

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

W skrócie

- Ożywienie gospodarcze, które dotychczas przebiegało zaskakująco „gładko”, w maju i czerwcu napotkało pierwsze poważniejsze przeszkody w postaci klęski powodzi oraz kryzysu fiskalnego w strefie euro.
- Naszym zdaniem wpływ powodzi na wzrost gospodarczy okaże się nie tylko niewielki lecz również krótkotrwały. Choć z tego tytułu dynamika PKB w II kwartale może być niższa o około 0,3-0,4 punktu proc., ten ubytek powinien zostać w pełni zrekompensowany przez silniejszy wzrost inwestycji w dalszej części roku.
- Kryzys w strefie euro doprowadził do głębokiego osłabienia wspólnej waluty, na czym korzystają między innymi niemieccy przedsiębiorcy. Ponieważ powiązania handlowe Polski z Niemcami są zdecydowanie silniejsze niż powiązania z południową częścią Europy, naszym zdaniem obecny kryzys nie powinien trwale zaszkodzić wzrostowi PKB w kraju.
- Ponowne osłabienie złotego i perspektywa wzrostu cen paliw oznacza, że ścieżka inflacyjna w najbliższych miesiącach może być wyższa od wcześniejszych przewidywań.
- W maju RPP pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 3,50% i podtrzymała neutralne nastawienie w polityce monetarnej. Najważniejszym wydarzeniem w najbliższych tygodniach powinien być wybór nowego szefa banku centralnego. Jeżeli zgłoszona kandydatura prof. Belki zostanie przyjęta przez Sejm, dotychczasowa relatywnie łagodna polityka monetarna zapewne zostanie podtrzymana również w najbliższych miesiącach.
- Wzmoczona „aktywność” BGK w okresie osłabienia złotego oraz ryzyko interwencji NBP powinny pomóc utrzymać kurs EUR/PLN w szerokim przedziale 3,80-4,20 w najbliższych miesiącach.

Spis treści

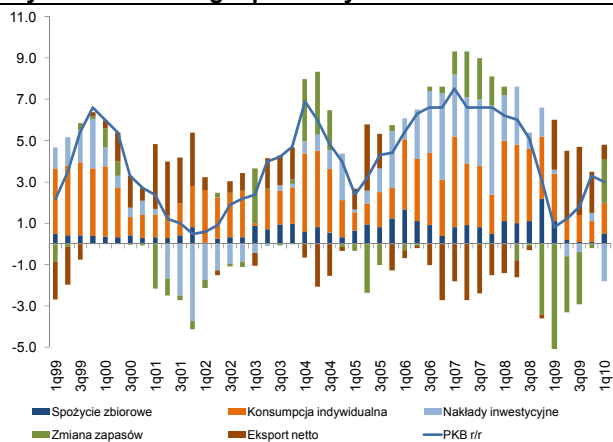
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy	2
Gospodarka w skrócie	3
Polityka pieniężna i fiskalna	8
Rynki finansowe	10
Prognozy	14

Prognozy krótkookresowe

Najbliższa publikacja	Wskaźnik	07-2010	08-2010	09-2010	10-2010
30.06.	Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,50
	EUR/PLN (koniec okresu)	3,93	3,90	3,87	3,85
	USD/PLN (koniec okresu)	3,25	3,22	3,20	3,16

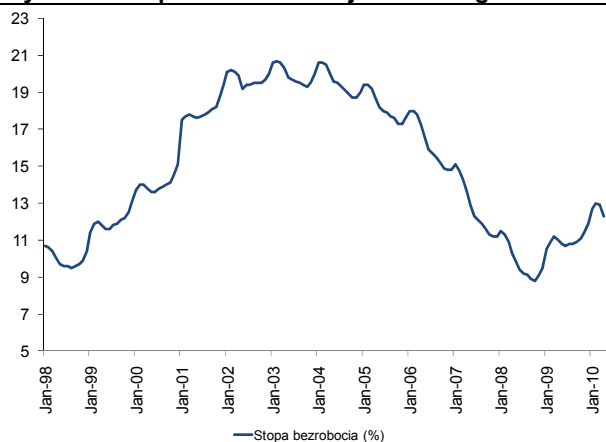
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy



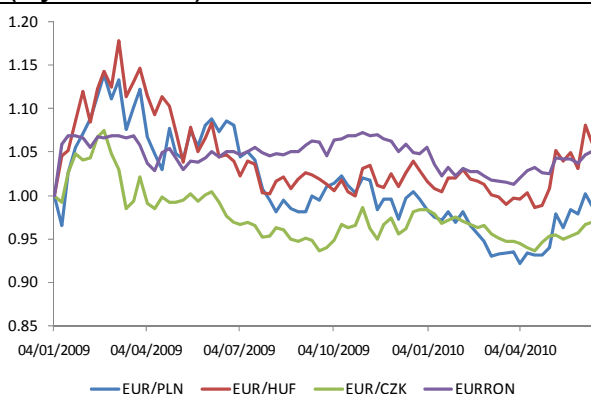
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego



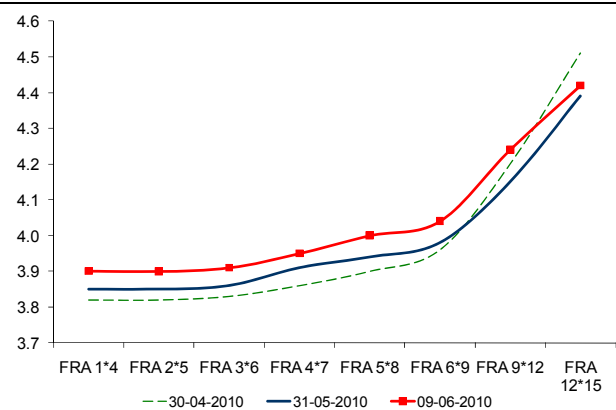
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

**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 (Kwi'10)	Stopy procentowe (Kwi'10)	Saldo finansów publicznych (% PKB) (2010)*	Dług publiczny (% PKB) (2010)*
Czechy	0.3	4.6	-5.5	40.6
Węgry	5,0	8.1	-4.2	79.8
Polska	3,8	6.1	-7.5	57.0
Rumunia	4,9	9.2	-6.8	27.4
Kryterium konwergencji	0.9	10.4	-3.0	60.0

Źródło: Na podstawie szacunków MF, 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

Gospodarka odporna na powódź i kryzys w strefie euro

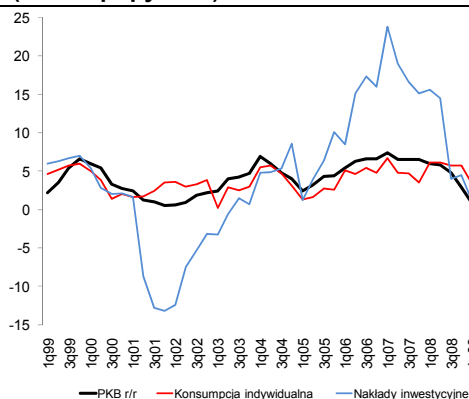
- Ożywienie gospodarcze, które dotychczas przebiegało zaskakująco „gładko”, w maju i czerwcu napotkało pierwsze poważniejsze przeszkody w postaci klęski powodzi oraz kryzysu fiskalnego w strefie euro.
- Naszym zdaniem wpływ powodzi na wzrost gospodarczy okaże się nie tylko niewielki lecz również krótkotrwały. Choć z tego tytułu dynamika PKB w II kwartale może być niższa o około 0,3-0,4 punktu proc., ten ubytek powinien zostać w pełni zrekompensowany przez silniejszy wzrost inwestycji w dalszej części roku.
- Kryzys w strefie euro doprowadził do głębokiego osłabienia wspólnej waluty, na czym korzystają między innymi niemieccy przedsiębiorcy. Ponieważ powiązania handlowe Polski z Niemcami są zdecydowanie silniejsze niż powiązania z południową częścią Europy, naszym zdaniem obecny kryzys nie powinien trwale zaszkodzić wzrostowi PKB w kraju.
- Ponowne osłabienie złotego i perspektywa wzrostu cen paliw oznacza, że ścieżka inflacyjna w najbliższych miesiącach może być wyższa od wcześniejszych przewidywań.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Wzrost PKB o 3% pomimo słabszych inwestycji

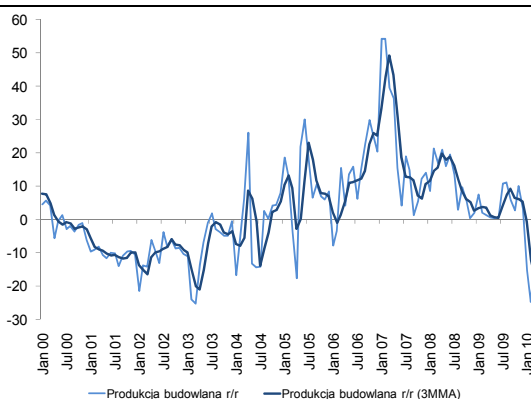
Choć wzrost gospodarczy w pierwszej połowie roku utrzymał się na wysokim poziomie, warunki pogodowe miały istotny wpływ na jego strukturę. Dane opublikowane przez GUS wskazują, że PKB wzrósł w I kwartale o 3% r/r, a więc tylko nieznacznie mniej niż 3,3% w ostatnim kwartale 2009. Co więcej, o ile w minionym roku głównym motorem wzrostu była poprawa salda handlu zagranicznego, tym razem ciężar podtrzymywania wzrostu został przesunięty na popyt krajowy, a więc wzrost stał się bardziej zrównoważony niż dotychczas.

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



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

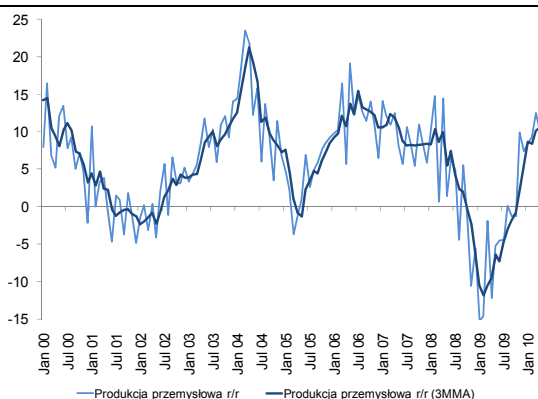
Spośród składowych popytu krajowego największy spadek odnotowano przypadku inwestycji, które w I kw. okazały się o 12,4% niższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Spadek ten obniżył dynamikę PKB o 1,8 punktu procentowego, a więc o najwięcej od 2001 roku. Choć dokładne dane na temat struktury inwestycji w gospodarce narodowej nie są jeszcze dostępne, można przypuszczać, że za tak wyraźne pogorszenie odpowiada spadek inwestycji o charakterze infrastrukturalnym/inwestycji budowlanych, których realizacja była utrudniona przez wyjątkowo mroźną zimę w pierwszych dwóch miesiącach roku. Pomimo głębokich spadków inwestycji wzrost PKB utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie, przede wszystkim za sprawą rosnących zapasów (polskie firmy starały się odbudować ich poziom po wcześniejszym załamaniu produkcji z 2009 r.). Według GUS, zmiany zapasów dodały do wzrostu gospodarczego aż 2,1 punktu procentowego.

Jako pozytywną niespodziankę traktujemy wzrost konsumpcji indywidualnej o 2,2% r/r w I kwartale br. Chociaż w porównaniu z wynikami konsumpcji w 2008 roku jest to słaby wynik, niemniej okazał się on wyraźnie wyższy od naszych oraz rynkowych prognoz, które oscylowały wokół 1,8%. Co więcej, szybszy wzrost spożycia został odnotowany pomimo głębokiego spowolnienia na rynku pracy, ograniczonej dostępności kredytów na cele konsumpcyjne oraz mniejszej niż rok wcześniej waloryzacji rent i emerytur. Niemniej naszym zdaniem w kolejnych kwartałach dynamika konsumpcji może wciąż wyhamowywać, choć zapewne już nie tak szybko jak dotychczas prognozowano.

Przeszkody na drodze do trwałego ożywienia

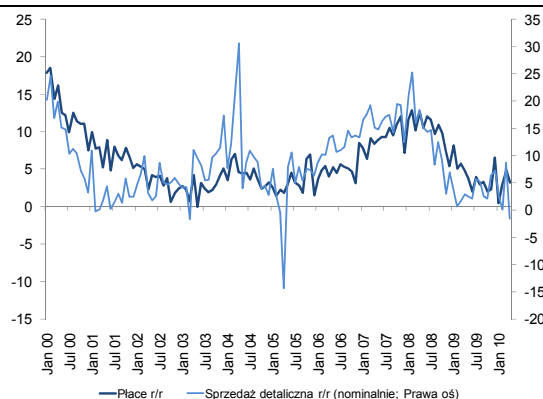
Ożywienie gospodarcze, które dotychczas przebiegało zaskakująco „gładko”, w maju i czerwcu napotkało pierwsze poważniejsze przeszkody. Trzy najważniejsze wydarzenia/trendy obserwowane w ostatnich tygodniach to: 1) klęska powodzi, która może potencjalnie zaważyć na dynamice popytu krajowego; 2) kryzys strefy euro, który potencjalnie może stwarzać zagrożenie dla polskiego eksportu; oraz 3) osłabienie złotego wobec USD oraz EUR, które może spowolnić skalę spadku inflacji.

Wykres 7. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna i płace nominalne



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Powódź będzie miała tylko krótkotrwały wpływ

Niestety pogoda okazała się niezbyt łaskawa dla polskiej gospodarki nie tylko w pierwszym, lecz również w drugim kwartale. Tym razem zaburzenia pogodowe przyjęły formę długotrwałych opadów oraz związanego z tym stanu powodziowego. Naszym zdaniem mogą one doprowadzić do obniżenia aktywności gospodarczej w niektórych

częściach kraju, jednak ich wpływ w skali całej gospodarki będzie raczej umiarkowany i krótkotrwały.

Najdotkliwiej ucierpieć może aktywność w sektorze budowlanym, gdyż część projektów budowy dróg i mostów musiała zostać opóźniona pod wpływem ulewnych deszczy. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że wartość dodana w budownictwie może odnotować niewielki – jednocyfrowy - spadek w II kwartale. Z tego tytułu wzrost gospodarczy może okazać się niższy od przewidywanego o około 0,3 punktu procentowego. Oczekujemy jednak, że proces odbudowy zniszczeń doprowadzi do większego wzrostu nakładów inwestycyjnych w drugiej połowie roku. W rezultacie inwestycje w całym 2010 roku najprawdopodobniej pozostaną na poziomie zbliżonym lub nieco wyższym niż w 2009 roku.

Poza budownictwem skutki powodzi będą raczej umiarkowane. Co prawda część firm przetwórstwa przemysłowego działających na terenach powodziowych zapewne musiała ograniczyć swoją produkcję, jednak w skali gospodarki ten odsetek powinien być znikomy (większość firm jest skupiona w dużych miastach lub w ich pobliżu, a tereny te ucierpiały w mniejszym stopniu). Zakładając w najbardziej pesymistycznym scenariuszu, że firmy działające bezpośrednio na terenach zalanych ograniczą produkcję o 50% i stanowią one 1% ogółu producentów w Polsce, dynamika produkcji przemysłowej w skali całego kraju może z tego tytułu być niższa o zaledwie 0,5 punktu procentowego w II kwartale 2010. Oznaczałoby to jednorazowe zmniejszenie dynamiki PKB o około 0,1 punktu procentowego.

Ponieważ wpływ powodzi na handel detaliczny w skali całej gospodarki powinien być marginalny, wzrost gospodarczy może z powodu powodzi być niższy o zaledwie 0,3-0,4 punktu proc w II kwartale. Biorąc pod uwagę, że odbudowa dróg mostów w kolejnych kwartałach zapewne zrekompensuje ten jednorazowy ubytek, w całym 2010 roku powódź powinna okazać się neutralna z punktu widzenia PKB.

Polska odporna na kryzys w strefie euro

Kryzys finansów publicznych w Grecji, Hiszpanii oraz Portugalii (a potencjalnie również w innych krajach strefy euro) najprawdopodobniej doprowadzi do obniżenia dynamiki wzrostu w gospodarkach południowej Europy. W sposób naturalny pojawiają się więc obawy, że te wydarzenia mogą stać się przyczyną ponownego załamania aktywności gospodarczej w kraju.

Bezpośrednie powiązania handlowe między Polską a najbardziej dotkniętymi krajami są bardzo słabe – do Grecji, Hiszpanii oraz Portugalii trafia zaledwie 3,5% polskiego eksportu. Dlatego naszym zdaniem bezpośredni wpływ kryzysu w strefie euro na wzrost PKB w Polsce zapewne będzie ograniczony. Bez porównania dużo groźniejsza byłaby sytuacja, w której w wyniku kryzysu w strefie euro doszłoby do osłabienia wzrostu w Niemczech, a więc u największego odbiorcy polskich produktów. Niemniej nasze prognozy zakładają utrzymanie dynamiki PKB Niemiec na poziomie około 1,8% r/r w 2010 r., między innymi dzięki temu, że niemieckie firmy korzystają na dotychczasowym osłabieniu euro wobec innych walut świata. Biorąc to pod uwagę, naszym zdaniem potencjalne zagrożenia dla polskiej gospodarki są związane raczej ze wzrostem awersji do ryzyka (i związanym z tym wyższym kosztem pozyskania kapitału) niż ze spowolnieniem wzrostu w strefie euro.

Tym bardziej, że wsparciem dla wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach powinno okazać się osłabienie złotego wobec euro oraz dolara. Dzięki deprecjacji PLN wkład eksportu netto do wzrostu PKB w II i III kwartale najprawdopodobniej pozostanie dodatni,

nawet pomimo wyraźnego pogorszenia sytuacji gospodarczej w niektórych gospodarkach strefy euro.

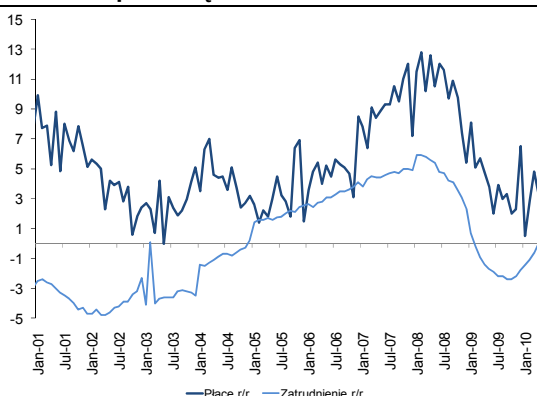
Wzrost w całym 2010 roku sięgnie około 3%

Jeżeli chodzi o pozostałe komponenty wzrostu gospodarczego, w kolejnych kwartałach spodziewamy się stopniowego wyhamowania dynamiki konsumpcji do około 1,8-2% r/r. Jednocześnie oczekujemy, że kontynuowany będzie proces odbudowy zapasów, który pozostanie jednym z kluczowych czynników przyczyniających się do wzrostu gospodarczego. Biorąc to pod uwagę prognozujemy, że wzrost PKB w całym 2010 roku wyniesie około 3%, a w przyszłym roku może nieznacznie przyspieszyć do około 3,5%.

Bez poprawy na rynku pracy

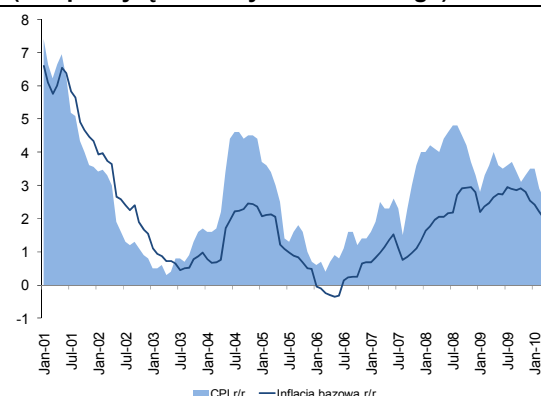
Kwietniowe dane GUS potwierdzają, że sytuacja na rynku pracy powoli zaczęła się stabilizować, jednak wciąż trudno nazwać to prawdziwym ożywieniem. Z jednej strony jako optymistyczny sygnał można traktować to, iż zatrudnienie ukształtowało się na niezmiennym poziomie w porównaniu z analogicznym okresem 2009 roku, a stopa bezrobocia spadła do 12,3% z 12,9% w marcu. Z drugiej strony presja płacowa utrzymuje się na słabym poziomie, a przeciętne wynagrodzenie wzrosło w kwietniu o 3,2% r/r.

Wykres 9. Wzrost płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

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



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Sygnały płynące z gospodarki sugerują, że rynek pracy może wejść w okres ożywienia w kolejnych miesiącach, jednak zapewne proces ten będzie zachodził w wolnym tempie. Naszym zdaniem na znaczny wzrost popytu na pracę będzie trzeba poczekać dłużej, dopóki nie wzrośnie stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (obecnie wynosi on zaledwie 77%). Na razie bowiem polskie firmy są wciąż w stanie wykorzystywać wolne moce, które powstały dzięki ograniczaniu lub wstrzymywaniu się od zwolnień w okresie najgłębszego spowolnienia gospodarczego na początku 2009 roku. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że stopa bezrobocia utrzyma się na podwyższonym poziomie i pod koniec roku wyniesie około 13%.

Inflacja powyżej wcześniejszych prognoz

W kwietniu wskaźnik CPI spadł poniżej celu inflacyjnego RPP i wyniósł 2,4% r/r, jednak pojawiły się również sygnały świadczące o możliwej negatywnej niespodziance inflacyjnej. Po pierwsze, mieszanka osłabienia złotego wobec euro oraz spadku kursu EUR/USD najprawdopodobniej pomoże utrzymać ceny paliw na wysokim poziomie. Po drugie, w kierunku wyższej inflacji oddziałują podwyżki cen żywności związane zarówno z osłabieniem złotego (poprzez ceny owoców i warzyw importowanych), jak i gorszymi

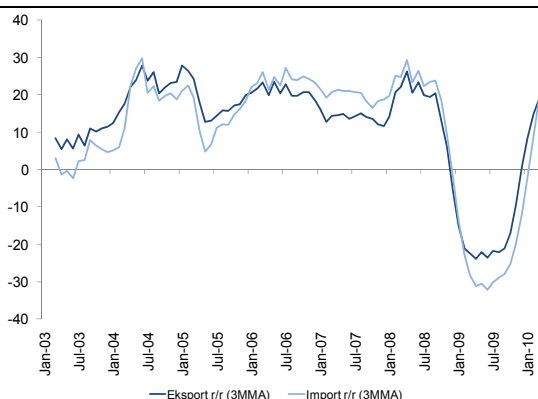
warunkami pogodowymi (poprzez ceny owoców i warzyw krajowych). Dlatego chociaż spodziewamy się dalszego osłabienia inflacji bazowej, trend spadkowy wskaźnika CPI zapewne będzie wolniejszy niż dotychczas oczekiwano.

W połowie roku oczekujemy spadku inflacji tylko nieznacznie poniżej 2%, podczas gdy nasze wcześniejsze prognozy sugerowały jej spadek do około 1,5%. W ostatnim kwartale najprawdopodobniej inflacja ponownie przyspieszy i przekroczy 2%. Taka ścieżka inflacji może stać się dla rynku sygnałem ostrzegawczym, prowadząc do zwiększenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych.

Dynamiczny wzrost eksportu oraz importu

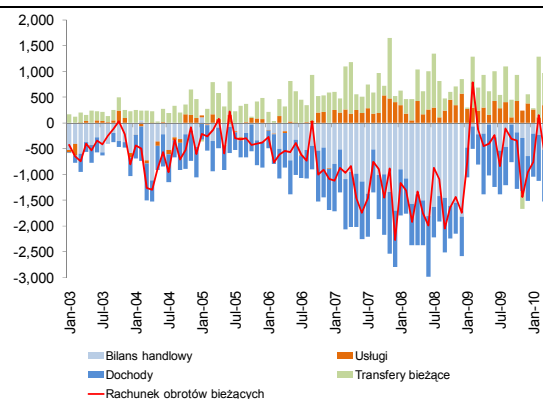
Po lutowej niewielkiej nadwyżce, rachunek obrotów bieżących odnotował w marcu deficyt na poziomie 559 mln euro. Pogorszenie salda bieżącego było związane z mniejszą skalą napływu środków unijnych, których wartość w marcu sięgnęła 425 mln euro, wobec 1397 mln w lutym. Naszym zdaniem szanse na szybki powrót tak znacznych transferów unijnych jak w lutym są raczej niewielkie i dlatego w najbliższych miesiącach spodziewamy się utrzymania deficytu na poziomie przynajmniej kilkuset milionów euro.

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



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Rachunek bieżący- dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Dwucyfrowy wzrost importu (27% r/r) wskazuje na dalsze ożywienie popytu krajowego, w tym prawdopodobnie na szybszą odbudowę zapasów przez polskie firmy. Pozytywną oznaką jest utrzymanie się wysokiej dynamiki eksportu (24,1%), nawet pomimo umocnienia złotego na początku roku. Naszym zdaniem pomimo sytuacji kryzysowej w strefie euro polski eksport najprawdopodobniej będzie wciąż rosnąć. Pomagać w tym będzie osłabienie euro, które powinno stymulować popyt na niemiecki eksport, a pośrednio również zwiększać zamówienia na polskie produkty wykorzystywane w procesie produkcji w Niemczech.

Na uwagę zasługuje fakt, iż marzec był trzecim z kolei miesiącem wyraźnego wzrostu inwestycji bezpośrednich (FDI). W całym I kwartale napływ FDI do Polski sięgnął 3,5 mld euro, a wskaźnik FDI do deficytu w rachunku bieżącym wzrósł do ponad 160% z 55% rok wcześniej. Finansowanie deficytu za pomocą FDI, a więc relatywnie stabilnego kapitału, wskazuje na mniejszą podatność złotego na ewentualne zmiany napływu kapitału portfelowego.

Polityka pieniężna i fiskalna

Czekając na nowego szefa NBP

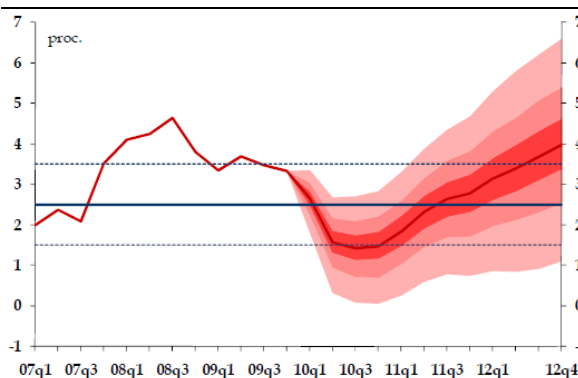
- W maju RPP pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 3,50% i podtrzymała neutralne nastawienie w polityce monetarnej.
- Najważniejszym wydarzeniem w najbliższych tygodniach powinien być wybór nowego szefa banku centralnego. Jeżeli zgłoszona kandydatura prof. Belki zostanie przyjęta przez Sejm, dotychczasowa relatywnie łagodna polityka monetarna zapewne zostanie podtrzymana również w najbliższych miesiącach.
- Biorąc pod uwagę rosnące ryzyko inflacyjne, spodziewamy się jednak stopniowego zaostrzenia retoryki władz monetarnych.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Stopy wciąż bez zmian

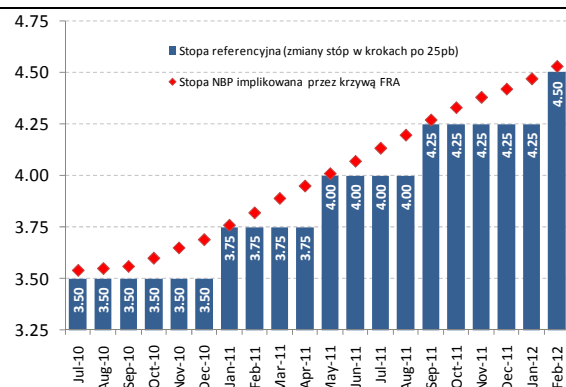
Majowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło żadnej zmiany w dotychczasowej polityce monetarnej. RPP po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie 3,50% oraz przedstawiła wyważony komunikat. Zgodnie z nim władze monetarne wciąż uważają, że szanse utrzymywania się inflacji powyżej i poniżej celu są w średnim okresie zbliżone. W nieco enigmatycznym języku RPP powyższe stwierdzenie oznacza podtrzymanie przez Radę neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej. Innymi słowy, władze monetarne nie dostrzegają na razie argumentów, które powodowałyby, że podwyżki lub obniżki stóp procentowych stałyby się zdecydowanie bardziej prawdopodobne niż dotychczas oczekiwano. Odnosząc się do perspektyw inflacji, władze monetarne spodziewają się dalszego spadku wskaźnika CPI, przede wszystkim dzięki korzystnym efektom bazy oraz niskiej presji popytowej. Niemniej jako istotne zagrożenie Rada traktuje możliwość wzrostu cen kontrolowanych administracyjnie.

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.

Marek Belka kandydatem na szefa banku centralnego

Jednym z najważniejszych czynników mających wpływ na kierunek polityki monetarnej w najbliższych miesiącach będzie wybór nowego prezesa banku centralnego. Bronisław Komorowski zaproponował na to stanowisko Marka Belkę, byłego wicepremiera i premiera

w rządach lewicowych oraz dotychczasowego dyrektora w Departamencie Europejskim Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W momencie przygotowywania niniejszego raportu nie została jeszcze rozstrzygnięta kwestia głosowania nad wyborem prezesa banku centralnego przez Sejm. Niemniej gdyby ostatecznie kandydatura ta uzyskała większość głosów w parlamencie, decyzja ta zapewne zostałaby neutralnie lub nawet lekko pozytywnie przyjęta przez rynki finansowe.

Dotychczasowe wypowiedzi prof. Belki sugerują, że zapewne byłby on zwolennikiem relatywnie łagodnej polityki monetarnej w najbliższych miesiącach. Prawdopodobnie dopóki nie pojawią się sygnały świadczące o wychodzeniu strefy euro z kryzysu lub o wyraźnym wzroście presji inflacyjnej w Polsce, prof. Belka będzie opowiadał się za pozostawieniem stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Naszym zdaniem można również oczekiwać, że M. Belka po objęciu stanowiska prezesa banku centralnego najprawdopodobniej przychyliłby się do wniosku Ministerstwa Finansów o przyznanie elastycznej linii kredytowej MFW.

Stopy bez zmian ale możliwa bardziej jastrzębia retoryka RPP

Jak ostatnie wydarzenia zmieniają perspektywy polityki monetarnej w kraju? Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, wciąż oczekujemy, że do pierwszych podwyżek stóp procentowych w Polsce może dojść najwcześniej dopiero pod koniec bieżącego roku. Pełniejsza ocena perspektyw stóp procentowych będzie możliwa już po wyjaśnieniu się niepewności odnośnie osoby nowego prezesa NBP oraz po publikacji projekcji inflacyjnej NBP. Oczekujemy, że projekcja może pokazać wyższą niż dotychczas prognozowano ścieżkę inflacji, co powinno zachęcić władze monetarne do bardziej jastrzębich wypowiedzi.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

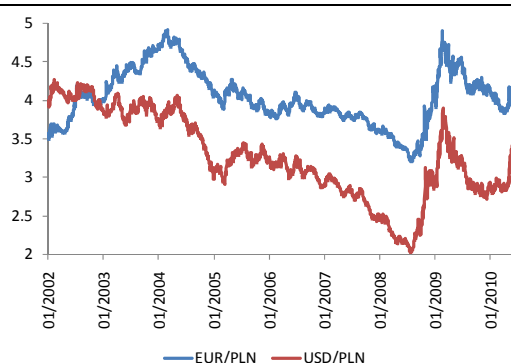
- Kryzysowa sytuacja w strefie euro doprowadziła do wyprzedzi walut regionu, w tym również złotego.
- Wzmocniona „aktywność” BGK w okresie osłabienia złotego oraz ryzyko interwencji NBP powinny w najbliższych miesiącach pomóc utrzymać kurs EUR/PLN w przedziale 3,80-4,20.
- W dłuższym okresie oczekujemy powrotu złotego do silniejszych poziomów, do około 3,80 EUR/PLN pod koniec roku.

Maj bynajmniej nie należał do spokojnych miesięcy na rynku walutowym. Wzrost awersji do ryzyka i ucieczka inwestorów od walut rynków wschodzących sprawiły, że od początku maja do 8 czerwca złoty osłabił się o 6,1% wobec euro i ostatecznie osiągnął 4,14. Ze względu na umocnienie dolara wobec euro, skala wzrostu kursu USD/PLN okazała się jeszcze większa i sięgnęła 18,1% (3,46 USD/PLN).

Strefa euro i Węgry zaważyły na nastrojach rynkowych

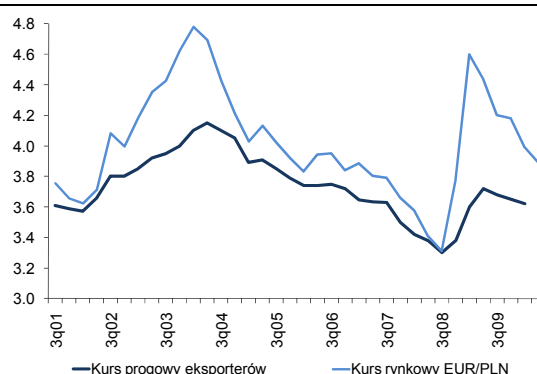
Gwałtowne wahania kursu złotego w maju to przede wszystkim efekt narastania kryzysu zadłużenia w krajach strefy euro i obaw o jego wpływ na kraje Europy Środkowej (por. strona 12). Na początku czerwca dołożyły się do tego niefortunne (delikatnie mówiąc) wypowiedzi przedstawicieli węgierskiej partii rządzącej Fidesz, według których Węgry mogą podążać ścieżką wytyczoną przez Grecję. Najprawdopodobniej wypowiedzi te miały niewiele wspólnego z rzeczywistą sytuacją Węgier (która naszym zdaniem jest lepsza niż w przypadku Grecji), lecz miały przygotować społeczeństwo na decyzję rządu o wycofaniu się z niektórych przedwyborczych obietnic. Niezależnie od powodów takich a nie innych wypowiedzi, w reakcji na nie rynki finansowe zareagowały odwrotem od walut Europy Środkowej, w tym również od złotego.

Wykres 15. Kurs EUR/PLN oraz USD/PLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 16. Kurs progowy zapewniający opłacalność eksporterom



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

O ile w kwietniu doszło do pierwszej interwencji walutowej NBP, w maju przypomniało o sobie również Ministerstwo Finansów. Pod koniec miesiąca (20 maja), gdy kurs EUR/PLN gwałtownie wzrósł do poziomu 4,20, na rynku pojawił się państwowy bank BGK, który jest uważany za reprezentanta MF na rynku walutowym. Choć nie wiadomo, czy w tym

konkretnym przypadku BGK działał na zlecenie ministerstwa, sam fakt, że dokonywał on sprzedaży euro na rynku przyczynił się do umocnienia złotego. Gwałtowność reakcji rynkowej pokazuje, że płynność rynku jest wciąż niewielka, a inwestorzy nerwowo reagują na pojawiające się informacje.

Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach kurs EUR/PLN będzie miał tendencję do poruszania się w przedziale 3,80-4,20, wyznaczonym przez działania NBP oraz BGK. Wyrwanie się z tego przedziału będzie możliwe dopiero w momencie silniejszego napływu lub odpływu kapitału zagranicznego, który mógłby okazać się silniejszy niż potencjalny opór ze strony obu instytucji. Od dłuższego czasu argumentujemy, że obecny kurs walutowy jest wyraźnie słabszy od kursu, który zapewnia polskim eksporterom konkurencyjność na światowych rynkach. Dlatego uważamy również, że w dłuższym okresie polska waluta zapewne ponownie zyska na wartości i powróci w kierunku 3,80-3,90. Niemniej w horyzoncie najbliższych tygodni czynniki fundamentalne zapewne będą miały znikomy wpływ na rynek, a o poziomie kursu EUR/PLN decydować będą wciąż zmiany nastrojów inwestorów.

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

	08/06/2010	III kw. '10	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11
USD/PLN	3,4772	3.20	3.08	2.97	2.87
EUR/PLN	4,1502	3.87	3.82	3.77	3.73
GBP/PLN	5,0269	4.55	4.49	4.44	4.44
CHF/PLN	3,0059	2.85	2.79	2.73	2.68

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Rynek długu

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

- **Wyprzedaż na krajowym rynku obligacji pod wpływem rosnącej awersji do ryzyka.**
- **Strefa euro przygotowała pakiet pomocowy dla krajów o największych problemach fiskalnych, a EBC rozpoczął proces skupowania obligacji rządowych.**

Maj i początek czerwca przyniosły wzrosty rentowności obligacji skarbowych. Najbardziej ucierpiały obligacje dziesięcioletnie, których rentowności wzrosły o 26pb do 5,86% (dane na 8 czerwca 2010), podczas gdy rentowności obligacji dwuletnich zwiększyły się o 6pb do poziomu 4,61%. Jednocześnie w systemie bankowym utrzymała się znaczna skala nadpłynności, którą bank centralny starał się absorbować w cotygodniowych operacjach otwartego rynku opiewających na około 75 mld zł.

Pakiet pomocowy dla strefy euro

Ponieważ w ostatnich tygodniach RPP nie zdecydowała się na żadną istotną zmianę w swojej retoryce, krajowy rynek stopy procentowej pozostawał przede wszystkim pod wpływem wydarzeń w Europie Zachodniej. Kryzys w Grecji oraz coraz bardziej napięta sytuacja w innych gospodarkach unii walutowej zmusiły ostatecznie władze UE do przedstawienia pakietu pomocowego, opiewającego na 750 mld euro. Z tej kwoty 500 mld euro ma pochodzić od krajów strefy euro lub od Komisji Europejskiej, a 250 mld euro ma zostać dostarczone przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Największe wrażenie na inwestorach zrobiła jednak decyzja Europejskiego Banku Centralnego o rozpoczęciu zakupów papierów wartościowanych emitowanych przez rządy krajów strefy euro. Choć podobne procedury były już stosowane przez inne banki centralne, EBC do niedawna konsekwentnie odżegnywał się od takich działań. Dlatego zmiana frontu przez EBC rozbudziła dyskusję, że bank ostatecznie ugiął się naciskom politycznym i zrobił pierwszy krok w kierunku rozwiązań, które ostatecznie mogłyby oznaczać przyzwolenie dla wyższej inflacji. Wątpliwości te pojawiały się nawet pomimo zapowiedzi ze strony EBC, że wszystkie transakcje nabycia papierów rządowych zostaną wysterylizowane, tak aby w dłuższej perspektywie nie stanowiły zagrożenia dla stabilności cen.

W ślad za zmianami nastrojów rynkowych i wahaniem spreadów CDS podążały również rentowności krajowych obligacji skarbowych. Od początku do pierwszej połowy czerwca odnotowano wzrost rentowności na całej długości krzywej, a największe zmiany odnotowano na jej dłuższym końcu. W najbliższym czasie nie spodziewamy się rewolucyjnych zmian w polityce monetarnej, choć oczekujemy, że stopniowo pojawiać się będą sygnały świadczące o inflacji wyższej od wcześniejszych prognoz (przede wszystkim za sprawą słabszego złotego i droższej żywności). Z tego względu dostrzegamy ryzyko istotnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych oraz prawdopodobnego wypłaszczenia krzywej dochodowości.

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

	08/06/2010	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	3.86%	3,98%	4,20%	4,55%	4,82%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

	2009								2010				
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Sfera Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-5,2	-4,5	-4,4	0,1	-1,3	-1,3	9,9	7,4	8,5	9,2	12,5	9,9	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-1,8	6,0	-2,6	-4,4	15,0	1,9	-3,2	-5,4	-5,4	3,1	19,1	-9,1	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-4,8	-3,9	-3,9	0,9	-1,0	-1,1	11,4	8,3	10,1	10,8	13,9	11,3	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	0,3	0,5	10,7	11,0	5,7	2,7	9,9	3,2	-15,3	24,7	-10,9	-6,1	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	2,4	2,1	5,7	5,2	2,5	2,1	6,3	7,2	2,5	0,1	8,7	-1,6	-
Stopa bezrobocia (%)	10,8	10,7	10,8	10,8	10,9	11,1	11,4	11,9	12,7	13,0	12,9	12,3	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1	-0,6	0,0	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3,6	3,5	3,6	3,7	3,4	3,1	3,3	3,5	3,5	2,9	2,6	2,4	-
Inflacja (% m/m)	0,5	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	0,6	0,2	0,3	0,4	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3,7	4,1	2,8	2,2	1,6	2,0	1,9	2,1	0,2	-2,4	-2,4	-0,5	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,3	0,8	-1,5	-0,4	-0,2	0,4	-0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,0	1,2	-
Plaće - sektor przedsiębior. (% r/r)	3,8	2,0	3,9	3,0	3,3	2,0	2,3	6,5	0,5	2,9	4,8	3,2	-
Przepływy Zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-405	-232	-776	-116	-250	-342	-1433	-959	-754	155	-559	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-3,2	-2,8	-2,8	-2,6	-2,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-26	-279	-445	-420	59	-185	-288	-645	-205	-233	-514	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	7939	8284	8398	7685	9428	9696	9218	7987	8264	9137	10531	-	-
Eksport (% r/r)	-20,6	-21,3	-22,8	-20,6	-17,0	-10,8	1,0	12,4	11,9	20,1	24,1	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	7965	8563	8843	8105	9369	9881	9506	8632	8469	9370	11045	-	-
Import (% r/r)	-30,7	-30,6	-29,3	-27,0	-26,8	-20,9	-11,0	-3,3	7,6	22,1	27,0	-	-
Sfera Monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	14,2	14,4	11,9	9,0	9,6	11,9	8,0	8,1	6,3	5,1	5,5	6,1	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	25,2	24,7	22,5	20,6	19,9	19,3	17,5	15,3	13,0	11,4	9,5	8,9	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2,5	7,2	3,0	2,7	3,3	3,5	7,0	10,4	6,3	7,8	10,4	13,3	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	38,8	35,7	32,1	27,9	26,3	20,4	18,5	12,0	8,6	5,5	5,7	8,4	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	18,2	15,0	11,8	7,6	6,8	3,1	-0,3	-3,2	-5,2	-7,0	-9,0	-7,3	-
Rynki Finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3,75	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)	4,52	4,40	4,26	4,16	4,17	4,18	4,19	4,23	4,24	4,17	4,13	3,92	3,85
WIBOR 3M (koniec okresu)	4,62	4,24	4,17	4,18	4,18	4,18	4,19	4,27	4,19	4,15	4,10	3,86	3,86
Bony 52 tyg. (średnio)	5,20	4,59	4,44	4,49	4,42	4,41	4,24	4,27	3,90	3,89	3,95	3,81	3,80
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5,53	5,44	5,06	5,10	5,12	5,00	5,13	5,19	4,99	4,92	4,53	4,64	4,68
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5,83	5,79	5,44	5,63	5,73	5,68	5,66	5,91	5,55	5,48	5,14	5,16	5,29
EUR/PLN (koniec okresu)	4,46	4,47	4,16	4,10	4,22	4,24	4,14	4,11	4,06	3,98	3,86	3,90	4,08
USD/PLN (koniec okresu)	3,18	3,17	2,88	2,87	2,89	2,86	2,75	2,85	2,91	2,93	2,87	2,93	3,31
EUR/USD (koniec okresu)	1,42	1,40	1,42	1,43	1,46	1,47	1,50	1,43	1,39	1,36	1,34	1,33	1,23
Wskaźniki Fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	15,3	16,4	16,6	15,0	15,6	21,5	24,0	24,4	4,8	16,7	22,7	27,0	
Def. budżetowy kum. (% planu)	84,3	90,2	91,6	82,7	57,5	79,0	88,4	89,8	9,3	32,1	43,5	51,8	

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

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

Prognozy Średniokresowe

	2004	2005	2006	2007	2008	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	13,0
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	2,5
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	-2,8
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	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	4,01
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	3,82
USD/PLN (koniec okresu)	3,74	2,99	3,26	2,44	2,96	2,85	3,08

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	2,9	3,6	5,0	4,5	3,9
Inflacja (% ,średnia)	3,5	2,5	2,8	2,6	2,8	2,5
Saldo Obrotów Bieżących (% PKB)	-1,7	-2,8	-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	3,82	3,66	3,50	3,50	3,50
USD/PLN (koniec okresu)	2,85	3,08	2,77	2,67	2,67	2,67
EUR/PLN (średnia)	4,33	3,93	3,73	3,56	3,50	3,50
USD/PLN (średnia)	3,12	3,10	2,89	2,74	2,67	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

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.
