

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

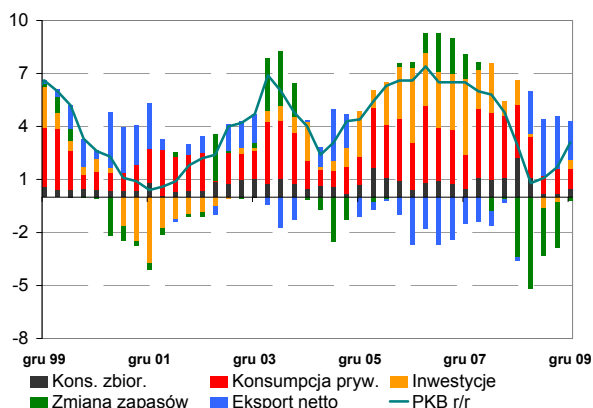
W skrócie

- Początek roku najprawdopodobniej przyniesie wzrost gospodarczy w okolicach 3%, między innymi dzięki korzystnym trendom w handlu zagranicznym oraz odbudowie zapasów. Niemniej popyt konsumpcyjny utrzyma się na niskim poziomie, a inwestycje przejściowo ucierpią ze względu na niekorzystne warunki pogodowe.
- Pomimo ożywienia gospodarczego presja na wzrost cen słabnie. Oczekujemy, że już w najbliższych miesiącach inflacja obniży się i w połowie roku osiągnie 1,5%. Choć wskaźnik CPI zacznie rosnąć w drugiej połowie roku, będzie to zapewne bardzo powolny proces.
- Po bardzo silnym wzroście w grudniu, styczniowa dynamika płac osłabła, potwierdzając tym samym, że proces ożywienia na rynku pracy jeszcze się nie rozpoczął.
- Na lutym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie (3,5%) i podtrzymała neutralne nastawienie w polityce monetarnej. Jednocześnie część członków RPP zaczęła sygnalizować, że wkrótce bank centralny powinien rozważyć zacieśnienie polityki pieniężnej. Naszym zdaniem do pierwszych podwyżek stóp procentowych może dojść pod koniec 2010 roku, jednak już w najbliższych miesiącach Rada może zdecydować się na zmianę nastawienia.
- W lutym rząd przedstawił program konwergencji, który zakłada ograniczenie deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB do 2012 roku. Jesteśmy w tym przypadku bardziej sceptyczni i spodziewamy się, że kryterium fiskalne z Maastricht zostanie wypełnione dopiero około 2014 roku.
- Choć rząd chciałby wprowadzić Polskę do strefy euro już w 2015 roku, naszym zdaniem Polska ma szansę na przyjęcie wspólnej waluty dopiero w 2016-2017 roku.

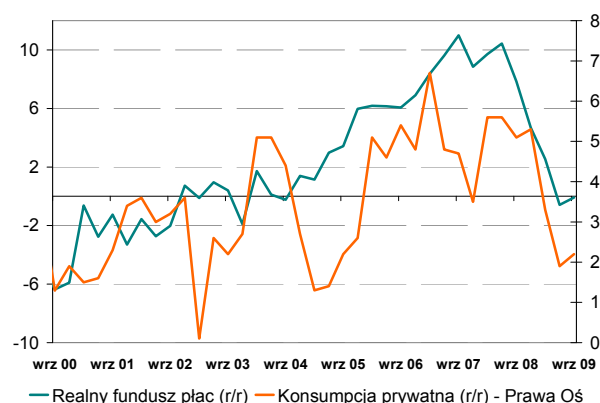
Prognozy krótkookresowe

Najbliższa publikacja	Wskaźnik	03-2010	04-2010	05-2010	06-2010
31.03.	Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,50
	EUR/PLN (koniec okresu)	3,94	3,92	3,90	3,88
	USD/PLN (koniec okresu)	2,88	2,86	2,85	2,83

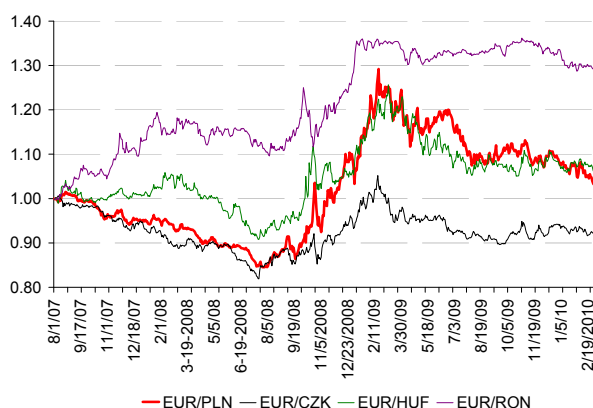
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy


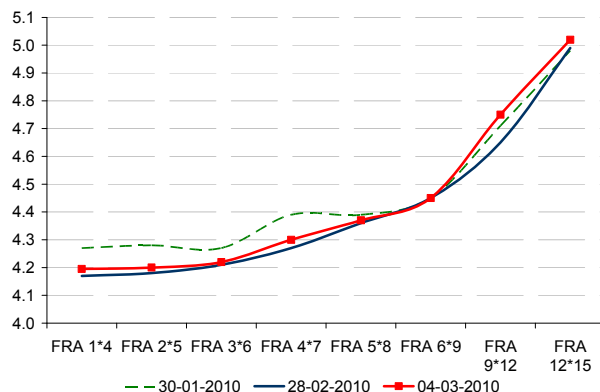
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

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 (Sty'10)	Stopy procentowe (Sty'10)	Saldo finansów publicznych (% PKB) (2010)*	Dług publiczny (% PKB) (2010)*
Czechy	0.51	4.84	-5.5	40.6
Węgry	4.34	9.03	-4.2	79.8
Polska	4.04	6.18	-7.5	57.0
Rumunia	5.45	9.68	-6.8	27.4
Kryterium konwergencji	1.70	5.69	-3.0	60.0

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

Ożywienie trwa

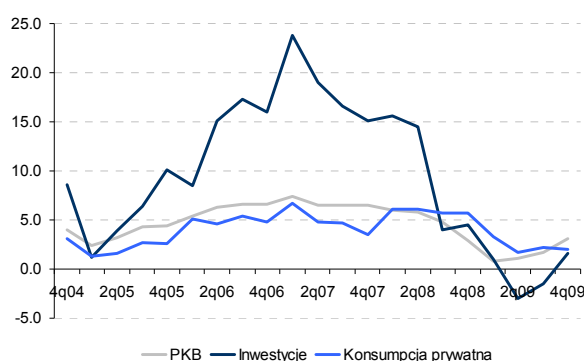
- Początek roku najprawdopodobniej przyniesie wzrost gospodarczy w okolicach 3%, między innymi dzięki korzystnym trendom w handlu zagranicznym oraz odbudowie zapasów. Niemniej popyt konsumpcyjny utrzyma się na niskim poziomie, a inwestycje przejściowo ucierpią ze względu na niekorzystne warunki pogodowe.
- Pomimo ożywienia gospodarczego presja na wzrost cen słabnie. Oczekujemy, że już w najbliższych miesiącach inflacja obniży się i w połowie roku osiągnie 1,5%. Choć wskaźnik CPI zacznie rosnąć w drugiej połowie roku, będzie to zapewne bardzo powolny proces.
- Po bardzo silnym wzroście w grudniu, styczniowa dynamika płac osłabła, potwierdzając tym samym, że proces ożywienia na rynku pracy jeszcze się nie rozpoczął.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Wzrost przekroczył 3%

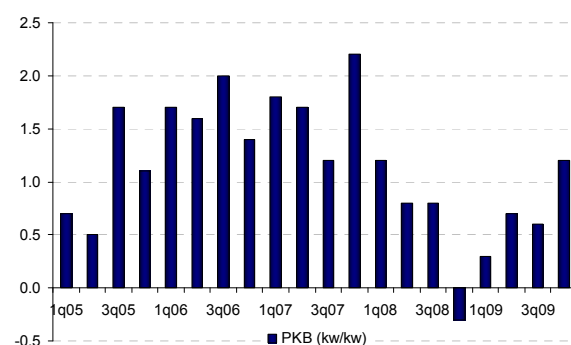
Najnowsze dane o PKB potwierdzają, że polska gospodarka zakończyła 2009 rok w relatywnie dobrej kondycji. Wzrost gospodarczy w ostatnim kwartale minionego roku wyniósł 3,1% r/r i był wyraźnie wyższy niż 1,7% w III kwartale. W ujęciu kwartał-do-kwartalu polska gospodarka wzrosła o 1,2%, co było najlepszym wynikiem od niemal dwóch lat. Naszym zdaniem powyższe dane nie stanowią zbyt dużej niespodzianki, gdyż podobne tempo wzrostu było sygnalizowane już wcześniej przez wstępne dane dotyczące PKB w całym 2009 roku, jednak stanowią potwierdzenie, że polska gospodarka szybko wyszła ze spowolnienia odnotowanego w I połowie roku.

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



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Kwartałne tempo wzrostu PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

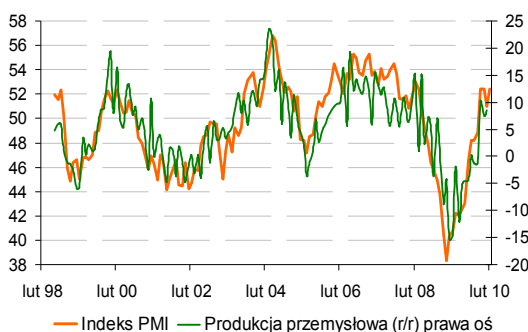
Struktura wzrostu gospodarczego nie uległa większym zmianom w ostatnich kwartałach. Choć odnotowano poprawę popytu krajowego, jego kontrybucja do wzrostu gospodarczego wyniosła zaledwie 0,9 punktu procentowego. Jednocześnie eksport netto odpowiadał za aż 2,2 punktu proc. (tj. 70%) wzrostu PKB w IV kwartale. Powyższa struktura PKB wskazuje, iż trwającemu przyspieszeniu dynamiki wzrostu nie towarzyszy nadmierna presja popytowa. Potwierdzają to również dane o spożyciu, a więc komponencie PKB, który może

bezpośrednio przyczyniać się do presji na wzrost cen. Otóż ostatni kwartał 2009 roku przyniósł zaledwie 2% wzrost konsumpcji indywidualnej i oczekujemy, że do dalszego wyhamowania konsumpcji dojdzie w 2010 roku. Sprzyjać temu będzie pogorszenie się sytuacji dochodowej gospodarstw domowych oraz wciąż ograniczony dostęp do finansowania bankowego. Dlatego pomimo relatywnie silnego wzrostu PKB nie dostrzegamy nadmiernych zagrożeń dla stabilności cen.

Pogoda zaważy na dynamice inwestycji

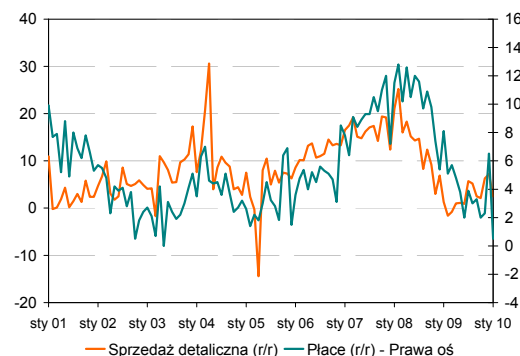
Bardzo niska baza odniesienia powinna na początku 2010 roku sprzyjać utrzymaniu dynamiki PKB na wysokim poziomie. Niemniej efekt ten może być częściowo kompensowany przez niekorzystne warunki pogodowe, które przyczyniły się do spadku produkcji budowlanej o 15,3% r/r w styczniu. Najprawdopodobniej przełożyły się one na wstrzymanie znacznej części projektów infrastrukturalnych, a tym samym powinny doprowadzić do obniżenia dynamiki inwestycji. Większym optymizmem napawają inne wskaźniki miesięczne, w tym przede wszystkim dane o produkcji przemysłowej, która wzrosła w styczniu o 8,5% r/r i najprawdopodobniej utrzyma się w trendzie wzrostowym również w lutym i marcu. Wynik ten okazał się wyraźnie wyższy od konsensusu rynkowego (6,5% r/r) i potwierdził, że sektor przemysłowy radzi sobie relatywnie dobrze pomimo umacniającego się złotego w ostatnich miesiącach.

Wykres 7. Produkcja przemysłowa oraz wskaźnik PMI



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna i płace nominalne



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Oczekujemy, że w I kwartale wzrost gospodarczy utrzyma się w pobliżu 3%, a w II kwartale – gdy zniknie niekorzystny wpływ czynników pogodowych – może przekroczyć 3,5%. Niemniej wciąż prognozujemy, że druga połowa roku przyniesie stopniowe wyhamowanie polskiej gospodarki do około 2,5-3%. Biorąc bowiem pod uwagę wciąż trudną sytuację na rynku pracy oraz ograniczony dostęp do kredytów konsumpcyjnych, oczekujemy dalszego wyhamowania dynamiki spożycia indywidualnego. Ponadto, naszym zdaniem umocnienie złotego będzie stopniowo doprowadzać do zmniejszenia kontrybucji eksportu netto, a przez to handel zagraniczny przestanie być głównym motorem wzrostu gospodarczego. Biorąc to pod uwagę, szacujemy, że wzrost w całym bieżącym roku wyniesie około 2,9% r/r.

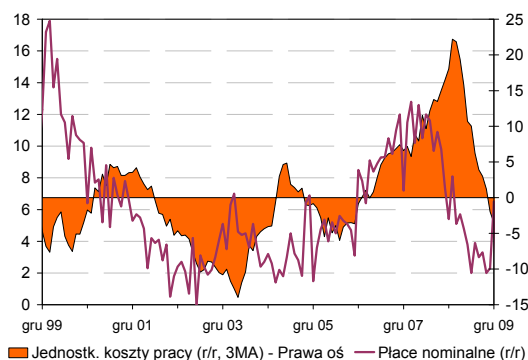
Płace rosną wolniej

Po bardzo dobrym grudniu, styczeń przyniósł wyraźne osłabienie dynamiki płac. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w styczniu o zaledwie 0,5% r/r, wobec 6,5% r/r miesiąc wcześniej. Tak znaczne wahania płac najprawdopodobniej były związane z efektem wysokiej bazy odniesienia, w związku ze zmianami w podatku PIT na początku 2009 roku. Biorąc pod uwagę, że wcześniejsze zmiany wynagrodzeń miały charakter

jednorazowy oczekujemy, że w najbliższych miesiącach dynamika płac może przeciętnie oscylować wokół 2-4%.

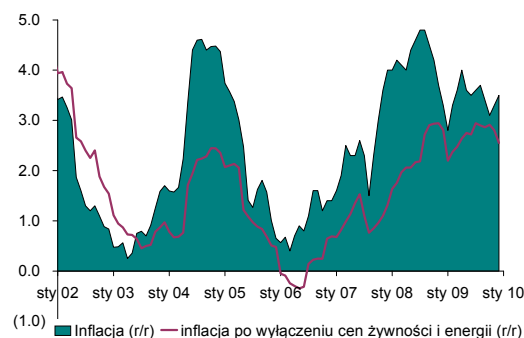
Relatywnie słabej dynamice płac towarzyszy dalszy spadek zatrudnienia. W styczniu zmniejszyło się ono o 1,4% r/r, jednak wynik ten okazał się znacznie lepszy od oczekiwań (-2,1% r/r). Naszym zdaniem wskaźniki te trudno jednoznacznie interpretować ze względu na zmianę metodologii GUS, która prawdopodobnie wpłynęła na poziom zatrudnienia rejestrowanego przez Urząd Statystyczny w styczniu. Powyższe dane potwierdzają jednak, że rynek pracy jeszcze nie wstąpił na ścieżkę ożywienia, choć zapewne powoli się zbliża moment jego stabilizacji. Wskazuje na to między innymi znacznie wolniejszy niż dotychczas przyrost liczby nowych bezrobotnych (3% r/r w styczniu).

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.

Głęboki spadek CPI w najbliższych miesiącach?

Styczniowa inflacja wzrosła do 3,6% r/r (z 3,5% r/r w grudniu), a tym samym ponownie odchyliła się poza górną granicę celu inflacyjnego. Pełne dane dotyczące zmian cen nie zostały jeszcze opublikowane ze względu na zmianę koszyka inflacyjnego, jednak wstępne informacje sugerują, że największy wzrost w ujęciu miesiąc do miesiąca odnotowano w sektorach związanych z mieszkaniem (1,1%), transportem (1,0%) oraz żywnością (0,7%).

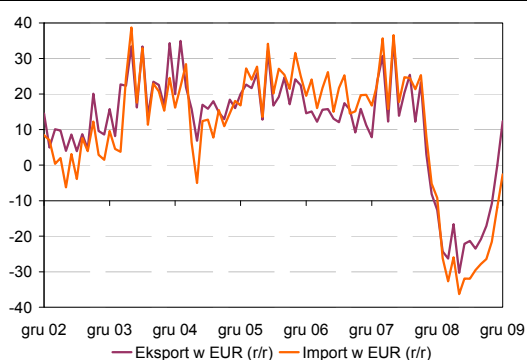
Styczniowe dane są tylko wstępnymi szacunkami GUS i mogą ulec rewizji w marcu podczas corocznej zmiany koszyka inflacyjnego. Pomimo iż nie znamy składu przyszłego koszyka warto zauważyć, że w poprzednich latach wraz z jego rewizją dochodziło do obniżania styczniowego wskaźnika inflacji, a ostatnio skala rewizji sięgała nawet 0,3 punktu procentowego. Naszym zdaniem sytuacja ta może się powtórzyć również tym razem, zwłaszcza, że spowolnienie gospodarcze w 2009 roku prawdopodobnie wpłynęło na istotne zmiany w strukturze wydatków gospodarstw domowych, a tym samym na skład koszyka inflacyjnego.

Podobnie jak w poprzednich miesiącach, nie dostrzegamy sygnałów świadczących o wzroście presji inflacyjnej. Rosnące bezrobocie oraz niska dynamika płac zapowiadają dalsze wyhamowanie inflacji w najbliższych miesiącach. Towarzyszyć temu powinien efekt wysokiej bezy oraz pozytywny wpływ umocnienia złotego z ostatnich miesięcy, dzięki czemu wskaźnik CPI może już wkrótce spaść poniżej 2%. Co prawda prognozujemy, że od drugiej połowy roku inflacja zacznie rosnąć, jednak najprawdopodobniej będzie to bardzo powolny proces. Naszym zdaniem również w 2011 roku wskaźnik CPI pozostanie w granicach celu inflacyjnego RPP.

Deficyt rachunku bieżącym w górę

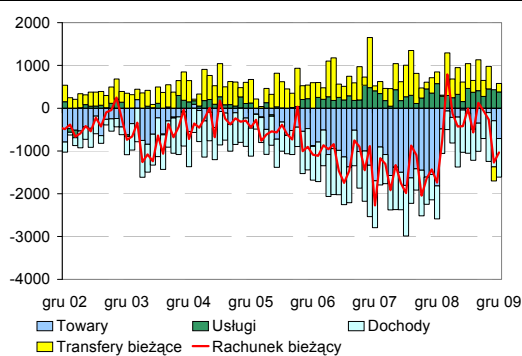
Deficyt w rachunku bieżącym w grudniu zmniejszył się do 1 mld euro, wobec 1,2 mld w listopadzie 2009. W całym minionym roku deficyt wyniósł około 1,6% PKB, co oznacza wyraźną poprawę w stosunku do 5% odnotowanych w 2008 r. Grudniowe dane okazały się nieco gorsze od naszych oczekiwań, przede wszystkim ze względu na mniejsze niż prognozowaliśmy saldo transferów bieżących. Niemniej jednocześnie odnotowano dalszą wyraźną poprawę dynamiki eksportu (do +12,3% r/r) oraz importu (-2,6% r/r), dzięki czemu deficyt w handlu towarami wyniósł 711 mln euro, wobec 1,8 mld euro w grudniu 2008. Wyraźne przyspieszenie w handlu zagranicznym było związane między innymi z bardzo niską bazą odniesienia, wynikającą z załamania przepływów handlowych pod koniec 2008 roku.

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



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Rachunek bieżący- dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Pozytywnym sygnałem jest poprawa struktury finansowania deficytu. Dwunastomiesięczny deficyt w rachunku bieżącym był bowiem w pełni sfinansowany przez inwestycje bezpośrednie, a relacja FDI do deficytu rachunku bieżącego wyniosła 122%, podczas gdy jeszcze w sierpniu minionego roku wynosiła ona zaledwie 77%. Jednocześnie zmniejszyło się znaczenie inwestycji portfelowych, które są najbardziej podatne na zmiany nastrojów rynkowych. Biorąc pod uwagę powyższe dane spodziewamy się, że deficyt w rachunku obrotów bieżących w całym roku wyniesie około 2,5% PKB w 2010 r.

Polityka pieniężna i fiskalna

RPP sygnalizuje zmianę nastawienia w polityce pieniężnej

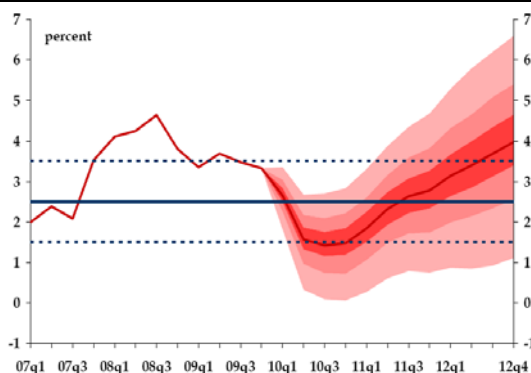
- Na lutowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie (3,5%) i podtrzymała neutralne nastawienie w polityce monetarnej.
- Jednocześnie część członków RPP zaczęła sygnalizować, że wkrótce bank centralny powinien rozważyć zacieśnienie polityki pieniężnej.
- Naszym zdaniem do pierwszych podwyżek może dojść pod koniec 2010 roku, jednak już w najbliższych miesiącach Rada może zdecydować się na zmianę nastawienia.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Stopy wciąż bez zmian

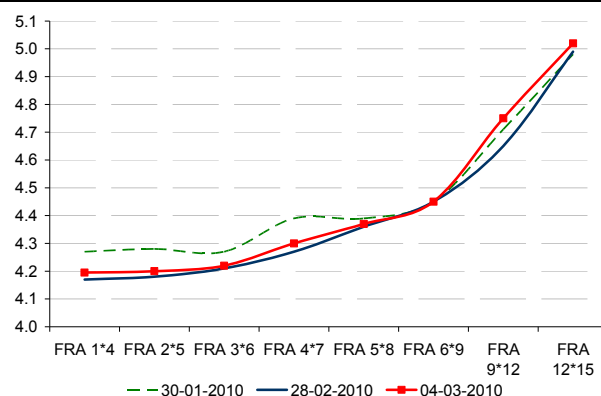
Pierwsze posiedzenie RPP w pełnym nowym składzie zakończyło się bez większych niespodzianek. Co prawda Rada podkreśliła, że najnowsze dane potwierdzają postępujące ożywienie koniunktury, ale jednocześnie utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie (3,5% dla stopy referencyjnej). Jednocześnie bank centralny opublikował swoją nową projekcję, która pokazała relatywnie niską ścieżkę inflacyjną, zgodnie z którą wskaźnik CPI może spaść do około 1,5% w połowie 2010 roku a następnie zacznie powoli rosnąć. Według projekcji inflacja mogłaby wzrosnąć powyżej górnej granicy celu inflacyjnego dopiero pod koniec 2012 roku.

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



Źródło: Narodowy Bank Polski.

Wykres 14. Krzywa FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP.

Kiedy pierwsze podwyżki?

Pomimo optymistycznej projekcji inflacyjnej część członków RPP zaczęła już w lutym sygnalizować możliwość podwyżek stóp procentowych. Co ciekawe, ostrzegawcze głosy płyną przede wszystkim ze strony członków Rady uznawanych za gołębi (w tym ze strony prezesa Skrzypka), podczas gdy jastrzębie są zdecydowanie bardziej ostrożni w swoich komentarzach. Naszym zdaniem zarówno obecna jak i przewidywana sytuacja gospodarcza bynajmniej nie uzasadnia zbyt szybkich podwyżek stóp i z tego punktu widzenia sygnały płynące z Rady uznajemy za nieuzasadnione. Szczególnie trudno nam uwierzyć w

możliwość podwyżek stóp w sytuacji szybko spadającej inflacji oraz wciąż trudnej sytuacji na rynku pracy.

Niemniej naszym zdaniem komentarze członków Rady wskazują, iż w najbliższych miesiącach Rada może zdecydować się na przejście od neutralnego do restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej. W ten sposób władze monetarne przygotowują sobie grunt na wypadek konieczności szybkich podwyżek w kolejnych miesiącach. Biorąc pod uwagę nasze prognozy dotyczące inflacji oraz wzrostu gospodarczego spodziewamy się, że do pierwszej podwyżki dojdzie nie wcześniej niż we wrześniu br., a do końca 2010 roku stopy procentowe nie przekroczą 4%.

(Zbyt) Optymistyczny program konwergencji?

- **W lutym Rząd przedstawił program konwergencji, który zakłada ograniczenie deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB do 2012 roku.**
- **Jesteśmy bardziej sceptyczni i spodziewamy się, że kryterium fiskalne z Maastricht zostanie wypełnione dopiero około 2014 roku.**
- **Choć rząd chciałby wprowadzić Polskę do strefy euro już w 2015 roku, naszym zdaniem Polska ma szanse na przyjęcie wspólnej waluty dopiero w 2016-2017 roku.**

W lutym rząd ostatecznie przedstawił programu konwergencji, który zawiera ścieżkę redukcji deficytu w kierunku poziomu 3% PKB. Dokładniejsza analiza dokumentu wskazuje, że założenia makroekonomiczne, a w szczególności prognozy PKB, są utrzymane w relatywnie optymistycznym tonie (przynajmniej w porównaniu z prognozami rynkowymi), choć jednocześnie wydają się wciąż osiągalne (Tabela 2). Większe kontrowersje budzą jednak prognozy dotyczące salda finansów publicznych.

Tabela 2. Prognozy rządowe z Programu Konwergencji (2009).

	2008	2009	2010	2011	2012
PKB r/r	5.0	1.7	3.0	4.5	4.2
Deficyt sektora rządowego i samorządowego (% PKB)	3.6	7.2	6.9	5.9	2.9
Deficyt strukturalny (% PKB)	4.4	7.1	6.6	5.8	2.9

Źródło: Ministerstwo Finansów.

W szczególności zaskakiwać może prognoza wyraźnego spadku deficytu fiskalnego do 2,9% PKB w 2012, co oznacza, że w tym jednym roku deficyt ma ulec zawężeniu o 3 punkty procentowe. Jest to tym bardziej zastanawiające, że wyraźna poprawa miałaby zostać odnotowana również w przypadku deficytu strukturalnego (spadek do 2,9% PKB z 5,8% w 2011 roku). Biorąc jednak pod uwagę brak jakichkolwiek konkretnych reform zaplanowanych na ten rok, tak duża poprawa wydaje się bardzo mało prawdopodobna. W naszej ocenie deficyt spadnie poniżej 3% PKB dopiero około 2014, a więc dwa lata po terminie wskazanym w programie konwergencji.

Najprawdopodobniej głównym powodem dla którego rząd zdecydował się na tak optymistyczną (a przez to mało realistyczną) prognozę deficytu w 2012 r. jest wymóg

Komisji Europejskiej, aby Polska zlikwidowała nadmierny deficyt właśnie do 2012 roku. Najwidoczniej Ministerstwo Finansów nie chciało publikować raportu, w którym nie dostosowałoby się do wymogów Komisji Europejskiej.

Choć prognoza dotycząca redukcji deficytu poniżej 3% PKB w 2012 roku może budzić poważne wątpliwości, naszym zdaniem nie będzie ona miała istotnego wpływu na decyzje inwestorów. Z punktu widzenia rynków finansowych zdecydowanie bardziej kluczowa wydaje się ocena wiarygodności planów fiskalnych na 2010 i 2011 rok (po co martwić się o 2012, skoro wciąż istnieje duża niepewność odnośnie 2010 roku?), a akurat prognozy w tym horyzoncie wydają się osiągalne. Naszym zdaniem istnieje nawet szansa na pewną niewielką pozytywną niespodziankę w przypadku deficytu finansów publicznych w 2010 i 2011 roku.

A co z euro?

Po doświadczeniach z poprzedniego roku obecnie rząd nie przedstawia żadnych oficjalnych dat wejścia do strefy euro. Niemniej przedstawiciele MF wielokrotnie sygnalizowali, że Polska powinna być w stanie przyjąć wspólną walutę w 2015 roku. Biorąc pod uwagę niezbyt sprzyjającą sytuację fiskalną, oczekujemy, że proces akcesyjny zostanie opóźniony przynajmniej o 1-2 lata. Spodziewamy się, że kryterium fiskalne zostanie wypełnione dopiero około 2014 roku, co umożliwiłoby wejście do strefy euro w 2013-2014 roku oraz zastąpienie złotego wspólną walutą około 2016-2017 roku.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

Michał Karewicz
+48 (22) 692 9421

- **Korzystna sytuacja polskiej gospodarki wpływa na większą stabilizację kursu waluty krajowej, która w ostatnich tygodniach pozostawała mniej wrażliwa czynniki zewnętrzne, między innymi zwiększone wahania kursu EUR/USD**
- **Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający stopniowe umocnienie złotego w kolejnych miesiącach i obniżanie się kursu EUR/PLN w kierunku 3,75 pod koniec roku**

W lutym polska waluta pozostała relatywnie odporna na zawirowania na rynkach finansowych wywołane przez niepewną sytuację fiskalną w Grecji. Problem zadłużenia Grecji, które według prognozy Komisji Europejskiej osiągnie prawie 125% PKB w 2010 roku wywołało obawy inwestorów o możliwości jego spłaty oddziałując negatywnie na euro. Przełożyło się to na dalsze osłabienie euro wobec dolara i spadek kursu EUR/USD w pobliże 1,36.

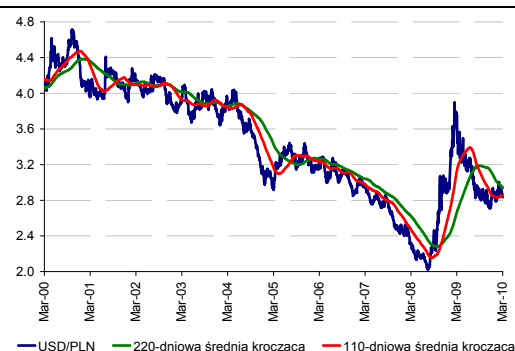
Pogorszenie się sentymentu globalnego wraz z obniżającym się EUR/USD przyczyniło się, co prawda do przejściowego osłabienia złotego, w wyniku, którego na początku lutego EUR/PLN wzrósł w okolice 4,10, jednak kolejne dni przyniosły wyraźne umocnienie polskiej waluty i powrót kursu poniżej 4 PLN. Złoty zyskał ostatecznie od początku lutego do 9 marca 2,5% w stosunku do euro. Polska waluta umocniła się również o 6,1% do funta brytyjskiego, który gwałtownie tracił na wartości na początku marca ze względu na panującą tam sytuację polityczną oraz informację o znaczącej transakcji przejęcia konkurencyjnej firmy w Azji przez jednego z największych brytyjskich ubezpieczycieli opiewającą na ponad 35 mld dolarów. Polska waluta osłabiła się z kolei o 0,4% do dolara, który w ostatnich tygodniach ponownie znalazł się w centrum zainteresowania inwestorów, ze względu na przekonanie, że amerykańska gospodarka szybciej wejdzie w fazę ożywienia niż strefa euro.

Wykres 15. EUR/PLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 16. USD/PLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Stopniowe umocnienie złotego w kolejnych miesiącach

Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający stopniowe umocnienie złotego w kolejnych miesiącach i obniżanie się kursu EUR/PLN w kierunku 3,75 pod koniec roku. Zarówno ostatnia seria publikacji danych makroekonomicznych jak i wskaźników koniunktury

potwierdziły solidne fundamenty polskiej gospodarki, która naszym zdaniem pozostała odporna w większym stopniu na skutki zawirowań na rynkach finansowych w porównaniu do pozostałych gospodarek krajów regionu. Korzystna sytuacja polskiej gospodarki wpływa na większą stabilizację kursu waluty krajowej, która w ostatnich tygodniach pozostawała mniej wrażliwa na negatywne czynniki zewnętrzne, między innymi zwiększone wahania kursu EUR/USD. Pomimo iż zakładamy stopniowe umocnienie złotego w średnim terminie nie wykluczamy przejściowych okresów osłabienia polskiej waluty, które będą wpływać między innymi na „oczyszczenie rynku”.

Prywatyzacja będzie sprzyjać złotemu

Ministerstwo Skarbu Państwa ogłosiło na koniec lutego, że pozyskało prawie 3,6 mld zł przychodów z prywatyzacji polskich przedsiębiorstw z planowanych 25 mld zł na ten rok. Z harmonogramu prywatyzacji zawartego w planie rozwoju i konsolidacji finansów publicznych wynika, że proces prywatyzacji wyraźnie przyspieszy w kolejnych kwartałach. Ministerstwo planuje pozyskanie w kolejnych kwartałach po ok. 7,0-7,5 mld zł. Według naszych szacunków w połowie roku prawdopodobnie dojdzie do prywatyzacji firm z sektora energetycznego, który naszym zdaniem będzie atrakcyjny między innymi dla inwestorów zagranicznych. Napływ środków zagranicznych związany z procesem prywatyzacyjnym prawdopodobnie będzie musiał zostać wymieniony bezpośrednio na rynku walutowym, co według nas wesprze popyt na polską walutę przyczyniając się do dalszego umocnienia złotego.

Dysparytet stóp procentowych pozytywny dla złotego

Pozytywny dla złotego dysparytet stóp procentowych wraz z stabilną sytuacją w bilansie płatniczym będą kolejnymi czynnikami przemawiającymi za kontynuacją aprecjacji złotego. Zgodnie z naszymi założeniami odnośnie poziomu stóp procentowych utrzymanie się różnicy pomiędzy rynkowymi stopami w Polsce, a strefie euro oraz USA w 2010 roku będzie sprzyjało ewentualnym inwestycjom w walutę krajową, ze względu na dodatnie carry przy utrzymywaniu pozycji w złotym wobec powyższych walut.

Grecja a sprawa polska

Według nas rozwianie obaw inwestorów związane z polityką fiskalną Grecji oraz pozostałych państw strefy euro borykających się z nadmiernym zadłużeniem wpłynęłoby pozytywnie na rynki finansowe przyczyniając do zmniejszenia awersji do ryzyka. Naszym zdaniem większy apetyt na ryzyko przełożyłby się na wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych walutami rynków wschodzących prowadząc do ich dalszego umocnienia. Jednak do czasu podjęcia oficjalnych decyzji odnośnie działań mających na celu zmniejszenie deficytów tych krajów w kolejnych latach naszym zdaniem na rynkach finansowych nadal będzie panowała zwiększona niepewność oddziałująca na większą zmienność kursów walutowych.

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

	09/03/2010	I kw. '10	II kw. '10	III kw. '10	IV kw. '10
USD/PLN	2,8577	2.88	2.83	2.86	2.86
EUR/PLN	3,8837	3.94	3.88	3.83	3.78
GBP/PLN	4,2744	4.48	4.36	4.30	4.30
CHF/PLN	2,6552	2.68	2.62	2.61	2.59

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

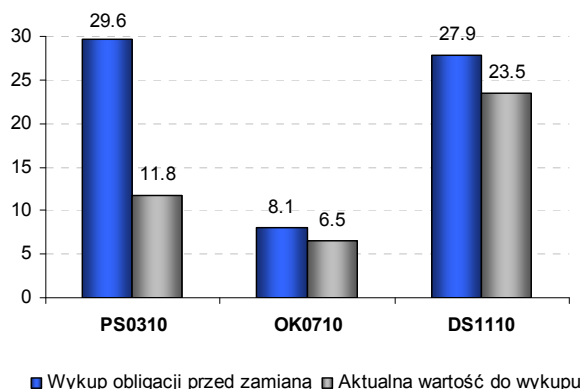
Rynek długu

Michał Karewicz
+48 (22) 692 9421

- Publikowane dane makroekonomiczne w lutym, które w większości były zgodne z rynkowymi oczekiwaniami praktycznie nie wpłynęły na zmianę nachylenia krzywej rentowności
- Oczekujemy nieznacznego wypłaszczenia się krzywej rentowności w kolejnych tygodniach oraz zmniejszenia się spreadu pomiędzy dziesięcioletnimi a dwuletnimi obligacjami nieco poniżej 100pb.

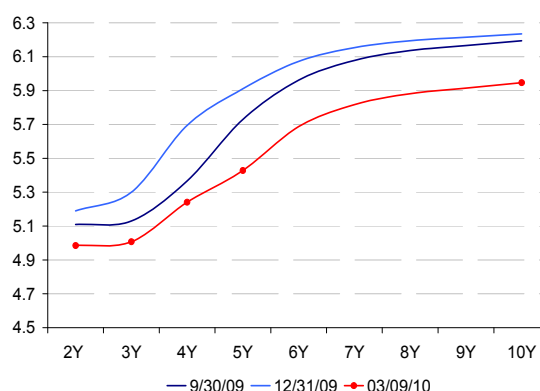
W lutym nie doszło do znaczących zmian na krajowym rynku długu. Publikowane dane makroekonomiczne, które w większości były zgodne z rynkowymi oczekiwaniami praktycznie nie wpłynęły na zmianę nachylenia krzywej rentowności. Z kolei poprawa globalnego sentymentu wraz z umacniającym się złotym sprzyjały obniżaniu się rentowności obligacji oraz nieznacznemu wypłaszczeniu się krzywej rentowności. Od początku lutego do 9 marca rentowności dwuletnich obligacji wzrosły o 8pb do 4,99% podczas gdy rentowności pięcioletnich obligacji obniżyły się o 10pb do 5,42 a dziesięcioletnich o 11pb do 5,95%. Nachylenie krzywej rentowności nadal jednak pozostało relatywnie strome, a spread pomiędzy dwuletnimi a dziesięcioletnimi obligacjami utrzymał się w pobliżu 100pb.

Wykres 17. Ograniczenie ryzyka refinansowania związanego z wykupem obligacji zapadających w 2010r. (mld PLN)



Źródło: Ministerstwo Skarbu Państwa, Citi Handlowy.

Wykres 18. Krzywa rentowności



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Ministerstwo Finansów w lutym zdecydowało się zorganizowanie przetargu dwuletnich obligacji OK0712 oraz dziesięcioletnich DS1019. Łączna podaż obligacji na aukcjach wyniosła 9,5 mld zł. Z kolei zgłoszony przez inwestorów popyt na obu przetargach wyraźnie przekraczał ofertę MF, co według nas potwierdza ciągle zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskimi obligacjami.

Naszym zdaniem z jednej strony wyraźny spadek poziomu inflacji w kolejnych miesiącach powinien oddziaływać na dalsze obniżanie się krzywej rentowności. Jednak z drugiej strony ostatnie wypowiedzi zarówno prezesa NBP jak i pozostałych członków RPP sugerujące prawdopodobną zmianę nastawienia Rady Polityki Pieniężnej w najbliższych miesiącach z neutralnego na restrykcyjne wpłyną na wzrost oczekiwań rynkowych odnośnie szybkich podwyżek stóp procentowych ograniczając tym samym spadek rentowności obligacji. Według nas ewentualna zmiana nastawienia RPP nie pociągnie za sobą szybkiego

zacieśniania polityki pieniężnej, a pierwsze podwyżki stóp procentowych będą miały miejsce dopiero w drugiej połowie roku. W naszym scenariuszu w 2010 roku zakładamy podwyżki stóp o 50pb do poziomu 4,00% podczas gdy oczekiwania rynkowe wynikające z krzywej FRA wskazują na 50-75pb do końca roku.

Czynnikiem, który powinien wspierać krajowy rynek długu w kolejnych tygodniach będzie prawdopodobna kontynuacja umocnienia złotego, dzięki któremu polskie obligacje będą bardziej atrakcyjne dla inwestorów zagranicznych. Dodatkowym argumentem przemawiającym na korzyść polskich obligacji jest prawdopodobne obniżenie deficytu budżetowego w 2010 roku o ok. 10-15 mld zł z zaplanowanych 52,2 mld zł na ten rok w ustawie budżetowej. Nasze szacunki są zgodne z wypowiedziami przedstawicieli Ministerstwa Finansów oraz Michała Boniego, szefa Doradców Strategicznych premiera (PAP, 08.03.10).

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

	09/03/2010	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	4,13%	4,13%	4,15%	4,33%	4,48%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

	2009										2010		
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Sfera Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-14.6	-1.9	-12.2	-5.2	-4.5	-4.4	0.1	-1.3	-1.3	9.9	7.4	8.5	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2.4	15.6	-6.9	-1.8	6.0	-2.6	-4.4	15.0	1.9	-3.2	-5.4	-5.4	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-14.7	-0.6	-12.4	-4.8	-3.9	-3.9	0.9	-1.0	-1.1	11.4	8.3	10.1	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	1.9	1.2	0.5	0.3	0.5	10.7	11.0	5.7	2.7	9.9	3.2	-15.3	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	0.6	1.8	2.9	2.4	2.1	5.7	5.2	2.5	2.1	6.3	7.2	2.5	-
Stopa bezrobocia (%)	10.9	11.2	11.0	10.8	10.7	10.8	10.8	10.9	11.1	11.4	11.9	12.7	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.2	-0.9	-1.4	-1.7	-1.9	-2.2	-2.2	-2.4	-2.4	-2.2	-1.8	-1.4	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	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)	0.9	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)	5.7	5.5	4.8	3.7	4.1	2.8	2.2	1.6	2.0	1.9	2.1	0.2	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	2.6	0.0	-0.9	-0.3	0.8	-1.5	-0.4	-0.2	0.4	-0.4	-0.2	0.3	-
Płace - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	5.1	5.7	4.8	3.8	2.0	3.9	3.0	3.3	2.0	2.3	6.5	0.5	-
Przepływy Zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	790	-131	-428	-420	-11	-570	124	-57	-266	-1237	-1034	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.3	-3.8	-3.6	-3.2	-2.8	-2.8	-2.6	-2.2	-1.8	-1.8	-1.6	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-67	-214	-205	-26	-279	-539	-470	-25	-103	-305	-711	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	7608	8483	8016	7939	8284	8326	7617	9264	9693	9231	7978	-	-
Eksport (% r/r)	-26.3	-16.6	-30.3	-22.1	-21.4	-23.5	-20.8	-17.1	-10.9	1.1	12.3	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	7675	8697	8221	7965	8563	8865	8087	9289	9796	9536	8689	-	-
Import (% r/r)	-32.7	-25.9	-36.3	-31.9	-32.0	-29.5	-27.8	-26.4	-21.5	-10.7	-2.6	-	-
Sfera Monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	17.8	17.5	14.4	14.2	14.4	11.9	9.0	9.6	11.9	8.0	8.1	6.3	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	25.2	25.3	25.4	25.2	24.7	22.5	20.6	19.9	19.3	17.5	15.3	13.0	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4.0	6.9	-0.1	2.5	7.2	3.0	2.7	3.3	3.5	7.0	10.4	6.3	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	47.0	43.7	38.9	38.8	35.7	32.1	27.9	26.3	20.4	18.5	12.0	8.6	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	28.7	25.8	20.7	18.2	15.0	11.8	7.6	6.8	3.1	-0.3	-3.2	-5.2	-
Rynki Finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.00	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
WIBOR 3M (średnio)	4.69	4.30	4.20	4.52	4.40	4.26	4.16	4.17	4.18	4.19	4.23	4.24	4.17
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.51	4.17	4.30	4.62	4.24	4.17	4.18	4.18	4.18	4.19	4.27	4.19	4.15
Bony 52 tyg. (średnio)	4.90	5.00	4.99	5.20	4.59	4.44	4.49	4.42	4.41	4.24	4.27	3.90	3.89
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.66	5.63	5.52	5.53	5.44	5.06	5.10	5.12	5.00	5.13	5.19	4.99	4.92
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.87	6.04	5.79	5.83	5.79	5.44	5.63	5.73	5.68	5.66	5.91	5.55	5.48
EUR/PLN (koniec okresu)	4.66	4.70	4.38	4.46	4.47	4.16	4.10	4.22	4.24	4.14	4.11	4.06	3.98
USD/PLN (koniec okresu)	3.68	3.54	3.29	3.18	3.17	2.88	2.87	2.89	2.86	2.75	2.85	2.91	2.93
EUR/USD (koniec okresu)	1.27	1.32	1.32	1.42	1.40	1.42	1.43	1.46	1.47	1.50	1.43	1.39	1.36
Wskaźniki Fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	-2,9	5,3	10,6	15,3	16,4	16,6	15,0	15,6	21,5	24,0	24,4	4,8	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	-	29,0	58,3	84,3	90,2	91,6	82,7	57,5	79,0	88,4	89,8	9,3	-

* 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	1,8
Inflacja średnioroczna (%)	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,0
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	-170	-2,7
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	5,35
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	3,78
USD/PLN (koniec okresu)	3,74	2,99	3,26	2,44	2,96	2,85	2,86

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	2,0	2,4	2,6
Saldo Obrotów Bieżących (% PKB)	-4,7	-5,0	-1,7	-2,7	-4,1	-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	3,78	3,62	3,50
USD/PLN (koniec okresu)	2,44	2,96	2,85	2,86	2,60	2,59
EUR/PLN (średnia)	3,78	3,51	4,33	3,90	3,70	3,56
USD/PLN (średnia)	2,77	2,41	3,12	2,86	2,76	2,64

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

Kalendarz Publikacji Danych

Data publikacji	Godzina publikacji	Źródło	Wskaźnik lub wydarzenie	Okres	Ostatnie dane
Marzec					
13.03.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Styczeń	-1034 mln EUR
13.03.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Luty	6,3% r/r
15.03.	14:00	GUS	Inflacja	Luty	3,6% r/r
Ok. 15.03.	-	MF	Wynik budżetu	Luty	Deficyt 4,8 mld zł
16.03.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sek. przedsiębiorstw)	Luty	0,5% r/r
16.03.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sek. przedsiębiorstw)	Luty	-1,4% r/r
17.03.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Luty	0,2% r/r
17.03.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Luty	8,5% r/r
18.03.	14:00	NBP	Publikacja opisu dyskusji („minutes”) z posiedzenia RPP	-	-
26.03.	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Luty	12,7%
26.03.	10:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Luty	2,5% r/r
31.03.	-	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.
