

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

Cezary Chrapek
+48 22 692 9421
cezary.chrapek@citi.com

Szymon Dubrow

W skrócie

- Wysoka dynamika produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej wskazuje, że wzrost gospodarczy w II kwartale mógł wynieść 3,4% r/r, tym samym przekraczając dotychczasowe oczekiwania rynkowe.
- Gorsze dane ze Stanów Zjednoczonych oraz niektórych krajów strefy euro sugerują jednak, że słabnąca koniunktura w gospodarce światowej może zaważyć na wynikach polskiego PKB pod koniec bieżącego roku.
- Coraz bardziej widoczny staje się rozdźwięk między wskaźnikiem inflacji CPI oraz miarami inflacji bazowej. Ze względu na podwyżki cen żywności, energii oraz słabszego złotego, inflacja może zbliżyć się pod koniec roku do poziomu 3% r/r. Niemniej presja cenowa utrzymuje się na wciąż niskim poziomie, o czym świadczy ujemna luka popytowa oraz silny spadek jednostkowych kosztów pracy.
- Pierwszej podwyżki stóp procentowych oczekujemy w listopadzie bieżącego roku, jednak pogorszenie perspektyw wzrostu w strefie euro oraz USA może przedłużyć okres rekordowo luźnej polityki pieniężnej.
- Pomimo jastrzębich komentarzy niektórych członków RPP oczekujemy, że Rada będzie unikać bardziej agresywnych zmian stóp procentowych i wybierze strategię powolnych podwyżek.
- Naszym zdaniem w całym 2010 roku deficyt budżetowy osiągnie około 39 mld zł, a w przyszłym roku może wynieść 35 mld. W takim scenariuszu dług publiczny powinien utrzymać się poniżej 55% PKB w 2011 roku, choć zagrożenie przekroczeniem tego progu może wzrosnąć w przypadku głębszego od przewidywanego spowolnienia gospodarczego w kraju.

Spis treści

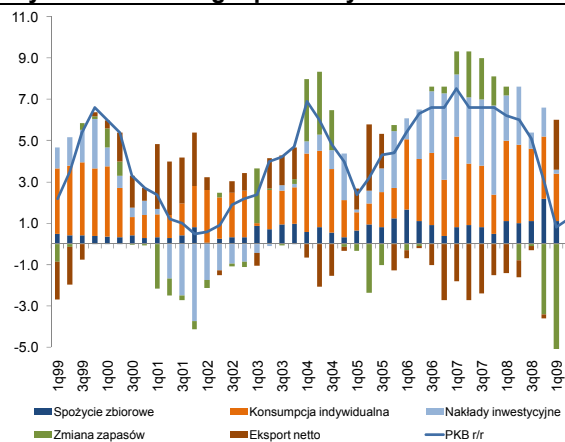
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy	2
Gospodarka w skrócie	3
Polityka pieniężna i fiskalna	8
Rynki finansowe	11
Prognozy	18

Prognozy krótkookresowe

Najbliższa publikacja	Wskaźnik	08-2010	09-2010	10-2010	11-2010
24.08.	Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,75
	EUR/PLN (koniec okresu)	4,07	4,03	4,01	3,98
	USD/PLN (koniec okresu)	3,18	3,08	3,07	3,06

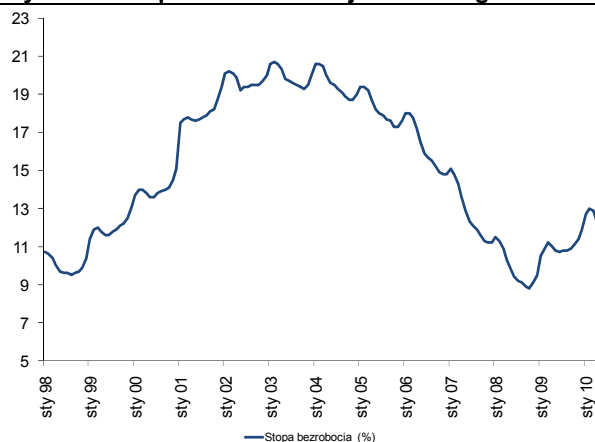
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy



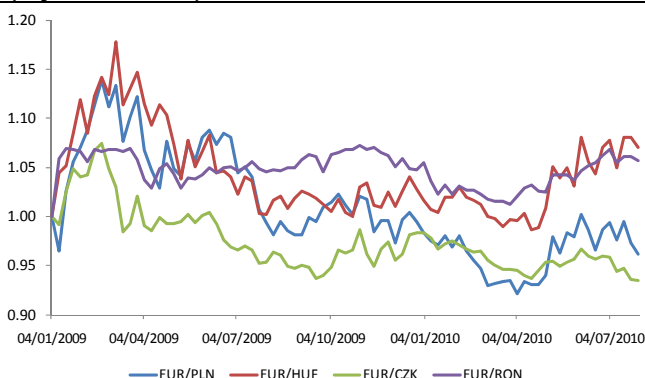
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego



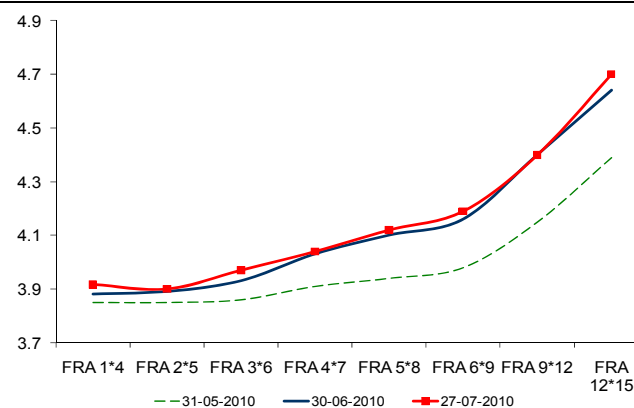
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

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 (Cze'10)	Stopy procentowe (Cze'10)	Saldo finansów publicznych (% PKB) (2010)*	Dług publiczny (% PKB) (2010)*
Czechy	0,30	4,42	-5,7	39,8
Węgry	5,21	7,61	-4,1	78,9
Polska	3,47	6,00	-7,3	53,9
Rumunia	4,61	8,78	-8,0	30,5
Kryterium konwergencji	0,87	10,34	-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. Podczas obliczeń kryterium inflacyjnego oraz kryterium stopy procentowej z próby wyeliminowane zostały dane dotyczące Irlandii.

Gospodarka w Skrócie

Polska trzyma się wciąż mocno

- Wysoka dynamika produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej wskazuje, że wzrost gospodarczy w II kwartale mógł wynieść 3,4% r/r, tym samym przekraczając dotychczasowe oczekiwania rynkowe.
- Gorsze dane ze Stanów Zjednoczonych oraz niektórych krajów strefy euro sugerują jednak, że słabnąca koniunktura w gospodarce światowej może zaważyć na wynikach polskiego PKB pod koniec bieżącego roku.
- Coraz bardziej widoczny staje się rozdźwięk między wskaźnikiem inflacji CPI oraz miarami inflacji bazowej. Ze względu na podwyżki cen żywności, energii oraz słabszego złotego inflacja może zbliżyć się pod koniec roku do poziomu 3% r/r. Niemniej presja cenowa utrzymuje się na wciąż niskim poziomie, o czym świadczy ujemna luka popytowa oraz silny spadek jednostkowych kosztów pracy.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

Za granicą pesymiści znowu górą ...

Wiara w siłę ożywienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro wyraźnie osłabła w ostatnich miesiącach, a zapowiadane zacieśnienie fiskalne w Europie oraz gorsze dane zza oceanu przyczyniły się do serii rewizji prognoz PKB. W okresie maj-lipiec skorygowaliśmy w dół szacunki PKB na 2010 rok między innymi dla USA (o 0,4 punktu procentowego), Chin (o 1 pp.) oraz Francji (0,2 pp), choć jednocześnie wyraźnie podnieśliśmy prognozę wzrostu w Niemczech (łącznie o 0,6 pp.).

O pogorszeniu perspektyw wzrostu świadczy między innymi fakt, iż po raz pierwszy od początku 2009 roku liczba korekt prognoz w dół okazała się w ciągu ostatnich trzech miesięcy większa niż liczba rewizji prognoz w górę. Co prawda dotychczas zmiany te były umiarkowane, jednak nie stanowią one sprzyjającego punktu wyjścia dla ożywienia gospodarczego w kraju. Co więcej, gdyby kolejne dane płynące z rozwiniętych gospodarek ponownie okazały się gorsze od przewidywań, oznaczałoby to już zmniejszenie szans na wyraźne ożywienie gospodarcze.

Tabela 2. Rewizje prognoz wzrostu gospodarczego w okresie maj-lipiec 2010.

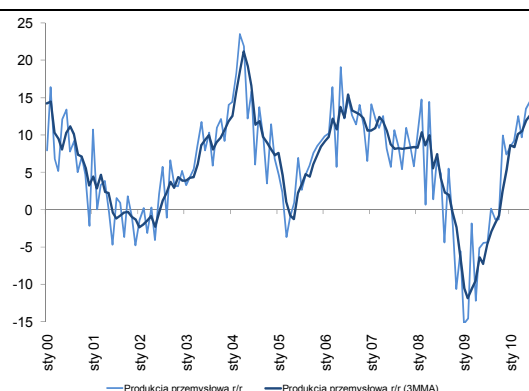
	Prognoza PKB		Rewizja prognoz	
	2010P	2011P	2010P	2011P
Gospodarka globalna	3,7	3,3		-0,2
USA	2,8	2,6	-0,4	-0,3
Strefa Euro	1,1	1,0		
Francja	1,5	1,3	-0,2	-0,3
Grecja	-3,2	-2,3	-1,4	-1,9
Hiszpania	-0,3	-0,3	0,1	-0,4
Niemcy	2,2	1,7	0,6	
Chiny	9,5	8,8	-1,0	-0,5
Polska	3,1	3,6	0,2	

Źródło: Prognozy Citi.

... jednak dane z Polski zaskakują pozytywnie

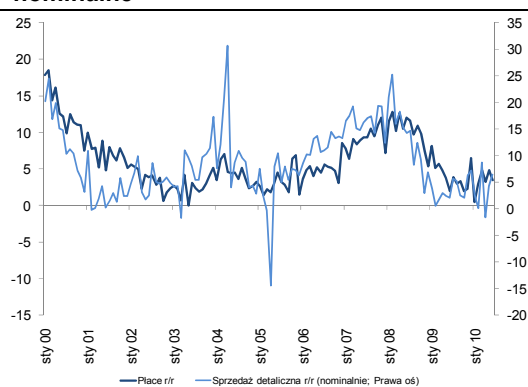
Na tle danych ze Stanów Zjednoczonych informacje płynące z polskiej gospodarki wydają się zaskakiwać wyjątkowo pozytywnie. Dotyczy to zarówno dynamiki produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej, jak i zatrudnienia (Wykresy 5, 6 oraz 9). W samym czerwcu produkcja przemysłowa wzrosła o 14,5% r/r i był to już trzeci w tym roku miesiąc, w którym odnotowano dwucyfrowe wzrosty. Najpopularniejszym wytłumaczeniem tak dobrych wyników jest to, że wzrost produkcji jest związany z rosnącymi zamówieniami eksportowymi, w tym między innymi z Niemiec. Rzeczywiście taką hipotezę potwierdzają między innymi dane o składowych indeksu PMI, wskazujące na wyraźną poprawę komponentu reprezentującego zamówienia zagraniczne.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

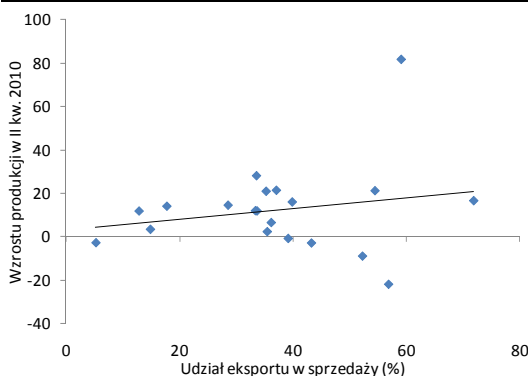
Wykres 6. Sprzedaż detaliczna i płace nominalne



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

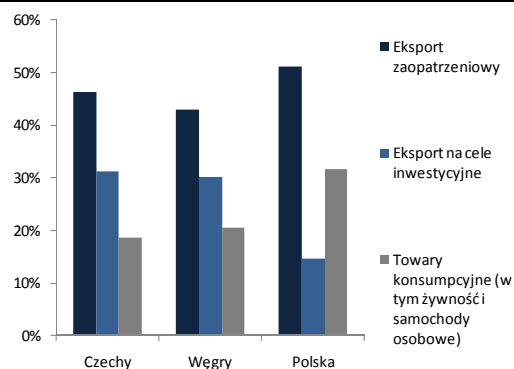
Paradoksalnie przyczyniać się do tego mogło ponowne nasilenie się kryzysu w strefie euro w maju i czerwcu. Co prawda wpływało ono negatywnie na popyt w krajach południowej Europy, lecz jednocześnie doprowadziło do osłabienia euro i zwiększenia konkurencyjności niemieckiego eksportu. Skorzystali na tym między innymi polscy eksporterzy, którzy wytwarzają towary wykorzystywane w procesie produkcji przez niemieckie firmy. Biorąc pod uwagę ustabilizowanie się złotego na relatywnie słabym poziomie, najbliższe miesiące powinny przynieść kontynuację wysokiego, dwucyfrowego tempa wzrostu eksportu oraz produkcji przemysłowej.

Wykres 7. Dynamika produkcji przemysłowej oraz udział przychodów z eksportu w przychodach ogółem poszczególnych branż



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Struktura eksportu do Niemiec w krajach Europy Środkowej



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

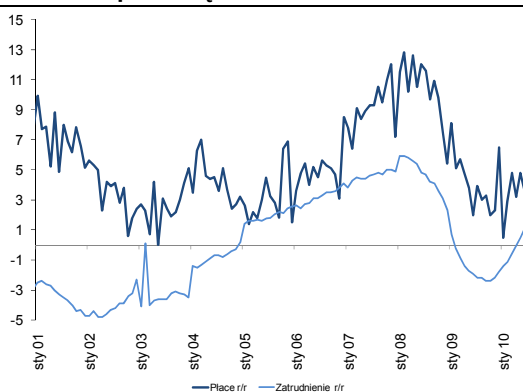
Nie oznacza to jednak, że samo nastawienie na eksport może być gwarancją dobrej koniunktury. Wbrew powszechnym opiniom relacja między wzrostem produkcji w poszczególnych branżach w kraju, a ich nastawieniem na eksport jest relatywnie słaba, co łatwo zauważyć na wykresie 7. Współczynnik korelacji między dynamiką produkcji oraz udziałem eksportu w przychodach ogółem poszczególnych sektorów wyniósł bowiem zaledwie 0,20, co w praktyce oznacza, że nie różnił się on istotnie od zera (przy standardowych poziomach istotności oraz próbie zawierającej 20 branż). Ponadto, gdyby pominąć bardzo dynamiczne wzrosty produkcji komputerów oraz elektroniki, współczynnik korelacji okazałby się ujemny. Naszym zdaniem może to oznaczać, że wysoka dynamika produkcji jest nie tylko efektem rosnącego eksportu, lecz również produkcji na rynek krajowy (najprawdopodobniej w celu uzupełnienia zapasów).

Po dobrym II kwartale mogą przyjść nieco gorsze czasy

Na podstawie dostępnych obecnie miesięcznych danych o sprzedaży detalicznej, produkcji budowlanej i przemysłowej przewidujemy, że wzrost gospodarczy w II kwartale mógł osiągnąć około 3,4% r/r, wobec 3% w I kwartale. Ponieważ dotychczas konsensus rynkowy zakładał znacznie słabszy wynik (3%, według średniej z ankiety Reutera), spodziewamy się, że w najbliższych tygodniach pojawią się wyraźne korekty prognoz wzrostu gospodarczego w Polsce. O ile korekty w górę wydają się uzasadnione w przypadku drugiego kwartału, naszym zdaniem obecne dane nie uzasadniają zmian prognoz na drugą połowę roku.

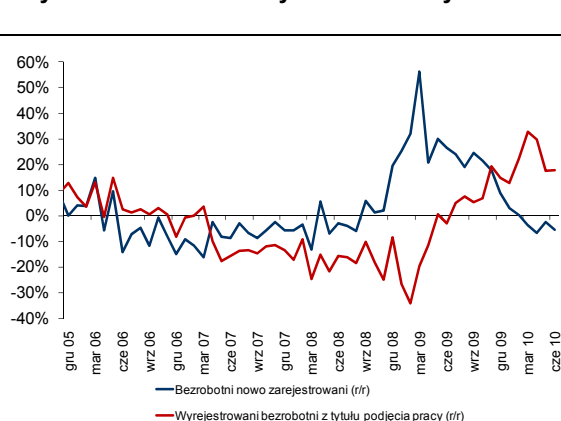
Co prawda punkt startowy (II kwartał) może być wyższy od dotychczasowych oczekiwań, jednak pogorszenie koniunktury w USA oraz strefie euro nie uzasadnia większego optymizmu odnośnie sytuacji gospodarczej pod koniec roku. Dlatego naszym zdaniem tempo wzrostu PKB w trzecim i czwartym kwartale utrzyma się na poziomie około 3% lub nawet poniżej tego poziomu. Źródłem słabości wzrostu może być wciąż niska dynamika nakładów inwestycyjnych (szczególnie w sektorze prywatnym) oraz relatywnie niska, choć stabilna, dynamika wydatków konsumpcyjnych.

Wykres 9. Wzrost płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Liczba nowych bezrobotnych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

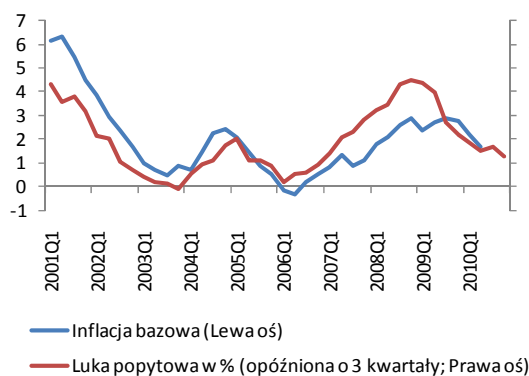
Trend spadkowy kosztów pracy

Pozytywne trendy na rynku pracy, które zarysowują się od początku roku, utrzymały się również w czerwcu. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 1,1% r/r i okazało się nieco wyższe od prognoz rynkowych. Po głębokich spadkach w 2009 roku, a następnie kilkumiesięcznym okresie stabilizacji, zatrudnienie najwidoczniej powróciło do trendu wzrostowego, podczas gdy dynamika płac wciąż utrzymuje się na relatywnie niskim poziomie. W czerwcu przeciętne wynagrodzenie wzrosło w ujęciu nominalnym o 3,5% r/r,

co odpowiadało wzrostowi realnemu o 1,2% r/r. Podobne tempo wzrostu płac realnych było notowane w okresie 2001-2003 oraz na początku 2005 roku, a więc w okresie, kiedy polska gospodarka rozwijała się w tempie wolniejszym od potencjału. Naszym zdaniem po to aby doszło do silniejszego przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń potrzeba będzie dłuższego okresu wzrostu gospodarczego powyżej 3,5% r/r.

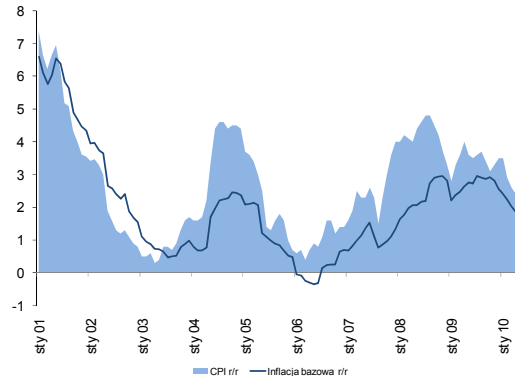
Pomimo ożywienia na rynku pracy zagrożenie wyraźnym wzrostem dynamiki konsumpcji oraz presji cenowej wydaje się niewielkie. Według naszych szacunków realny fundusz płac rośnie na razie w tempie około 2,3% r/r, a więc wciąż zbyt wolno, żeby doprowadzić do zwiększenia wydatków gospodarstw domowych. Jednocześnie przy 14,3% wzroście wydajności w przemyśle jednostkowe koszty pracy pozostają w silnym trendzie spadkowym (-9,3% r/r). Co prawda naszym zdaniem wskaźniki te będą pogarszać się w najbliższych kwartałach, jednak proces ten będzie na tyle powolny, że nie powinien zbytnio niepokoić władz monetarnych.

Wykres 11. Luka popytowa oraz wskaźnik inflacji bazowej



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 12. Wskaźnik CPI oraz inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu żywności i



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Slaba presja popytowa, jednak wyższa inflacja

Czerwiec przyniósł niewielki wzrost inflacji do 2,3% r/r z 2,2% w maju. „Odbicie” wskaźnika CPI było związane przede wszystkim z podwyżkami cen żywności, paliw oraz nośników energii, a więc zmiennych pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej. Według naszych szacunków właśnie te trzy kategorie odpowiadały za ponad 60% wzrostu cen w czerwcu, tj. za 1,4 z 2,3 punktu procentowego. Tym samym coraz wyraźniej zarysowuje się rozdźwięk między podstawowym wskaźnikiem CPI (odzwierciedlającym wszystkie komponenty koszyka inflacyjnego) a indeksem inflacji bazowej.

Biorąc to pod uwagę, naszym zdaniem warto wyraźnie rozróżniać zmiany inflacji pod wpływem czynników popytowych od tych następujących pod wpływem szoków podaźowych. Dane dla Polski sugerują, że wykorzystanie mocy produkcyjnych pozostaje na niskim poziomie, podczas gdy wzrost gospodarczy utrzymuje się poniżej potencjału. Według szacunków opartych o filtr Hodricka-Prescotta obecnie potencjalne tempo wzrostu nieznacznie przekracza 3,5% r/r, a luka popytowa jest ujemna, przyczyniając się do obniżenia presji popytowej w polskiej gospodarce (Wykres 11). Nawet zakładając bardziej pesymistyczny scenariusz, uwzględniający niższą dynamikę potencjału o około 0,5 punktu procentowego, zagrożenia inflacyjne ze strony popytowej są wciąż ograniczone.

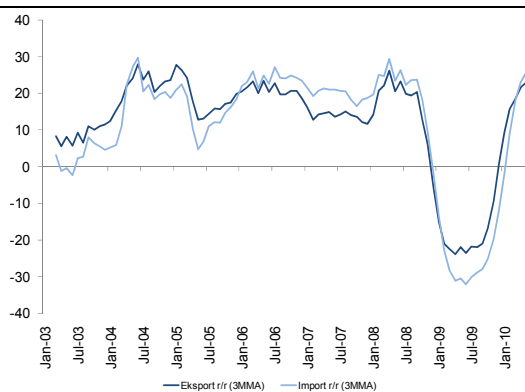
Inflacja może zbliżyć się do 3% pod koniec 2010 r.

Pomimo słabej presji popytowej, wskaźnik inflacji pod koniec roku może wzrosnąć do około 2,7%, a w negatywnym scenariuszu łatwo może przekroczyć 3%. Jedno z potencjalnych zagrożeń jest związane z możliwością wyższej dynamiki cen żywności pod wpływem niekorzystnych warunków pogodowych. Według szacunków IERiGŻ zbiory owoców w 2010 roku mogą być niższe o około 13-14%, podczas gdy produkcja warzyw może spaść o 7%. Co prawda zazwyczaj niedobory owoców i warzyw można uzupełniać poprzez zwiększony import, jednak tym razem może to być znacznie trudniejsze, przede wszystkim ze względu na znaczne osłabienie złotego oraz relatywnie słabe zbiory w innych krajach UE. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w drugiej połowie roku wskaźnik inflacji wzrośnie powyżej celu inflacyjnego RPP (tzn. powyżej 2,5%) i utrzyma się w pobliżu tego poziomu w 2011 roku.

Dwucyfrowy wzrost eksportu

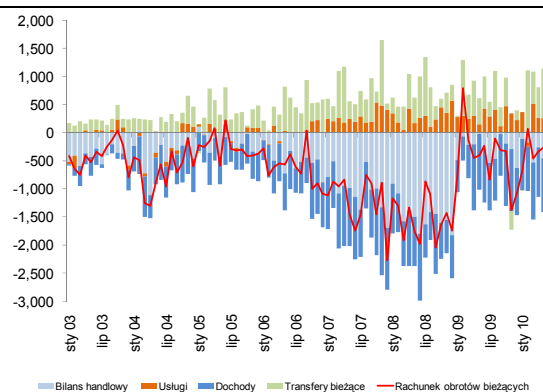
Majowy deficyt w rachunku bieżącym zmniejszył się do 268 mln euro z 226 mln w kwietniu i jednocześnie był niższy niż 405 mln odnotowane rok wcześniej. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, także i tym razem utrzymała się bardzo wysoka dynamika eksportu (24,3% r/r) oraz importu (29,6%), która potwierdza, że ożywienie w handlu zagranicznym przybrało kształt litery „V”. Jedną z przyczyn tak wyraźnego wzrostu eksportu było ożywienie aktywności niemieckich eksporterów, którzy wykorzystują polskie komponenty do wytwarzania swoich produktów. Z kolei to, że dynamika importu w kraju utrzymywała się powyżej dynamiki eksportu było zapewne związane z trwającą odbudową zapasów przez polskie firmy, które wcześniej wyraźnie je zredukowały podczas spowolnienia w 2009 roku.

Wykres 13. Eksport oraz import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 14. Rachunek bieżący- dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Ponieważ nasze prognozy zakładają utrzymanie pozytywnych trendów w Niemczech, a kurs złotego pozostaje wciąż relatywnie słaby, w najbliższych miesiącach spodziewamy się kontynuacji wysokiej dynamiki eksportu. Dzięki temu deficyt w rachunku bieżącym najprawdopodobniej pozostanie na niskim i bezpiecznym dla złotego poziomie. Biorąc pod uwagę trendy z ostatnich miesięcy dostrzegamy szansę, że ostateczny deficyt może być nawet niższy od przewidywanego przez nas 2,8% PKB w 2010 roku.

Po stronie rachunku finansowego uwagę zwraca majowe zmniejszenie zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce do zaledwie 257 mln euro, wobec przeciętnie 1143 mln euro w ciągu trzech poprzednich miesięcy. Najprawdopodobniej był to efekt jednorazowy związany z transakcją sprzedaży akcji PZU przez Eureka, do której doszło w maju br. Jak poinformował NBP „znaczna część tych akcji została zakupiona przez zagranicznych

inwestorów”, co znalazło odzwierciedlenie w poprawie salda inwestycji portfelowych. Naszym zdaniem na uwagę zasługuje fakt, że nawet pomimo wyraźnego spadku w maju, dwunastomiesięczne saldo inwestycji bezpośrednich w relacji do deficytu w rachunku bieżącym pozostaje na wysokim i bezpiecznym poziomie 183%.

Polityka pieniężna i fiskalna

RPP udała się na przerwę wakacyjną

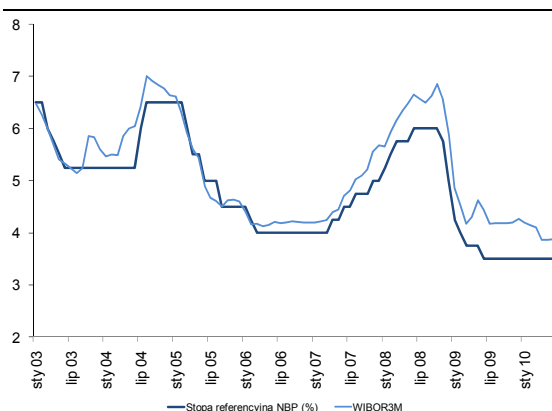
- Pierwszej podwyżki stóp procentowych oczekujemy w listopadzie bieżącego roku, jednak pogorszenie perspektyw wzrostu w strefie euro oraz USA może przedłużyć okres rekordowo luźnej polityki pieniężnej.
- Pomimo jastrzębich komentarzy niektórych członków RPP oczekujemy, że Rada będzie unikać bardziej agresywnych zmian stóp procentowych i wybierze strategię powolnych podwyżek.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

W lipcu bez zmian stóp procentowych

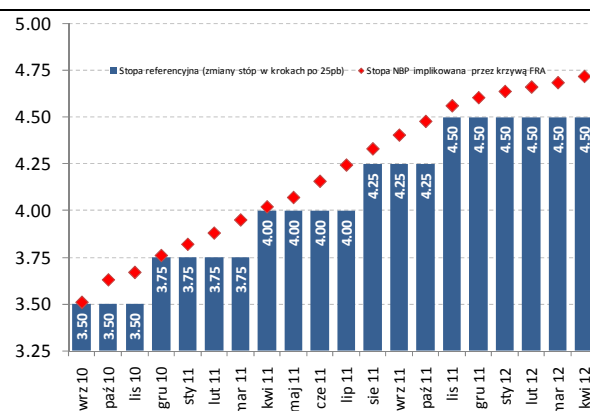
W lipcu Rada Polityki Pieniężnej uczestniczyła tylko w jednym posiedzeniu, podczas którego nie decydowano o poziomie stóp procentowych. Po przerwie urlopowej członkowie Rady spotkają się dopiero 23-24 sierpnia, co naszym zdaniem można traktować jako potwierdzenie, że władze monetarne nie dostrzegają na razie potrzeby szybkich działań (i dlatego pozwalają sobie na tak duże przerwy między posiedzeniami decyzyjnymi). Biorąc pod uwagę, iż wzrost gospodarczy pozostaje na umiarkowanym poziomie, a inflacja utrzymuje się w pobliżu celu, spokojna postawa RPP bynajmniej nas nie dziwi.

Wykres 15. Stopa referencyjna NBP oraz stawka WIBOR3M



Źródło: Reuters, Narodowy Bank Polski.

Wykres 16. Ścieżka stóp procentowych zdyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP.

Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach stopy procentowe pozostaną bez zmian, jednak część członków RPP powinna podtrzymać swój dotychczasowy jastrzębi ton wypowiedzi. Od kilku tygodni pojawiają się bowiem wyraźne sygnały świadczące o tym, że niektórzy przedstawiciele władz monetarnych (m.in. Andrzej Bratkowski) widzą potrzebę pierwszych podwyżek stóp już pod koniec roku. Zaskakująca jest jednak nie tyle gotowość podnoszenia stóp, co raczej to, że w ocenie niektórych członków Rady cykl podwyżek powinien zostać rozpoczęty od relatywnie dużych podwyżek (o przynajmniej 50pb). Byłoby to odejście od dotychczasowej praktyki małych zmian stóp procentowych i zapewne skłoniłoby rynki finansowe do oczekiwania znacznie większych podwyżek w przyszłości.

Wbrew powyższym sygnałom płynącym z RPP uważamy, że cykl podwyżek będzie miał stopniowy charakter i ograniczy się (przynajmniej na początku) do zmian stóp o zaledwie 25 pb. Oczekujemy, że do pierwszej podwyżki może dojść na przełomie 2010 i 2011,

jednak biorąc pod uwagę niepokojące dane ze strefy euro oraz USA, ryzyko widzimy po stronie dalszego opóźnienia cyklu zacieśnienia monetarnego. Pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarek europejskich oraz przedłużający się okres niskich stóp w strefie euro będą bowiem zniechęcać do szybkiego zacieśnienia monetarnego, tak aby uniknąć nadmiernego umocnienia złotego.

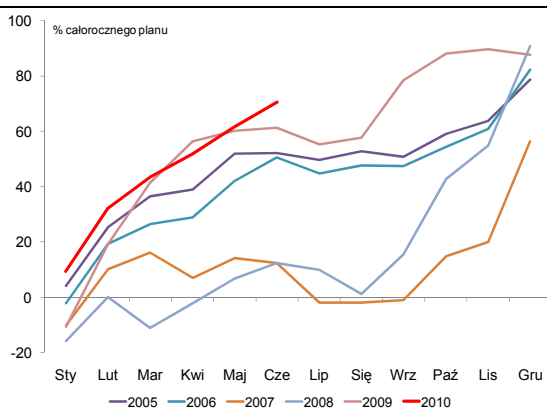
Dług publiczny poniżej 55% PKB w 2011 roku

- Deficyt budżetowy po pierwszej połowie roku wyniósł 70,5% całorocznego planu, jednak oczekujemy, że tempo przyrastania deficytu wyraźnie wyhamuje w najbliższych miesiącach.
- Naszym zdaniem w całym 2010 roku deficyt budżetowy osiągnie około 39 mld zł, a w przyszłym roku może wynieść 35 mld. W takim scenariuszu dług publiczny powinien utrzymać się poniżej 55% PKB w 2011 roku, choć zagrożenie przekroczeniem tego progu może wzrosnąć w przypadku głębszego od przewidywanego spowolnienia gospodarczego w kraju.

Piotr Kalisz
+48 (22) 692 9633

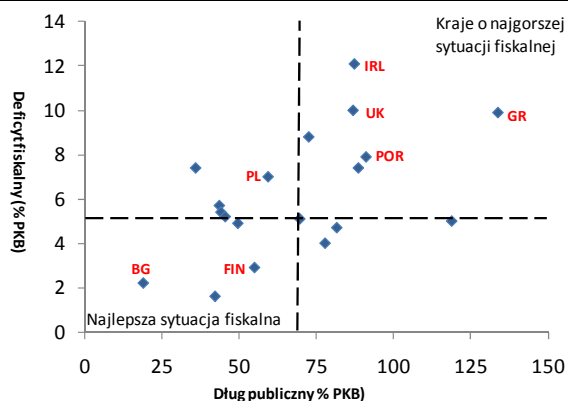
Do czerwca deficyt budżetowy osiągnął 36,8 mld zł, co stanowi 70,5% całorocznego planu. W ostatnich miesiącach zarysowało się jednak lekkie ożywienie wpływów podatkowych, w tym podatków pośrednich (49,6% planu), podczas gdy wydatki budżetowe wydają się pozostawać pod kontrolą. Biorąc pod uwagę relatywnie szybki wzrost gospodarczy, spodziewamy się dalszego wyraźnego wzrostu dochodów w drugiej połowie roku i oczekujemy również utrzymania się deficytu na niskim poziomie. Chociaż pierwotne plany zakładały deficyt na poziomie 52 mld zł w 2010 roku, naszym zdaniem może on zostać obniżony nawet do około 39 mld zł.

Wykres 17. Stopień realizacji deficytu budżetu państwa (% planu)



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 18. Kondycja fiskalna krajów UE



Źródło: Szacunki własne na podstawie danych Komisji Europejskiej.

Przedstawione dotychczas przez Ministerstwo Finansów prognozy makroekonomiczne (Tabela 3) pozwalają oczekiwać, że przyszłoroczny deficyt spadnie do około 35 mld zł. Przy takim założeniu można szacować, że przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe brutto wyniosą około 65-70 mld zł i tym samym nie będą się znacznie różnić od tegorocznych potrzeb. W takim scenariuszu dług publiczny (obliczany według polskiej metodologii) zarówno w 2010, jak i 2011 roku powinien utrzymać się poniżej 55% PKB, a więc poniżej drugiego progu ostrożnościowego. Niestety nie zmienia to faktu, że ryzyko przekroczenia

tej wartości jest wciąż wysokie i może stać się poważnym problemem, jeżeli tylko dojdzie do spowolnienia popytu krajowego oraz wyraźnego osłabienia złotego.

Tabela 3. Założenia makroekonomiczne do budżetu na 2010 rok.

	Prognoza rządowa	Prognoza Citi
PKB (% r/r)	3,5	3,6
Inflacja średnioroczna (% YoY)	2,3	2,7
Wzrost płac (% r/r)	3,7	4,3
Zatrudnienie (% r/r)	1,9	1,5

Źródło: Ministerstwo Finansów, PAP, Rzeczpospolita, Citi Handlowy.

Z punktu widzenia stabilności finansów publicznych kluczowe będzie kształtowanie się deficytu całego sektora rządowego i samorządowego, a nie tylko deficytu budżetowego. W naszych prognozach zakładamy, że tak szeroko zdefiniowany deficyt fiskalny obniży się w 2011 roku nieznacznie poniżej 6% PKB, do czego - oprócz niewielkich działań Ministerstwa Finansów mających na celu zacieśnienie fiskalne - przyczyni się przede wszystkim kontynuacja wzrostu gospodarczego, a w szczególności przyspieszenie dynamiki konsumpcji oraz inwestycji.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

Cezary Chrapek
+48 (22) 692 9421

- **Odreagowanie apetytu na ryzyko, umocnienie euro do dolara i dobre dane z kraju doprowadziły do spadku kursu EUR/PLN do 4,00.**
- **Choć czynniki fundamentalne uzasadniają w dłuższym terminie dalsze spore umocnienie złotego, ale wydarzenia w regionie i wzrost niepewności odnośnie trwałości światowego wzrostu gospodarczego mogą spowolnić trend aprecjacyjny PLN.**
- **Oczekujemy, że do końca roku złoty może umocnić się do około 3,95 wobec euro.**

W lipcu podobnie jak w poprzednim miesiącu złoty pozostał w przedziale wahań 4,00-4,20 wobec euro, a w horyzoncie całego miesiąca doszło do sporej aprecjacji krajowej waluty. Od początku miesiąca kurs EUR/PLN spadł o ok. 3,5% do 4,00 a kurs USD/PLN spadł o 9,3% do 3,08 za sprawą stopniowej poprawy apetytu na ryzyko na świecie, co doprowadziło do odreagowania euro do dolara i wzrostów na rynkach akcji. Wsparciem dla złotego były także dobre dane makroekonomiczne z krajowej gospodarki.

Początek miesiąca korzystny dla złotego po wyborach ...

Korzystny wpływ na krajową walutę na początku miesiąca miał wynik wyborów prezydenckich, który został pozytywnie odebrany przez inwestorów. Wygrana Bronisława Komorowskiego może oznaczać, że rząd będzie mógł liczyć na przychyłność prezydenta i brak weta w przypadku próby wprowadzania reform. Naszym zdaniem pozytywny wpływ wyboru nowego prezydenta na złotego będzie większy i trwały o ile pójdą za nim poważne reformy fiskalne, a tych trudno oczekiwać przed wyborami parlamentarnymi w 2011 r. W pierwszej połowie lipca złoty zyskał na wartości do ok. 4,05 wobec euro wraz ze wzrostami na rynkach akcji i umacniającym się euro do dolara.

... ale obawy o trwałość ożywienia i Węgry zachwiały nastrojami

Obniżenie prognoz wzrostu PKB dla USA na przyszły rok przez Fed oraz niższy od prognoz wzrost gospodarczy w Chinach za II kw. były jednymi z czynników, które przyczyniły się do tymczasowej korekty apetytu na ryzykowne aktywa. Złoty zaczął się osłabiać, a ten ruch został pogłębiony przez zawieszenie przez rząd węgierski i MFW rozmów w sprawach konsolidacji fiskalnej. Złoty osłabił się do ok. 4,15 do euro, jednak ten ruch był bardzo krótkotrwały i wkrótce złoty zaczął odrabiać straty. Inwestorzy zaczęli w większym stopniu różnicować aktywa w regionie i przy niewielkich negatywnych czynnikach dla złotego krajowa waluta zaczęła zyskiwać do forinta.

Dobre dane z gospodarki i mocniejsze euro pomogły złotemu ...

W drugiej połowie miesiąca dużym wsparciem dla złotego okazały się silniejsze od prognoz dane z krajowej gospodarki o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za czerwiec.

W kierunku mocniejszego złotego oddziaływało też umocnienie euro, które zyskało do dolara ok. 6,3% do ok. 1,30 głównie za sprawą poprawy oczekiwań odnośnie wzrostu gospodarczego w strefie euro i pogorszenia w USA (słabe dane z USA o zatrudnieniu poza rolnictwem, indeksy aktywności ISM dla przemysłu i usług, produkcja przemysłowa, indeksy Philly i NY Fed i wyższy deficyt handlowy). Na korzyść euro działały dobre dane o

produkcji i zamówieniach w przemyśle, wstępne szacunki indeksów PMI za lipiec, a także szczególnie istotne dla polskiego eksportu dobre dane z Niemiec (PMI, zamówienia w przemyśle, produkcja przemysłowa, Ifo), które wynikały m.in. z wcześniejszego osłabienia wspólnej europejskiej waluty.

... podobnie jak poprawa apetytu na ryzyko po wynikach stress testów

Pozytywnie na euro i apetyt na ryzyko wpływały też oczekiwania, że wyniki „stress testów” banków europejskich będą lepsze od prognoz rynku. Choć nie stały się one przełomowym czynnikiem, w rzeczywistości po ich publikacji nastroje nieco się poprawiły.

Mimo, że większość wyników finansowych za II kw. spółek za oceanem zaskoczyła pozytywnie, to rynek początkowo zwracał uwagę głównie na negatywne sygnały (m.in. nienajlepsze prognozy na dalszą część roku lub słabsze przychody firm). Inwestorzy zaczęli przychylniej patrzeć na wyniki spółek pod koniec miesiąca, co poprawiało nastroje na zagranicznych rynkach akcji.

W rezultacie pod koniec lipca przy dobrych globalnych nastrojach złoty pokonał istotny techniczny opór 4,05 wobec euro i umocnił się do poziomu ok. 4,00.

Fundamenty wskazują na dalsze umocnienie złotego ...

Dane makroekonomiczne wskazują na stopniowe ożywienie gospodarcze i przyspieszenie tempa wzrostu PKB w II kw. Mimo ożywienia nie następuje pogorszenie na rachunku obrotów bieżących, a niska relacja deficytu obrotów bieżących w relacji do PKB (1,8% po maju) nie jest czynnikiem który przemawiałby za osłabieniem krajowej waluty. Wsparciem dla krajowego eksportu są rewizje prognoz wzrostu gospodarczego dla Niemiec w górę. Ponadto, naszym zdaniem osłabiony w ostatnich miesiącach kurs powinien silniej pobudzać eksport i wzrost gospodarczy, co także będzie działać w kierunku mocniejszego złotego w kolejnych miesiącach.

Na potencjał do umocnienia bez dużej szkody dla eksportu wskazuje niski kurs graniczny EUR/PLN opłacalności eksportu (według ankiety NBP wśród polskich firm na koniec marca wynosił około 3,65). Ponadto, jeśli utrzymałby się wzrostowy trend popytu na polski eksport to graniczny kurs opłacalności eksportu powinien spaść, co pozwalałoby na bardziej pobłażliwe podejście NBP do umocnienia złotego. W związku z tym, że kurs graniczny eksporterów mógł się obniżyć w ostatnich miesiącach kurs, przy którym bankierzy centralni mogliby wspomnieć o ewentualnych interwencjach hamujących aprecjację złotego, mógłby być niższy niż 3,80 (poziom 4,20 wciąż wydaje się górną granicą wahań złotego w najbliższym czasie, którego przekroczenie mogłoby wywołać reakcję Ministerstwa Finansów).

Ponadto, naszym zdaniem Polska ma wciąż nienajgorsze parametry fiskalne (relacja długu do PKB naszym zdaniem wyniesie ok. 53% na koniec 2011 roku) w porównaniu do innych krajów UE, co zwiększa popyt na krajowe papiery skarbowe ze strony nowych zagranicznych inwestorów. Krajową walutę powinny też wspierać przepływy na rynku - walutowym związane z kolejnymi prywatyzacjami. W rocznym horyzoncie w kierunku mocniejszego złotego będą oddziaływały także podwyżki stóp procentowych.

... ale ryzyka pozostają i mogą opóźnić trend aprecjacyjny

Jednak biorąc pod uwagę negatywne wydarzenia w regionie (zawieszenie rozmów MFW z rządem węgierskim; dopracowywany obecnie plan MFW oraz kwestia reformy emerytur w Rumunii), zagrożenia dla trwałości ożywienia wzrostu gospodarczego na świecie

(oczekiwane spowolnienie w USA w II połowie roku) oraz podwyższoną zmienność na rynkach finansowych mogą opóźnić i spowolnić trend aprecjacyjny złotego.

Mimo pokonania istotnego psychologicznego poziomu 4,00 wobec euro naszym zdaniem przestrzeń do umocnienia złotego w najbliższym czasie jest już niewielka. Kolejne ważne wsparcia dla kursu EUR/PLN to 3,97-3,98 i 3,94-3,95. Naszym zdaniem to drugie pasmo nie powinno być pokonane w najbliższych tygodniach. Można oczekiwać, że po sporym umocnieniu inwestorzy zdecydują się zrealizować część zysków. Sprzyjają temu dosyć wykupione poziomy EUR/USD i dosyć wysokie poziomy indeksów akcyjnych. Utrzymujemy zrewidowaną w górę w poprzednim miesiącu prognozę dla kursu EUR/PLN na koniec roku na poziomie około 3,95.

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

	27/07/2010	III kw. '10	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11
USD/PLN	3,0861	3,08	3,05	3,01	2,99
EUR/PLN	4,0125	4,03	3,96	3,91	3,86
GBP/PLN	4,7731	4,63	4,50	4,39	4,34
CHF/PLN	2,9206	2,94	2,87	2,83	2,78

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek długu

Cezary Chrapek
+48 (22) 692 9421

- W lipcu doszło do umocnienia polskich obligacji, czemu sprzyjała aprecjacja złotego. Mimo to, stopy IRS i FRA nie zmieniły się znacząco za sprawą lepszych od prognoz danych z gospodarki i jastrzębich komentarzy z RPP.
- Naszym zdaniem korekta złotego może osłabić obligacje w perspektywie miesiąca. Dobre dane makroekonomiczne powinny działać w kierunku wyższych stóp FRA oraz IRS.
- W dłuższym horyzoncie spodziewamy się podwyższenia krzywej rentowności wraz ze zbliżaniem się podwyżek stóp procentowych.

Po silnym wzroście stóp rynkowych w czerwcu w reakcji na dobre dane z gospodarki i jastrzębie komentarze członków Rady, w lipcu doszło do umocnienia krajowych obligacji, między innymi dzięki umocnieniu złotego oraz poprawie apetytu na ryzyko na świecie. Rentowność obligacji 2-letnich spadła o 12 pb do 4,71%, 5-letnich jedynie o 7 pb do 5,33%, a 10-letnich o 14 pb do 5,71%.

Duży popyt na obligacje

Obligacjom nie zaszkodziły dobre dane z krajowej gospodarki za czerwiec, za to sprzyjało im zakończenie kampanii prezydenckiej, której wynik według części inwestorów mógł oznaczać brak przeszkód we wprowadzaniu reform przez rząd. Największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się obligacje 2-letnie, co było widoczne na aukcji Ministerstwa Finansów, gdzie po raz kolejny popyt znacząco przekroczył wysoką podaż. Aukcja obligacji 5-letnich była znacznie mniej udana, a resort finansów nie uplasował całej oferty, co pokazuje, że w obliczu niepewności odnośnie sytuacji gospodarczej na świecie i perspektyw sytuacji fiskalnej w Polsce inwestorzy zgłaszają popyt na krótsze *duration*. Duży popyt na krótkie papiery skarbowe może też wynikać z utrzymującej się wysokiej

nadpłynności sektora bankowego (na ostatniej aukcji bonów pieniężnych NBP sprzedał bony o wartości ponad 80 mld zł).

Spread między rentownościami polskich i niemieckich obligacji skarbowych zawęził się za sprawą umocnienia krajowych obligacji i wzrostu rentowności w Niemczech po dobrych danych i rewizjach prognoz w górę dla największej gospodarki strefy euro (produkcja, zamówienia w przemyśle, Ifo). Jednocześnie spread Bundów wobec obligacji krajów peryferyjnych (poza Grecją) spadał przy umocnieniu na tamtejszych rynkach obligacji. Spread 10-letnich polskich obligacji skarbowych do Bundów zawęził się z najwyższego poziomu od marca 2009 roku osiągniętego pod koniec czerwca o ok. 35 pb do 304 pb. Spread 2-letnich obligacji skarbowych do Bundów zawęził się o ok. 55 pb do 382 pb.

Stawka 5-letniego swapa kredytowego CDS dla Polski spadła od końca czerwca o ok. 15 pb do 135 pb. Jednocześnie obserwowano stopniowy spadek stawek CDS dla krajów peryferyjnych strefy euro (PIIGS).

Ale niewielka zmiana krzywych FRA oraz IRS

Wyższy od prognoz rynkowych wzrost CPI, produkcji przemysłowej i budowlanej oraz sprzedaży detalicznej, jak również kolejne jastrzębie wypowiedzi członków Rady (na początku lipca Andrzej Bratkowski był kolejnym członkiem Rady, który wspominał o możliwej podwyżce stóp o 50 pb) podtrzymały za to stopy FRA i IRS na stosunkowo wysokich poziomach mimo umocnienia złotego. Stawki FRA3x6 obniżyły się o 3 pb do 3,96%, FRA 6x9 spadły o 1 pb do 4,18%, a FRA 9x12 spadły o 5 pb do 4,38%. Rynek FRA wciąż dyskontuje pierwszą podwyżkę stóp pod koniec roku (w grudniu, który zwykle dla Rady był miesiącem bez decyzji o zmianach stóp). 2-letnie stopy IRS wzrosły o 2 pb do 4,61%, 5-letnie IRS pozostały na poziomie 5,15%, a 10-letnie spadły do 5,36%. W rezultacie doszło do zawężenia spreadów asset swap dla terminów 2-letniego i 10-letniego. Spadkowi stóp FRA sprzyjało dalsze obniżenie stawki trzymiesięcznego WIBOR-u o 5 pb od początku lipca do 3,81%.

Komentarze RPP i dobre dane makro mogą podwyższać stopy...

Po serii zaskakująco dobrych danych opublikowanych w lipcu można oczekiwać jastrzębich komentarzy członków Rady, tym bardziej, jeśli kolejne publikacje z krajowej gospodarki potwierdzą tendencje ożywienia krajowej gospodarki. Członkowie Rady mogą się także wypowiadać nt. restrykcyjności polityki pieniężnej w kontekście dosyć luźnej polityki fiskalnej. Ich ton mógłby być nieco mniej jastrzębi, jeśli rząd przedstawiłby szczegółowy i realistyczny plan redukcji deficytu fiskalnego poprzez ograniczenie wydatków bądź podwyższenie podatków.

Taki zestaw czynników powinien wywierać presję na krótki koniec stóp FRA i IRS, który nie powinien być już hamowany przez spadkową tendencję stawek WIBOR. Naszym zdaniem przestrzeń do dalszej redukcji WIBORu 3-miesięcznego, który znajduje się (jedynie 30 pb powyżej stopy referencyjnej) wyraźnie się zmniejszyła.

... podobnie jak korekta osłabiająca złotego

Popyt na dwuletnie obligacje ze strony inwestorów krajowych może utrzymywać się na dosyć wysokim poziomie. Popyt na obligacje o dłuższym terminie zapadalności może ulec poprawie dzięki dobrym danym makroekonomicznym (wysoka sprzedaż detaliczna oraz inflacja poprawiają perspektywy budżetu) oraz trwającemu stopniowemu odreagowaniu apetytu na ryzyko na świecie. Popyt z zagranicy może zostać częściowo ograniczony przez dokonane w ostatnim czasie umocnienie złotego, które pogorszyło atrakcyjność polskich papierów skarbowych.

W sumie oczekujemy, że niewielki naszym zdaniem potencjał do umocnienia złotego w krótkim terminie oraz kruchość apetytu na ryzyko może doprowadzić w perspektywie miesiąca do lekkiego osłabienia obligacji.

W długim terminie dalszy wzrost rentowności

W dłuższej perspektywie spodziewamy się wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej w związku ze zbliżającą się podwyżką stóp procentowych. Długi koniec powinien być pod presją braku decyzji rządu w sprawie reformy finansów publicznych i redukcji deficytu fiskalnego. Takiej decyzji nie spodziewamy się przynajmniej do czasu wyborów parlamentarnych w 2011 r. O tym, że rating kredytowy Polski mógłby znaleźć się pod presją w przypadku braku konsolidacji finansów publicznych po wyborach parlamentarnych wspomniała agencja S&P. W związku z tym, że dane makroekonomiczne mogą być dosyć dobre, naszym zdaniem osłabienie na krótszym końcu krzywej będzie większe niż na długim końcu. Oczekujemy, że pod koniec roku rentowności obligacji dwuletnich osiągną 5,20%, a rentowności dziesięcioletnie osiągną 6%.

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

	27/07/2010	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	3,82%	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	13,5	14,5
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	1,6	7,0
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	14,5	15,8
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	9,6
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	6,4
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	11,6
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	1,1
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	2,3
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	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	1,9	1,9
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	2,0	0,8
Plaće - sektor przedsiębior. (% 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	3,5
Przepływy Zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-232	-776	-116	-250	-330	-1376	-1070	-672	67	-458	-336	-268	-
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	-1,8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-279	-445	-420	59	-200	-291	-627	-104	-177	-526	-262	-455	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	8284	8398	7685	9428	9685	9217	8000	8420	9164	10309	9848	9871	-
Eksport (% r/r)	-21,3	-22,8	-20,6	-17,0	-10,9	1,0	12,6	14,0	20,5	21,5	22,9	24,3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	8563	8843	8105	9369	9885	9508	8627	8524	9341	10835	10110	10326	-
Import (% r/r)	-30,6	-29,3	-27,0	-26,8	-20,8	-11,0	-3,3	8,3	21,7	24,6	23,0	29,6	-
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	7,1
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	36,8
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	70,5

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

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

Prognozy Średniokresowe

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010P
Sfera Realna							
Produkt Krajowy Brutto (mld zł)	923,2	983,3	1060,0	1176,7	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	10,8
Stopa bezrobocia (%)	19,1	17,6	14,9	11,4	9,5	11,9	12,8
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	2,7
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	3,5
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	7,6
Depozyty gospodarstw domowych (% r/r)	0,1	3,5	9,7	10,7	26,5	15,3	7,2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	24,8	16,7	25,6	14,4	4,0	10,4	8,1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	13,3	22,8	33,4	37,9	44,6	12,0	12,1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-3,9	2,8	14,5	24,1	29,0	-3,2	0,5
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	51,7
Dług publiczny (% PKB), ESA 95	45,7	47,1	47,7	45,0	47,2	51,0	53,3
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	5,20
Obligacje 5-letnie (koniec okresu)	6,13	4,99	4,97	6,13	5,34	5,91	5,70
EUR/PLN (koniec okresu)	4,08	3,86	3,83	3,58	4,17	4,11	3,96
USD/PLN (koniec okresu)	3,74	2,99	3,26	2,44	2,96	2,85	3,05

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	2,5	2,9	2,6	2,8	2,5
Saldo Obrotów Bieżących (% PKB)	-1,7	-2,8	-4,0	-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	3,96	3,72	3,55	3,50	3,50
USD/PLN (koniec okresu)	2,85	3,05	2,84	2,71	2,67	2,67
EUR/PLN (średnia)	4,33	4,02	3,85	3,60	3,50	3,50
USD/PLN (średnia)	3,12	3,08	2,97	2,77	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
Sierpień					
11.08.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Czerwiec	-268 mln EUR
13.08.	14:00	GUS	Inflacja	Lipiec	2,3% r/r
13.08.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Lipiec	7,1% r/r
Ok. 16.08.	-	MF	Wynik budżetu	Lipiec	Deficyt 36,8 mld zł
17.08.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sektor przedsiębiorstw)	Lipiec	3,5% r/r
17.08.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw)	Lipiec	1,1% r/r
18.08.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Lipiec	1,9% r/r
18.08.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Lipiec	14,5% r/r
20.08.	14:00	NBP	Inflacja bazowa	Lipiec	1,5% r/r
23.08.	14:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Lipiec	6,4% r/r
23.08.	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Lipiec	11,6%
23-24.08.	-	NBP	Posiedzenie RPP	Sierpień	Bez zmian
30.08.	10:00	GUS	Produkt Krajowy Brutto	II kw. 2010	3,0% r/r
Wrzesień					
10.09.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Lipiec	-
14.09.	14:00	GUS	Inflacja	Sierpień	-
14.09.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Sierpień	-
Ok. 15.09.	-	MF	Wynik budżetu	Sierpień	-
16.09.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sektor przedsiębiorstw)	Sierpień	-
16.09.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw)	Sierpień	-
17.09.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Sierpień	-
17.09.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Sierpień	-
21.09.	14:00	NBP	Inflacja bazowa	Sierpień	-
23.09.	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Sierpień	-
23.09.	14:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Sierpień	-
28-29.09.	-	NBP	Posiedzenie RPP	Wrzesień	-

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

Cezary Chrapek

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

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

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:
cezary.chrapek@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.
