polityka pieniężna i fiskalna	6
Rynki finansowe	10
Prognozy	13

Prognozy krótkookresowe

Najbliższa publikacja	Wskaźnik	07-2010	08-2010	09-2010	10-2010
24.08.	Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,50
	EUR/PLN (koniec okresu)	4,04	4,01	3,99	3,97
	USD/PLN (koniec okresu)	3,30	3,33	3,35	3,30

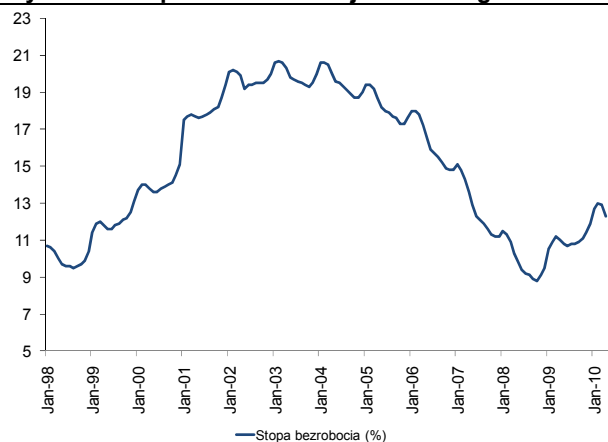
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy



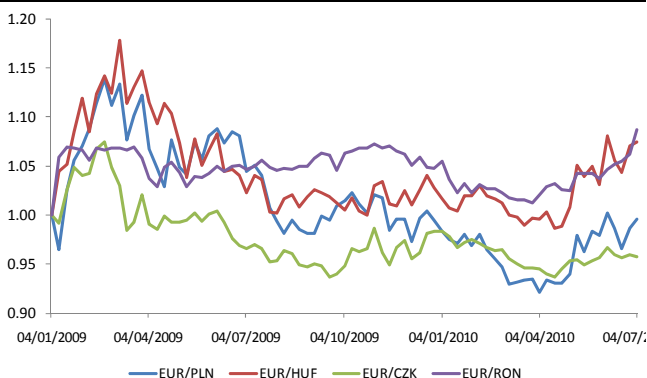
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego



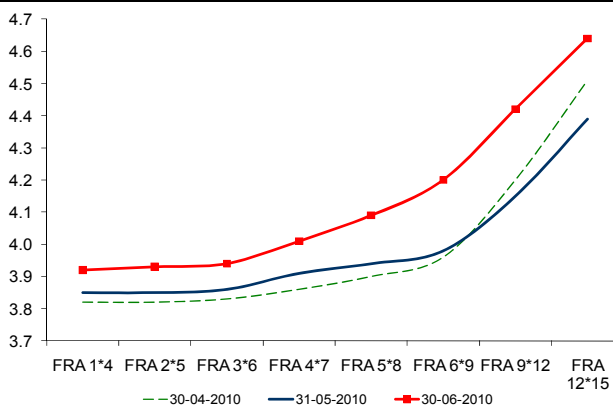
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

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



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 (Maj'10)	Stopy procentowe (Maj'10)	Saldo finansów publicznych (% PKB) (2010)*	Dług publiczny (% PKB) (2010)*
Czechy	0,3	4,5	-1,4	28,1
Węgry	5,1	7,8	-4,0	66,5
Polska	3,6	6,0	-2,5	44,5
Rumunia	4,7	9,1	-2,9	13,6
Kryterium konwergencji	<u>1.8</u>	<u>6.2</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

Szansa na ponad 3% wzrost

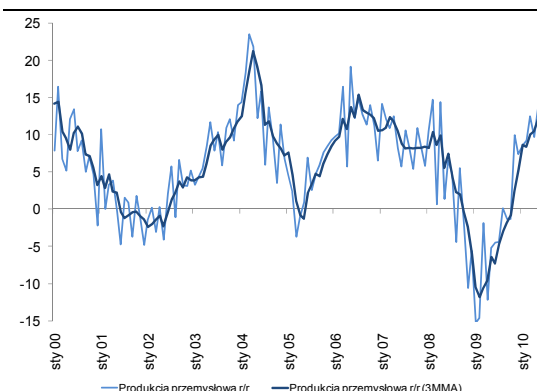
- Najnowsze dane z polskiej gospodarki potwierdzają, że pozostaje ona na ścieżce około 3% wzrostu PKB. Wskazuje na to między innymi wysoka dynamika produkcji przemysłowej oraz oznaki szybszej niż oczekiwano poprawy sytuacji na rynku pracy.
- Chociaż spodziewamy się dalszego spadku inflacji bazowej, wskaźnik CPI może wzrosnąć w drugiej połowie roku pod wpływem podwyżek cen energii oraz żywności. Oczekujemy, że po przejściowym spadku poniżej 2%, w grudniu inflacja powróci w pobliżu 2,5%.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Wciąż dobra koniunktura w przemyśle

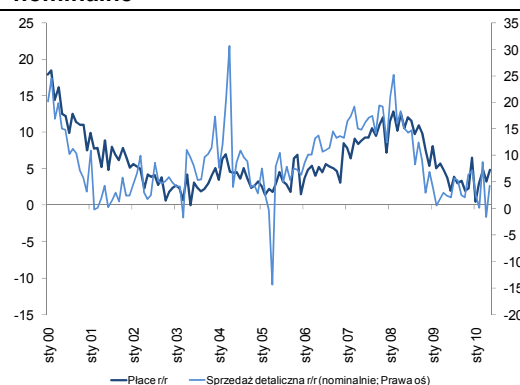
Najnowsze dane wydają się potwierdzać, że wzrost gospodarczy w II kwartale utrzymał się na przyzwoitym poziomie pomimo klęski powodzi i niekorzystnych warunków pogodowych. Wbrew ostrożnym szacunkom rynkowym produkcja przemysłowa w maju wzrosła o 14% r/r i był to najlepszy wynik od kwietnia 2008. Dane o strukturze produkcji wskazują, że w produkcji komputerów odnotowano 95% wzrost, podczas gdy w kwietniu wynosił on „zaledwie” 56% r/r. Naszym zdaniem tak znaczny przyrost w jednej z kategorii może wynikać albo z otwarcia nowego zakładu wytwórczego/linii produkcyjnych, albo z czynników jednorazowych (przesunięcia części produkcji między poszczególnymi miesiącami). Dlatego jeżeli dynamiczny wzrost produkcji w tej kategorii zostanie powtórzony w czerwcu, będzie go można traktować jako potwierdzenie tego pierwszego scenariusza, a przez to również jako zapowiedź silnego wzrostu produkcji w kolejnych miesiącach.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Sprzedaż detaliczna i płace nominalne



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

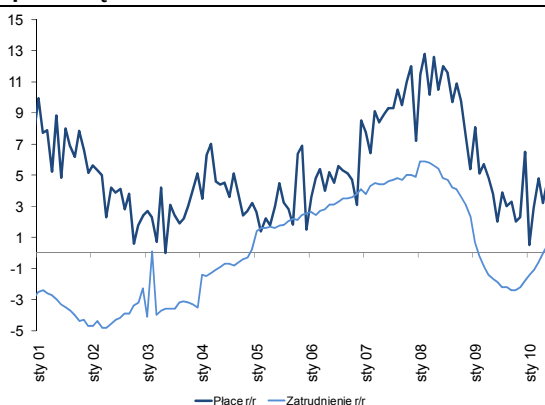
Publikowane w czerwcu dane powinny pomóc rozwiązać obawy o możliwość znacznego spowolnienia PKB w II kwartale. Według naszych szacunków wzrost gospodarczy w okresie kwiecień-czerwiec mógł sięgnąć 3,4% r/r, wobec 3% pierwszym kwartale. Biorąc pod uwagę dobre wyniki produkcji przemysłowej oraz nieco szybszą od oczekiwanej poprawę sytuacji na rynku pracy, zrewidowaliśmy naszą prognozę PKB i oczekujemy, że

wzrost w drugiej połowie roku może być zbliżony do 3% (wobec 2,5% przed korektą). W skali całego roku sugeruje to wzrost gospodarczy na poziomie około 3,1-3,2% r/r. Relatywnie niewielka skala rewizji jest związana z wciąż obecną niepewnością dotyczącą tego, jak kryzys w strefie euro odbije się na perspektywach polskiej gospodarki.

Zatrudnienie w górę

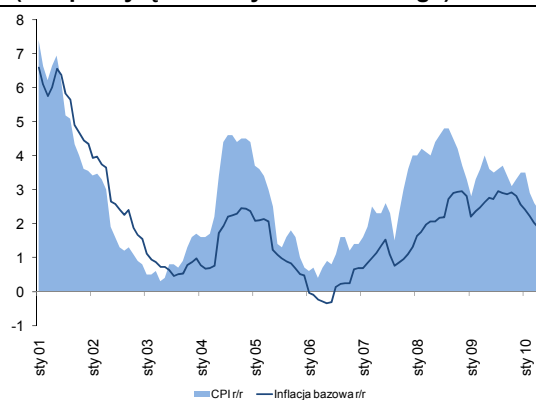
Poprawa na rynku pracy wydaje się powolna, jednak i tak zachodzi ona szybciej niż oczekiwaliśmy jeszcze na początku roku. W maju odnotowano wzrost zatrudnienia o 0,5% w porównaniu z majem 2009 i był to pierwszy taki wzrost w ujęciu rocznym od szesnastu miesięcy. Ponieważ towarzyszył temu spadek stopy bezrobocia oraz zmniejszenie liczby osób rejestrujących się w urzędach pracy jako bezrobotni (-2% r/r), dane te można traktować jako zapowiedź dalszej poprawy w najbliższych miesiącach. Niemniej naszym zdaniem będzie ona zachodzić stopniowo, gdyż niepewne perspektywy wzrostu w strefie euro mogą ograniczać gotowość firm do zwiększania zatrudnienia, a przez to będą zmniejszać popyt na pracę w kraju.

Wykres 7. Wzrost płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Wskaźnik CPI oraz inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu żywności i energii)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Pomimo ożywienia gospodarczego, w 2010 roku nie spodziewamy się znacznego przyspieszenia dynamiki płac. W maju wzrost wynagrodzeń w sięgnął 4,8% r/r i był zbliżony do trendu obserwowanego w ostatnich miesiącach. Naszym zdaniem wzrost płac na powyższym poziomie nie stanowi większego zagrożenia dla stabilności cen, gdyż wciąż utrzymuje się on na poziomie wyraźnie niższym od wzrostu wydajności. Dzięki dynamicznemu wzrostowi produkcji (14% r/r), wydajność zwiększyła się w maju o 13,4% r/r, a jednostkowe koszty pracy spadły o 7,6%. Biorąc pod uwagę wciąż wczesną fazę ożywienia gospodarczego oraz wolne moce produkcyjne w polskiej gospodarce oczekujemy, że tendencja wzrostowa wydajności pracy utrzyma się również w najbliższych miesiącach.

Odwrócenie trendu spadkowego CPI w II połowie roku

Wzrost gospodarczy, który pozostaje poniżej potencjału, jest jednym z najważniejszych czynników ograniczających presję cenową. W maju inflacja wyniosła 2,2% r/r, pozostając tym samym poniżej celu inflacyjnego Rady Polityki Pieniężnej, a inflacja bazowa po wyeliminowaniu cen żywności oraz energii obniżyła się do zaledwie 1,6%. Trend spadkowy inflacji może być kontynuowany w najbliższych miesiącach, a wskaźnik CPI zapewne osiągnie minimum na poziomie około 1,8% w lipcu br., by potem powoli zacząć pięć się w

górze. Spodziewamy się, że pod koniec bieżącego roku inflacja może sięgnąć około 2,4% r/r, a więc powróci w pobliże środka celu RPP.

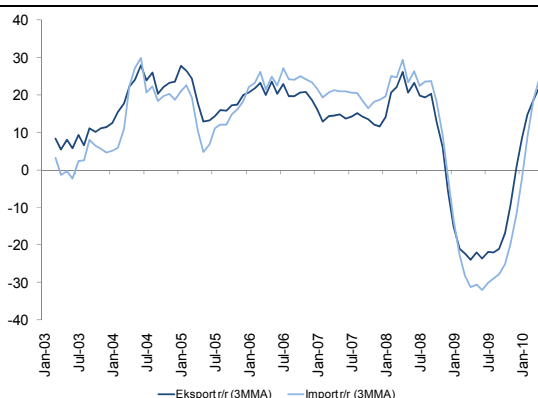
Nasz obecny scenariusz inflacyjny jest nieco bardziej pesymistyczny niż dotychczas oczekiwaliśmy, przede wszystkim za sprawą czynników niezależnych od władz monetarnych i nie związanych z popytem krajowym. Naszym zdaniem do wzrostu inflacji przyczyniać się będą podwyżki cen paliw, związane między innymi z wyższą ścieżką USD/PLN. Dodatkowo, w drugiej połowie roku inflacja może być stymulowana przez podwyżki cen żywności, związane z gorszymi zbiorami oraz słabszym złotym. Pomimo tego wzrostu CPI, wskaźnik inflacji bazowej zapewne utrzyma się na niskim poziomie, przede wszystkim ze względu na wciąż relatywnie słaby wzrost popytu krajowego oraz wysokie bezrobocie.

Deficyt w rachunku bieżącym utrzyma się poniżej 3% PKB

Pomimo wyraźnego umocnienia złotego w pierwszych czterech miesiącach roku, dynamika eksportu oraz importu wyraźnie przyspieszyła. W kwietniu eksport (wyrażony w euro) wzrósł o 21,5% r/r, podczas gdy import zwiększył się o 23% r/r, dzięki czemu deficyt handlowy zmniejszył się do 368 mln euro, wobec 514 mln w marcu. Dane o eksporcie są spójne z wynikami badań koniunktury wskazującymi na kontynuację wzrostu zamówień zagranicznych.

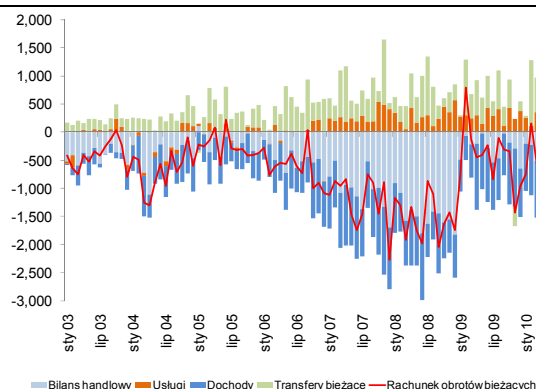
Spowolnienie w strefie euro zapewne odbije się na wynikach w drugiej połowie roku, jednak nie spodziewamy się całkowitego załamania dynamiki przepływów handlowych. Osłabienie euro doprowadziło bowiem do poprawy konkurencyjności niemieckich eksporterów, a pośrednio może również zwiększyć popyt na polskie towary wykorzystywane przez niemieckich eksporterów w procesie produkcji.

Wykres 9. Eksport oraz import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 10. Rachunek bieżący- dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Dzięki poprawie bilansu handlowego, deficyt w rachunku obrotów bieżących w kwietniu spadł do 424 mln euro. Choć ożywienie popytu krajowego i w szczególności odbudowa zapasów powinny doprowadzić do jego pogorszenia w najbliższych miesiącach, naszym zdaniem będzie to proces stopniowy. W całym roku spodziewamy się deficytu w rachunku bieżącym na poziomie około 2,5-3,0% PKB. Dlatego naszym zdaniem z punktu widzenia rynku walutowego trendy w bilansie płatniczym nie wydają się poważnym czynnikiem ryzyka i nie powinny być przyczyną zmian kursu złotego.

Polityka pieniężna i fiskalna

Stopy procentowe na razie bez zmian

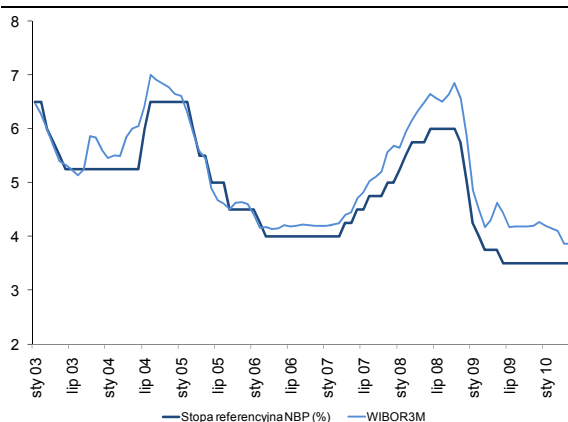
- Na czerwcowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 3,50% i zrezygnowała z dotychczasowej praktyki sygnalizowania bilansu ryzyk inflacyjnych.
- Nowa projekcja NBP pokazała nieco wyższą ścieżkę inflacyjną oraz wyraźnie wyższy wzrost gospodarczy w 2011 roku. Naszym zdaniem właśnie prognoza PKB na przyszły rok wydaje się zbyt optymistyczna i niespójna z oznakami głębokiego pogorszenia perspektyw wzrostu w niektórych gospodarkach strefy euro.
- W czerwcu rząd polski, po uzyskaniu zgody prezesa NBP, zwrócił się do Międzynarodowego Funduszu Walutowego o ponowne przyznanie elastycznej linii kredytowej.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Stopy wciąż bez zmian

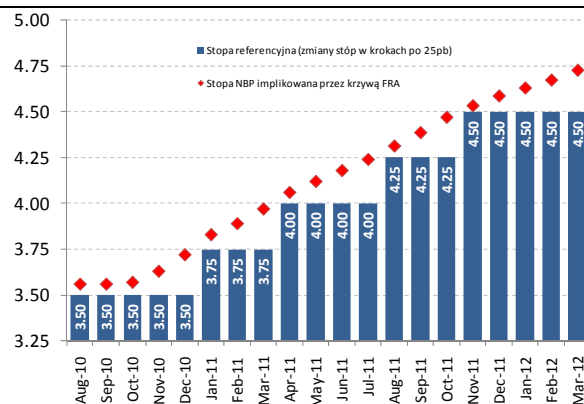
Pomimo lepszych od oczekiwań danych makroekonomicznych oraz nieco gorszych perspektyw inflacyjnych Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w czerwcu stopę referencyjną na dotychczasowym poziomie 3,50%. Ponieważ było to pierwsze posiedzenie decyzyjne pod przewodnictwem nowego prezesa NBP Marka Belki, uwaga inwestorów skierowana była na oficjalny komunikat władz monetarnych. Zmiana na stanowisku prezesa NBP prawdopodobnie przyczyniła się do pewnej modyfikacji formy oraz treści oficjalnego komunikatu władz monetarnych. Po raz pierwszy usunięto z niego zdanie dotyczące oceny bilansu zagrożeń inflacyjnych. W naszej ocenie jest to o tyle istotne, że powyższe zdanie było dotychczas traktowane przez rynki finansowe oraz samych członków RPP jako indyktor dotyczący „nastawienia” władz monetarnych. Tym samym, na czerwcowym posiedzeniu RPP ani nie zaostriżyła ani nie złagodziła nastawienia, lecz po prostu zrezygnowała z jego stosowania.

Wykres 11. Stopa referencyjna NBP oraz stawka WIBOR3M



Źródło: Reuters, Narodowy Bank Polski.

Wykres 12. Ścieżka stóp procentowych zdyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP.

Przypuszczamy, że jednym z powodów usunięcia z komunikatu zdania o bilansie ryzyk była chęć uniknięcia sprzecznych sygnałów. O ile bowiem nowa projekcja pokazała wyraźnie

szybszy wzrost gospodarczy oraz inflację powyżej celu, o tyle komentarze prezesa NBP podczas konferencji RPP sugerują, że w ocenie części członków RPP ryzyko wzrostu inflacji jest zapewne mniejsze niż sugerowała projekcja. Przypuszczamy, że RPP uznała, iż lepiej wstrzymać się od publikacji (nieformalnego) nastawienia w polityce monetarnej niż wprowadzać odbiorców tego komunikatu w błąd.

Zaskakująca projekcja inflacyjna

Sama projekcja inflacyjna sugeruje, że średnioroczny wskaźnik CPI w 2010 i 2011 roku wyniesie odpowiednio około 2,6% oraz 2,7%. Tym samym ścieżka inflacyjna okazała się o 0,8 oraz 0,3 punktu procentowego wyższa od wcześniejszej projekcji. Zdecydowanie większym zaskoczeniem jest wyraźna rewizja „prognoz” PKB do około 4,6% w 2011 roku, wobec 2,9% przed korektą. Naszym zdaniem powyższa projekcja charakteryzuje się wyjątkowo dużym (żeby nie powiedzieć „nieprawdopodobnym”) optymizmem. Szczególnie w obliczu spowolnienia w niektórych krajach strefy euro i ponownego nasilenia się problemów systemu bankowego w Europie Zachodniej tak znaczna rewizja oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego wydaje się nam zbyt daleko idąca. Zresztą ton wypowiedzi prezesa Belki podczas czerwcowej konferencji prasowej sugeruje również, że nasz sceptycyzm zapewne podzielają niektórzy członkowie RPP.

Pierwsze podwyżki najwcześniej pod koniec 2010

Niepewne perspektywy wzrostu w strefie euro nie sprzyjają szybkim podwyżkom stóp w Polsce. Dlatego naszym zdaniem na decyzję o pierwszej podwyżce stóp będzie trzeba poczekać do listopada lub grudnia bieżącego roku. Naszym zdaniem dopiero pod koniec roku władze monetarne będą miały bardziej wiarygodne sygnały potwierdzające trwałość ożywienia w kraju oraz utrzymanie umiarkowanego wzrostu w strefie euro. Wówczas za podwyżkami stóp procentowych powinien przemawiać również wzrost inflacji, która na przełomie 2010 i 2011 roku powinna osiągnąć lub nawet przekroczyć poziom celu inflacyjnego. Naszym zdaniem cykl zacieśnienia monetarnego będzie kontynuowany równie w kolejnych miesiącach, a stopy procentowe pod koniec 2011 roku najprawdopodobniej wzrosną do 4,75% (tj. o 125 pb w stosunku do obecnego poziomu).

Linia kredytowa z MFW

Powołanie Marka Belki na stanowisko prezesa NBP wyraźnie przyspieszyło zakończenie sporu między Ministerstwem Finansów oraz bankiem centralnym w kwestii ubiegania się o elastyczną linię kredytową (FCL). Złożony przez Polskę wniosek o ponowne przyznanie FCL opiewa na około 20,1 mld USD. Sama linia kredytowa jest traktowana przez rząd jako rodzaj zabezpieczenia na wypadek sytuacji kryzysowych i na razie MF nie planuje jej wykorzystania. Choć w momencie publikacji niniejszego raportu decyzja MFW nie była jeszcze znana, bazując na dotychczasowych wypowiedziach przedstawicieli Funduszu przypuszczamy, że aplikacja Polski zostanie pozytywnie rozpatrzona.

Z ubieganiem się o FCL związany jest koszt około 50 mln dolarów, jednak kwota ta wydaje się niska w porównaniu z poziomem Polskiego zadłużenia zagranicznego. Według naszych szacunków wydatek ten w pełni się zwróci, jeżeli dzięki FCL koszt obsługi całego długu obniży się o około 2-3 pb (lub 9 pb, jeżeli założyć, iż obniżeniu może ulec tylko koszt obsługi długu krótkoterminowego). Podtrzymujemy naszą opinię, że dostęp Polski do FCL jest neutralną informacją dla złotego oraz polskich aktywów. Niemniej w przypadku nasilenia się awersji do ryzyka sytuacji kryzysowych, znaczenie linii kredytowej z MFW zapewne wzrosłoby, a jej wpływ na notowania złotego byłby zapewne pozytywny.

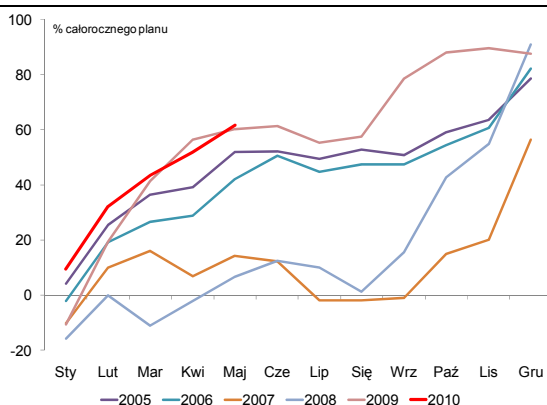
Oczekując na reformę fiskalną

- Deficyt budżetowy po maju wyniósł 32,1 mld zł, a więc 61,6% planu. Oczekujemy, że całoroczny deficyt sięgnie ostatecznie około 42 mld zł i będzie o około 10 mld zł niższy niż pierwotnie planowano.
- Ministerstwo Finansów zaproponowało wprowadzenie reguły fiskalnej, która może obniżyć deficyt o 0,2% PKB w 2011 roku. Do wyraźnej poprawy sytuacji fiskalnej potrzeba będzie jednak bardziej zdecydowanych działań, w tym podwyżek podatków lub redukcji wydatków.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

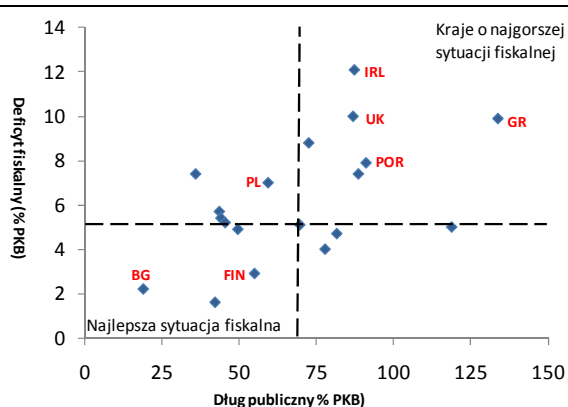
Po pięciu miesiącach roku deficyt budżetowy sięgnął 32,1 mld zł i stanowił 61,6% całorocznego planu. Choć wynik ten okazał się niższy niż 69,7% założone w harmonogramie Ministerstwa Finansów, jednak stopień realizacji był wyraźnie wyższy niż w latach poprzedzających obecne spowolnienie gospodarcze (Wykres 13). Głównym powodem była wyjątkowo słaba aktywność gospodarcza w pierwszych dwóch miesiącach roku, która przejściowo obniżyła dynamikę dochodów budżetowych. Ponieważ najbliższe miesiące powinny być już lepsze pod względem wzrostu popytu krajowego, oczekujemy również, że tempo realizacji deficytu budżetowego wyraźnie wyhamuje w porównaniu z tendencjami obserwowanymi na początku roku. Prognozujemy, że całoroczny deficyt sięgnie ostatecznie około 42 mld zł, a więc będzie o około 10 mld zł niższy niż pierwotnie planowano.

Wykres 13. Stopień realizacji deficytu budżetu państwa (% planu)



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 14. Kondycja fiskalna krajów UE



Źródło: Szacunki własne na podstawie danych Komisji Europejskiej.

Nowa reguła fiskalna

W czerwcu Ministerstwo Finansów upubliczniło projekt zmian prawnych, które zakładają wprowadzenie „kotwicy wydatkowej”. Nowa reguła fiskalna ma ograniczyć wzrost wydatków elastycznych do zaledwie 1% ponad inflację i tym samym powinna stanowić uzupełnienie dla już istniejących progów ostrożnościowych dotyczących wysokości długu publicznego. Zaproponowana zmiana może okazać się szczególnie istotna w okresie boomu gospodarczego, gdyż utrudni dotychczasową praktykę polegającą na nadmiernym zwiększaniu wydatków podczas dobrej koniunktury. Niemniej naszym zdaniem nie należy się łudzić, że nowa reguła będzie w stanie rozwiązać wszystkie problemy fiskalne Polski. Ponieważ będzie ona miała zastosowanie wyłącznie do wydatków elastycznych (26% ogółu

wydatków), „oszczędności” z nią związane wyniosą zaledwie 0,2% PKB w 2011 oraz dodatkowe 0,3% w 2012.

Jeżeli chodzi o pozostałe rozwiązania, rząd chce również wprowadzenia zmian w procesie legislacyjnym, tak aby autorzy nowych projektów ustaw określali limity wydatków na kolejne 10 lat od jej wprowadzenia. Oznaczałoby to konieczność bardziej szczegółowej analizy konsekwencji zmian w prawie oraz zmuszałoby jej autorów do rozważenia również długoterminowych konsekwencji budżetowych.

Choć powyższe zmiany są jak najbardziej wskazane, naszym zdaniem do rzeczywistego poważnego zacieśnienia fiskalnego potrzeba bardziej zdecydowanych działań. Ożywienie gospodarcze pozwoli zapewne ograniczyć deficyt do około 6-6,5% PKB w 2011 roku, jednak większa redukcja będzie wymagała próby podwyżek podatków (np. podatków pośrednich) lub redukcji wydatków. Trwająca kampania wyborcza częściowo tłumaczy dotychczasową powściągliwość MF w ogłaszaniu planu zacieśnienia fiskalnego. Niemniej jeżeli do końca lipca rząd nie zaprezentuje choćby zarysu działań mających na celu redukcję deficytu, dotychczasowa wiara rynków finansowych w odpowiedzialną politykę w Polsce może ulec zachwianiu. Naszym zdaniem najgorszym możliwym rozwiązaniem byłby scenariusz, w którym zbliżające się przyszłoroczne wybory (tym razem parlamentarne) stałyby się podstawą do ponownego opóźnienia dostosowania w polityce fiskalnej.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

- **Pogorszenie globalnych nastrojów i związana z tym ucieczka od ryzykownych aktywów doprowadziły w czerwcu do ponownego osłabienia złotego wobec głównych walut.**
- **Choć czynniki fundamentalne uzasadniają w dłuższym terminie umocnienie złotego, naszym zdaniem w krótkiej perspektywie polska waluta pozostanie pod wpływem negatywnych wydarzeń ze strefy euro.**
- **Oczekujemy, że do końca roku złoty może umocnić się do około 3,94 wobec euro.**

Czerwiec przyniósł dalsze osłabienie złotego oraz innych walut regionu na fali rosnącej awersji do ryzyka. W ciągu miesiąca kurs EUR/PLN wzrósł o 1,7% do poziomu 4,15, a kurs USD/PLN wzrósł o 2,5% do poziomu 3,95.

Powstający w bólach pakiet pomocowy dla krajów strefy euro nie wystarczył aby uspokoić nastroje rynkowe. Kurs złotego w minionym miesiącu podlegał znacznym wahaniom ocierając się zarówno o poziom 4,00 jak i 4,20 i podążając za zmieniającymi się nastrojami na rynkach światowych. Waluty Europy Środkowej traciły między innymi ze względu na swoje silne powiązanie z dotkniętą przez kryzys strefą euro. Dodatkowo nałożyły się na to rosnące obawy inwestorów o przyszłość rumuńskiej gospodarki po decyzji rumuńskiego sądu, który uznał planowane redukcje emerytur za niezgodne z konstytucją.

Wolniejszy trend aprecjacyjny

Kolejne odsłony kryzysu w strefie euro oraz niepokojące informacje płynące z niektórych krajów Środkowej Europy skłoniły nas w czerwcu do rewizji prognoz kursów walutowych. Nasza ścieżka EUR/PLN jest obecnie wyższa o około 12 groszy od poprzednich prognoz i zakłada, że złoty do końca roku umocni się do około 3,94 EUR/PLN (poprzednio – do około 3,82). Podobnie jak w poprzednich miesiącach uważamy, że złoty jest wciąż wyraźnie słabszy od kursu, który zapewne opłacalność polskiego eksportu, o czym świadczy między innymi dynamiczny (dwucyfrowy) wzrost produkcji przemysłowej oraz eksportu. Między innymi dlatego oczekujemy, że w perspektywie najbliższych kwartałów polska waluta ma szanse umacniać się. Spodziewamy się jednak, że zmienność na rynkach finansowych będzie utrzymywać się na bardzo wysokim poziomie i nie wykluczamy, że w najbliższych tygodniach EUR/PLN może próbować testować poziom 4,20.

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

	30/06/2010	III kw. '10	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11
USD/PLN	3,3946	3,35	3,20	3,09	2,98
EUR/PLN	4,1458	3,99	3,94	3,89	3,84
GBP/PLN	5,0947	4,59	4,53	4,42	4,36
CHF/PLN	3,1345	2,96	2,90	2,84	2,78

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Rynek długu

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

- Czerwiec przyniósł wyraźny wzrost rentowności obligacji skarbowych, szczególnie na krótkim końcu krzywej dochodowości.
- Choć słaby złoty zwiększa atrakcyjność polskich papierów dla zagranicznych inwestorów, w dłuższym horyzoncie spodziewamy się dalszego spadku cen obligacji.

Mimo, że kierunek polityki monetarnej w Polsce nie uległ większym zmianom, rynkowe stopy procentowe w czerwcu wyraźnie wzrosły. Rentowności obligacji dwuletnich wzrosły o 14 pb do poziomu 4,82%, a rentowności obligacji dziesięcioletnich o 8 pb do poziomu 5,90%. Spread polskich obligacji skarbowych (PLN) do bundów rozszerzył się do 340 punktów bazowych, a więc najwyższego poziomu od marca 2009 roku.

Jastrzębie komentarze RPP i awersja do ryzyka ciąży na rynku

Wzrost rentowności w czerwcu był pochodną kilku jastrzębich komentarzy członków Rady Polityki Pieniężnej, w tym prof. Glapińskiego, który opowiedział się za jedną dużą podwyżką stóp procentowych (o 50 pb) pod koniec roku. Mimo, że podobne opinie były wyrażane już wcześniej przez niektórych członków Rady i dlatego nie powinny być nadmiernym zaskoczeniem dla inwestorów, tym razem rynek zareagował zdecydowanie bardziej nerwowo. Stawki FRA 6x9 oraz 9x12 wzrosły odpowiednio o 22 oraz 25 pb. W rezultacie rynek FRA przejściowo dyskontował pierwszą podwyżkę stóp w Polsce już około listopada/grudnia, a więc o około trzy miesiące szybciej niż poprzednio oczekiwano.

Wzrost rentowności obligacji skarbowych częściowo odzwierciedla również pogorszenie nastrojów na rynkach globalnych i mniejsze zainteresowanie ryzykownymi aktywami. Spread CDS dla Polski, który odzwierciedla cenę „ubezpieczenia” od niewypłacalności polskiego rządu, rozszerzył się na koniec czerwca do poziomu 164 pb, wobec 137 pb miesiąc wcześniej. Sugeruje to, że w przypadku uspokojenia nastrojów na rynkach finansowych, zainteresowanie polskimi papierami może ponownie wzrosnąć. Przemawia za tym między innymi relatywnie słaby poziom kursu złotego, który zwiększa atrakcyjność polskich aktywów dla zagranicznych inwestorów, szczególnie tych o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki uważamy, że w najbliższych tygodniach trend wzrostowy rentowności najprawdopodobniej wyhamuje, a przejściowo może nawet zostać odwrócony. W dłuższym horyzoncie spodziewamy się jednak dalszego wzrostu rynkowych stóp procentowych pod wpływem rosnących oczekiwań na podwyżki stóp procentowych oraz braku postępu w zakresie ograniczania deficytu fiskalnego. Oczekujemy, że pod koniec roku rentowności obligacji dwuletnich sięgną 5,35%, a rentowności dziesięcioletnie osiągną 6%.

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

	30/06/2010	III kw. '10	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11
Stopa referencyjna	3,50%	3,50%	3,75%	4,00%	4,50%
Wibor 3M	3,87%	3,98%	4,20%	4,55%	4,82%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

	2009							2010					
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Sfera Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-4,5	-4,4	0,1	-1,3	-1,3	9,9	7,4	8,5	9,2	12,5	9,7	14,0	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	6,0	-2,6	-4,4	15,0	1,9	-3,2	-5,4	-5,4	3,1	19,1	-9,2	2,0	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-3,9	-3,9	0,9	-1,0	-1,1	11,4	8,3	10,1	10,8	13,9	11,1	15,0	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	0,5	10,7	11,0	5,7	2,7	9,9	3,2	-15,3	-24,7	-10,9	-6,3	2,3	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	2,1	5,7	5,2	2,5	2,1	6,3	7,2	2,5	0,1	8,7	-1,6	4,3	-
Stopa bezrobocia (%)	10,7	10,8	10,8	10,9	11,1	11,4	11,9	12,7	13,0	12,9	12,3	11,9	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1	-0,6	0,0	0,5	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3,5	3,6	3,7	3,4	3,1	3,3	3,5	3,5	2,9	2,6	2,4	2,2	-
Inflacja (% m/m)	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	0,6	0,2	0,3	0,4	0,3	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4,1	2,8	2,2	1,6	2,0	1,9	2,1	0,2	-2,4	-2,6	-0,4	1,5	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,8	-1,5	-0,4	-0,2	0,4	-0,4	-0,2	0,4	-0,1	-0,2	1,4	1,6	-
Plaće - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	2,0	3,9	3,0	3,3	2,0	2,3	6,5	0,5	2,9	4,8	3,2	4,8	-
Przepływy Zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-232	-776	-116	-250	-342	-1433	-959	-754	155	-559	-424	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2,8	-2,8	-2,6	-2,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9	-1,8	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-279	-445	-420	59	-185	-288	-645	-205	-233	-514	-368	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	8284	8398	7685	9428	9696	9218	7987	8264	9137	10531	9743	-	-
Eksport (% r/r)	-21,3	-22,8	-20,6	-17,0	-10,8	1,0	12,4	11,9	20,1	24,1	21,5	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	8563	8843	8105	9369	9881	9506	8632	8469	9370	11045	10111	-	-
Import (% r/r)	-30,6	-29,3	-27,0	-26,8	-20,9	-11,0	-3,3	7,6	22,1	27,0	23,0	-	-
Sfera Monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	14,4	11,9	9,0	9,6	11,9	8,0	8,1	6,3	5,1	5,5	6,1	7,7	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	24,7	22,5	20,6	19,9	19,3	17,5	15,3	13,0	11,4	9,5	8,9	9,3	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,2	3,0	2,7	3,3	3,5	7,0	10,4	6,3	7,8	10,4	13,3	15,0	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	35,7	32,1	27,9	26,3	20,4	18,5	12,0	8,6	5,5	5,7	8,4	9,6	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	15,0	11,8	7,6	6,8	3,1	-0,3	-3,3	-5,2	-7,0	-9,0	-7,3	-5,5	-
Rynki Finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
WIBOR 3M (średnio)	4,40	4,26	4,16	4,17	4,18	4,19	4,23	4,24	4,17	4,13	3,92	3,85	3,86
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,24	4,17	4,18	4,18	4,18	4,19	4,27	4,19	4,15	4,10	3,86	3,86	3,87
Bony 52 tyg. (średnio)	4,59	4,44	4,49	4,42	4,41	4,24	4,27	3,90	3,89	3,95	3,81	3,80	4,03
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5,44	5,06	5,10	5,12	5,00	5,13	5,19	4,99	4,92	4,53	4,64	4,68	4,82
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5,79	5,44	5,63	5,73	5,68	5,66	5,91	5,55	5,48	5,14	5,16	5,29	5,42
EUR/PLN (koniec okresu)	4,47	4,16	4,10	4,22	4,24	4,14	4,11	4,06	3,98	3,86	3,90	4,08	4,15
USD/PLN (koniec okresu)	3,17	2,88	2,87	2,89	2,86	2,75	2,85	2,91	2,93	2,87	2,93	3,31	3,39
EUR/USD (koniec okresu)	1,40	1,42	1,43	1,46	1,47	1,50	1,43	1,39	1,36	1,34	1,33	1,23	1,22
Wskaźniki Fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	16,4	16,6	15,0	15,6	21,5	24,0	24,4	4,8	16,7	22,7	27,0	32,1	
Def. budżetowy kum. (% planu)	90,2	91,6	82,7	57,5	79,0	88,4	89,8	9,3	32,1	43,5	51,8	61,6	

* 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	1275,4	1344	1422
Produkt Krajowy Brutto (% r/r)	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,8	3,1
Popyt krajowy (% r/r)	6,2	2,5	7,3	8,7	5,6	-1,0	3,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,7	2,1	5,0	4,9	5,7	2,3	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	6,4	6,5	14,9	17,6	9,6	-0,8	-1,0
Produkcja przemysłowa (% r/r)	12,6	3,7	11,2	11,2	3,5	-3,6	6,9
Stopa bezrobocia (%)	19,1	17,6	14,9	11,4	9,5	11,9	13,0
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	2,4
Inflacja średnioroczna (%)	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,4
Wskaźnik PPI (% r/r, koniec okresu)	5,2	0,2	2,6	2,5	2,6	2,1	2,2
Przepływy Zagraniczne							
Saldo obrotów bieżących (mld EUR)	-8,4	-4,1	-8,8	-11,5	-18,3	-5,0	-10,3
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4,4	-1,7	-3,2	-4,7	-5,0	-1,7	-2,9
Saldo obrotów towarowych (mld EUR)	-4,6	-2,2	-5,5	-11,3	-17,7	-3,2	-7,1
Eksport f.o.b. (mld EUR)	65,8	77,6	93,4	105,3	121,1	100,1	109,6
Eksport (% r/r)	22,4	17,9	20,3	12,8	14,3	-17,3	9,5
Import f.o.b. (mld EUR)	70,4	79,8	98,9	116,4	138,8	103,3	116,8
Import (% r/r)	19,5	13,4	23,9	17,9	17,4	-25,6	13,0
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	51,9
Dług publiczny (% PKB), ESA 95	45,7	47,1	47,7	45,0	47,2	51,0	53,4
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	4,01
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	3,95
USD/PLN (koniec okresu)	3,74	2,99	3,26	2,44	2,96	2,85	3,23

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

	2009	2010P	2011 P	2012 P	2013 P	2014P
PKB (%)	1,8	3,1	3,6	5,0	4,5	3,9
Inflacja (% średnia)	3,5	2,4	2,7	2,6	2,8	2,5
Saldo Obrotów Bieżących (% PKB)	-1,7	-2,9	-3,9	-4,3	-4,4	-3,9
Stopa Referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	3,75	4,75	5,00	5,00	5,00
EUR/PLN (koniec okresu)	4,11	3,94	3,72	3,50	3,50	3,50
USD/PLN (koniec okresu)	2,85	3,20	2,84	2,67	2,67	2,67
EUR/PLN (średnia)	4,33	4,00	3,84	3,57	3,50	3,50
USD/PLN (średnia)	3,12	3,15	3,00	2,75	2,67	2,67

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

Kalendarz Publikacji Danych

Data publikacji	Godzina publikacji	Źródło	Wskaźnik lub wydarzenie	Okres	Ostatnie dane
Lipiec					
06.07.	-	NBP	Posiedzenie RPP	Lipiec	Bez zmian
13.07.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Maj	-424 mln EUR
13.07.	14:00	GUS	Inflacja	Czerwiec	2,2% r/r
14.07.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Czerwiec	7,7% r/r
15.07.	14:00	NBP	Publikacja opisu dyskusji („minutes”) z posiedzenia RPP	-	-
Ok. 15.07.	-	MF	Wynik budżetu	Czerwiec	Deficyt 32,1 mld zł
16.07.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sek. przedsiębiorstw)	Czerwiec	4,8% r/r
16.07.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sek. przedsiębiorstw)	Czerwiec	0,5% r/r
19.07.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Czerwiec	1,5% r/r
19.07.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Czerwiec	14,0% r/r
20.07.	14:00	NBP	Inflacja bazowa	Czerwiec	1,6% r/r
23.07.	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Czerwiec	11,9%
23.07.	10:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Czerwiec	4,3% r/r

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

Citi Handlowy
Senatorska 16
00-923 Warszawa
Poland
Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:
piotr.kalisz@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek 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.
