

CitiMonthly - Polska

W skrócie

- Biorąc pod uwagę rozczarowujące wykonanie budżetu centralnego w I połowie roku, spowolnienie gospodarcze w II półroczu 2012 może być trudnym testem dla budżetu i zdolności Ministerstwa Finansów do utrzymania deficytu pod kontrolą. Wynika to z wysokiej procykliczności finansów publicznych w Polsce, które szybko reagują na zmiany wzrostu gospodarczego.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, deficyt sektora rządowego pozostanie poniżej rocznego celu, ale deficyt sektora finansów publicznych może negatywnie zaskoczyć.
- Jesteśmy bardziej zaniepokojeni o sytuację fiskalną w 2013 roku niż w 2012 roku. Jednakże ostatnie komentarze strony rządowej sugerują, że Ministerstwo Finansów jest świadome potencjalnego ryzyka i budżet na rok 2013 może zawierać „bufory bezpieczeństwa”.
- Dane ekonomiczne opublikowane w ciągu ostatnich kilku tygodni były słabsze niż oczekiwano (zarówno dane o produkcji, sprzedaży detalicznej jak i dane z rynku pracy) i wspierają scenariusz dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego.
- Inflacja wzrosła w czerwcu do 4,3% r/r z 3,6% r/r w maju i okazała się wyższa od oczekiwań rynkowych głównie za sprawą wzrostu cen żywności. Jednak pogorszenie sytuacji na rynku pracy ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy.
- Bank centralny oczekuje wyraźnego spowolnienia gospodarczego i spadku inflacji. Choć członkowie RPP dostrzegli oznaki spowolnienia wzrostu gospodarczego, to większość członków RPP wciąż wydaje się niechętna do zbyt wczesnych obniżek stóp procentowych. Oczekujemy 2-3 obniżek stóp procentowych w 2013 r.
- Choć w najbliższych tygodniach złoty może utrzymać się na stosunkowo mocnych poziomach w związku z oczekiwaniami na działania banków centralnych kolejne miesiące przyniosą ponowne osłabienie wraz ze wzrostem awersji do ryzyka, wyjściem Grecji ze strefy euro i koniecznością zwrócenia się o pomoc międzynarodową przez Hiszpanię i Włochy.
- Pomimo pogorszającej się sytuacji fiskalnej, rynek obligacji rządowych będzie częściowo chroniony przez fakt, iż Ministerstwo Finansów zrealizowało ok. 85% potrzeb pożyczkowych Polski na bieżący rok. To powinno przyczynić się do stabilizacji rentowności krajowych obligacji.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

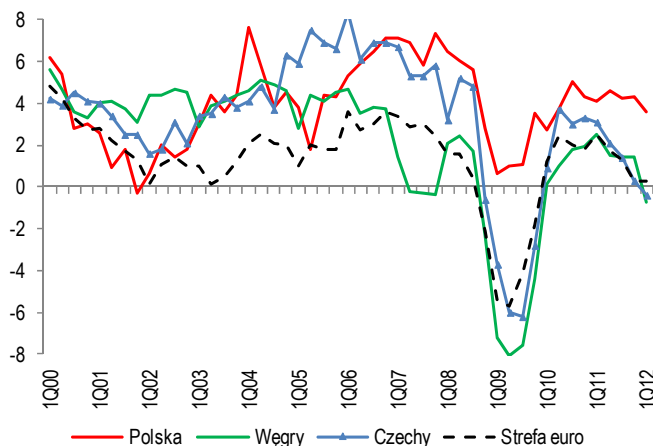
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

*przy współudziale***Daniela Majewskiego**

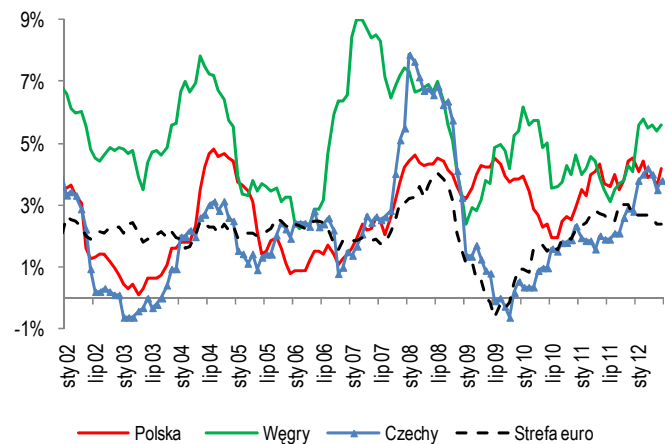
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



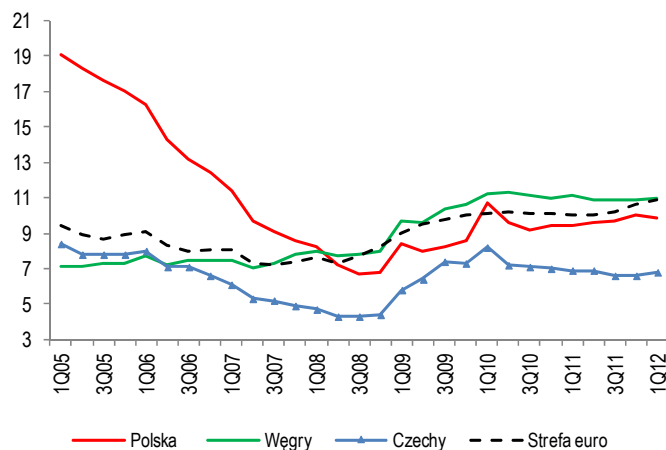
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



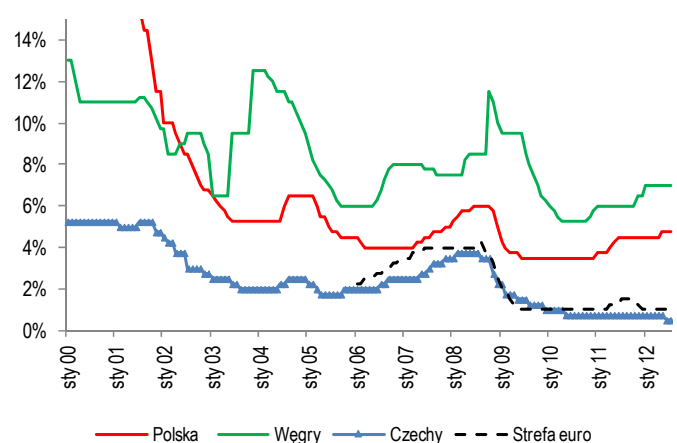
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Tabela 1. Kryteria konwergencji – porównanie krajów regionu Europy Środkowej.

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	3.0	3.4	-2.9	43.9
Węgry	4.1	8.3	-2.5	78.5
Polska	4.0	5.7	-3.0	55.0
Rumunia	3.5	7.1	-2.8	34.6
Kryterium konwergencji	<u>3.1</u>	<u>4.0</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2012, przygotowane wiosną 2012.

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.

Temat Miesiąca

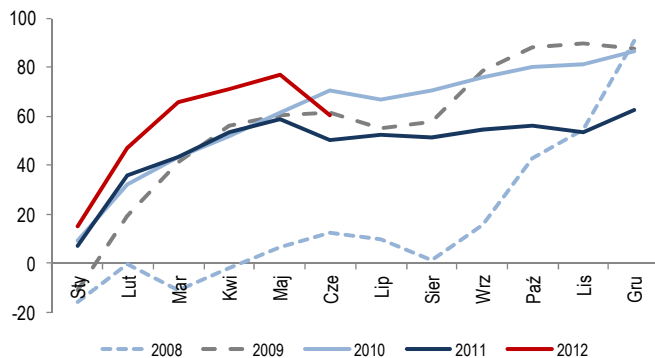
Obawy o sytuację fiskalną znów na pierwszym planie?

- ☐ Spowolnienie gospodarcze w II półroczu 2012 może być trudnym testem dla budżetu i zdolności Ministerstwa Finansów do utrzymania deficytu pod kontrolą. To wynika z wysokiej procykliczności finansów publicznych w Polsce, które szybko reagują na zmiany wzrostu gospodarczego.
- ☐ Już w pierwszej połowie bieżącego roku przychody z podatków rozczarowały, głównie przez niskie wpływy z VAT. Spodziewamy się, że również w nadchodzących miesiącach wpływy podatkowe będą niskie i na koniec roku wyniosą około 0,7% PKB mniej niż planowano, jednak niedobór ten zostanie zniwelowany przez przychody pozapodatkowe.
- ☐ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, deficyt sektora rządowego pozostanie poniżej rocznego celu, ale deficyt sektora finansów publicznych może negatywnie zaskoczyć.
- ☐ Jesteśmy bardziej zaniepokojeni o sytuację fiskalną w 2013 roku niż w 2012 roku. Jednakże ostatnie komentarze strony rządowej sugerują, że Ministerstwo Finansów jest świadome potencjalnego ryzyka i budżet na rok 2013 może zawierać „bufory bezpieczeństwa”.
- ☐ Pomimo pogorszającej się sytuacji fiskalnej, rynek obligacji rządowych będzie częściowo chroniony przez fakt, iż Ministerstwo Finansów zrealizowało ok. 85% potrzeb pożyczkowych Polski na bieżący rok. To powinno przyczynić się do stabilizacji rentowności krajowych obligacji.

Przez ostatnie dwa lata Polska doświadczyła znacznej poprawy sytuacji fiskalnej dzięki stopniowym cięciom wydatków, jak też dzięki pozytywnym czynnikom cyklicznym. Jednakże tempo konsolidacji fiskalnej najprawdopodobniej spowolni w nadchodzących kwartałach. Co prawda strona rządowa pozostaje skupiona na oszczędnościach fiskalnych, ale czynniki makroekonomiczne stwarzają coraz bardziej niekorzystne warunki. Najnowsze dane potwierdzają, że finanse publiczne w Polsce już zaczęły odczuwać negatywny wpływ spowolnienia gospodarczego. Deficyt budżetowy powiększył się w pierwszych miesiącach 2012 roku głównie przez rozczarowujące wpływy z podatków pośrednich i został wsparty przez czynniki jednorazowe. W szczególności przychody z tytułu podatku od wartości dodanej (VAT), największe źródło przychodów budżetowych, osiągnęły jedynie 45% całorocznego planu po pierwszym półroczu 2012 roku w porównaniu do średniego wyniku na poziomie 50,3% w dwóch poprzednich latach. Zgodnie z naszymi prognozami, wzrost przychodów z VAT w pierwszym kwartale 2012 był niższy niż wynikałoby to z wzrostu popytu krajowego (wykresy 3 i 4). Również wpływy z PIT i akcyzy były gorsze niż oczekiwano. Z drugiej strony, póki co przychody z CIT były wyraźnie lepsze od planowanych, co odzwierciedla opóźniony wpływ ubiegłorocznych podwyżek podatków dla przedsiębiorstw. Reasumując, ostatnie trendy budżetowe są niemiłym przypomnieniem, że finanse publiczne w Polsce są silnie procykliczne i tak jak w 2008-2009 roku

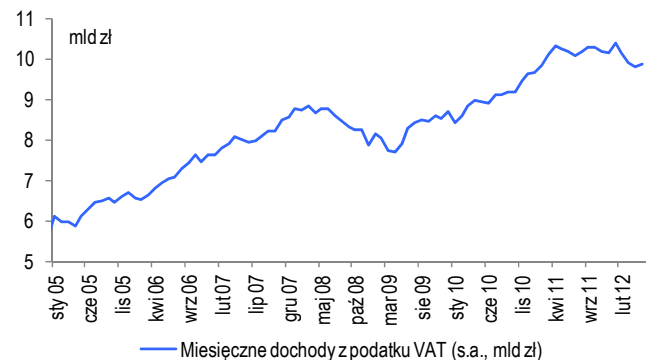
spowolnienie gospodarcze może powstrzymać (albo przynajmniej spowolnić) poprawę sytuacji fiskalnej.

Wykres 5. Wykonanie budżetu w Polsce (% rocznego planu).



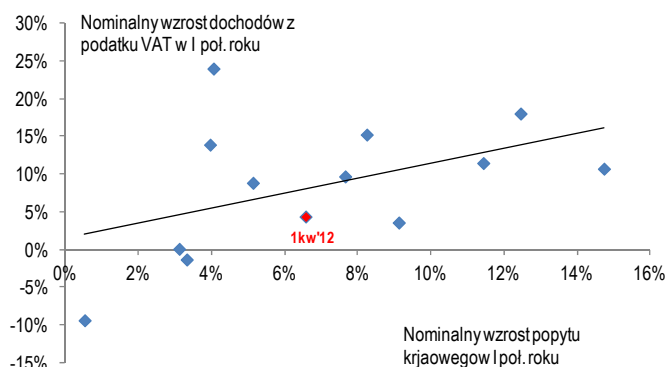
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

Wykres 6. Wpływy z VAT (wyrównane sezonowo) ponownie spadają, co generuje ryzyko dla budżetu.



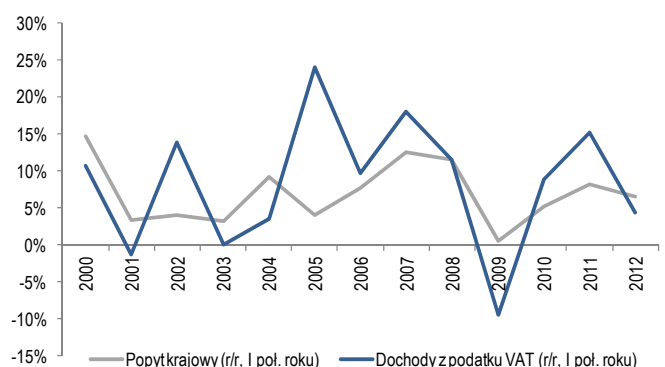
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

Wykres 7. Wzrost przychodów z VAT w pierwszych miesiącach 2012 był słabszy niż wynikałoby to z popytu krajowego.



Wartość dla 2012 roku oparta jest na wyniku I kwartału 2012 roku.
Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Research

Wykres 8. ... a jeśli spowolnienie gospodarcze pogłębi się, przychody podatkowe mogą nadal rozczarowywać.



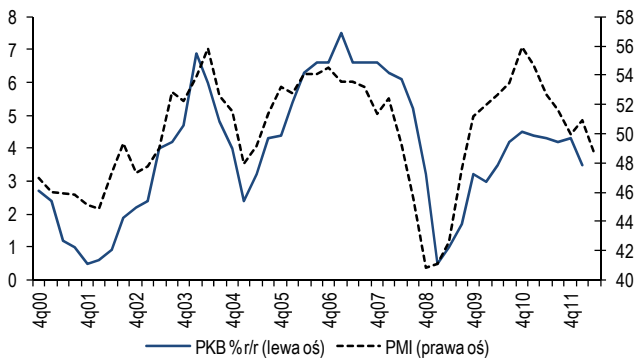
Wartość dla 2012 roku oparta jest na wyniku I kwartału 2012 roku.
Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Research

W celu zrównoważenia negatywnego wpływu niskich przychodów podatkowych na deficyt budżetowy, Ministerstwo Finansów stara się trzymać wydatki pod kontrolą. Jednak najbardziej pozytywnym czynnikiem dla budżetu nie była kontrola wydatków, lecz transfer środków z Narodowego Banku Polskiego. NBP w 2011 roku osiągnął ok. 8,6 mld zł zysku, z czego ponad 8 mld zł zostało przekazane do budżetu w czerwcu. Ponieważ Ministerstwo Finansów nie wliczyło żadnych wpływów z tego źródła do ustawy budżetowej, zysk banku centralnego pomógł zmniejszyć deficyt budżetowy do planowanej wartości.

W związku z tym, iż I-sze półrocze bieżącego roku ciągle było okresem relatywnie silnego wzrostu, obecne dane stawiają pytania co do możliwego pogorszenia stanu finansów publicznych w II półroczu 2012 roku, kiedy wzrost gospodarczy jeszcze bardziej spowolni. Miesięczne dane potwierdzają znaczące osłabienie aktywności w przemyśle i budownictwie w II-im kwartale bieżącego roku, pomimo pozytywnego wpływu współorganizowania turnieju Euro 2012 przez Polskę w czerwcu. Wskaźniki wyprzedzające, wliczając w to PMI dla przemysłu, sugerują, że spowolnienie nie wynikało z czynników jednorazowych, ale po prostu jest

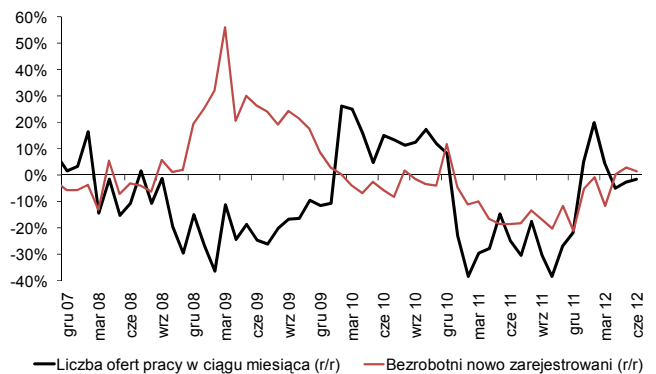
spowodowane długotrwałym osłabieniem w nowych zamówieniach (zarówno tych z zagranicy jak i krajowych). Dodatkowo rynek pracy pokazuje stagnację płac realnych i wyraźne spowolnienie w zatrudnieniu przy spadającej liczbie nowych wakatów (wykresy 9 i 10). Dane te są zgodne naszymi oczekiwaniami prezentowanymi od dłuższego czasu, iż w II-im półroczu 2012 roku polska gospodarka doświadczy poważniejszego spowolnienia gospodarczego, a wzrost PKB za ten okres spadnie w kierunku 2% r/r.

Wykres 9. PMI dla przemysłu sugeruje dalsze spowolnienie w II i III kwartale.



Źródło: Reuters, GUS, Citi Research

Wykres 10. Rynek pracy również nie wykazuje oznak poprawy.



Źródło: GUS, Citi Research

Tabela 2. Wpływy podatkowe najprawdopodobniej rozczarują, ale powinno być to w znacznym stopniu zrównoważone wpływami pozapodatkowymi, w szczególności zyskiem NBP

Źródło przychodu	Plan	Prognoza	Różnica vs. plan
VAT	132,2	124,1	-8,1
Akcyza	62,6	59,4	-3,2
CIT	26,6	27,9	1,3
PIT	40,3	38,8	-1,5
Dywidendy	8,15	9,0	0,9
NBP	0,0	8,1	8,1
Razem			-2,6

Źródło: prognozy Citi Research, dane Ministerstwa Finansów

Patrząc na ostatnie wykonanie budżetu i ekstrapolując trend na kolejne miesiące, wliczając w to sezonowość przychodów, nasz model sugeruje, że spadek wpływów z VAT może sięgnąć 7-9 mld zł w całym roku. Dodając do tego słabsze przychody z akcyzy i PIT oraz lepsze niż oczekiwano wpływy z CIT możemy wyliczyć, iż przychody podatkowe będą niższe niż zakładano w planie o około 11 mld zł, tj. 0,7% PKB (tabela 2).

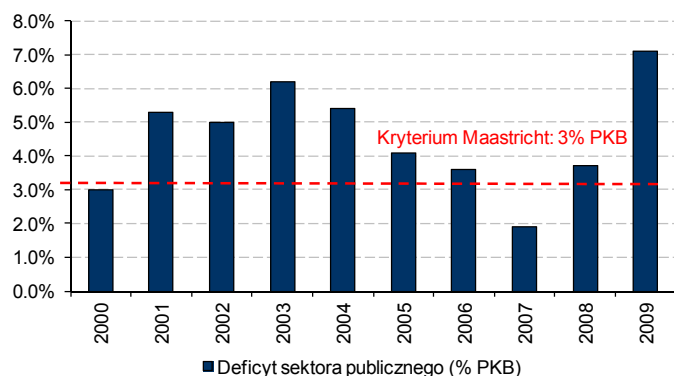
Licząc na bank centralny i dywidendy

Niedobór przychodów podatkowych może być częściowo zrekompensowany przez pozapodatkowe przychody. Tak jak pisaliśmy wcześniej, największą ulgą dla budżetu było przekazanie ponad 8 mld złotych z zysku osiągniętego przez NBP w 2011 roku. Ponadto, Ministerstwo Skarbu już teraz naciska na wyższe niż początkowo planowano dywidendy ze spółek z udziałem skarbu państwa i wygląda na to, że jest na drodze do przekroczenia planowanego poziomu przychodów.

Istotne jest również to, że w przeszłości Ministerstwo Finansów wykazywało zdolności do kontrolowania kosztów i z tego powodu w dwóch ostatnich latach (2010 i 2011) wydatki były średnio 2,8% niższe niż planowano. Jeśli taka dyscyplina wydatkowa powtórzy się również w tym roku (a wierzymy, że jest to prawdopodobne), całkowity deficyt sektora rządowego powinien być niższy o 5-7 mld złotych niż 35 mld złotych założonych w planie, nawet pomimo gorszych przychodów z VAT. Oznacza to, że dzięki czynnikom jednorazowym (zysk NBP) oraz dzięki zmniejszonym wydatkom deficyt sektora rządowego powinien pozostać na akceptowalnych poziomach.

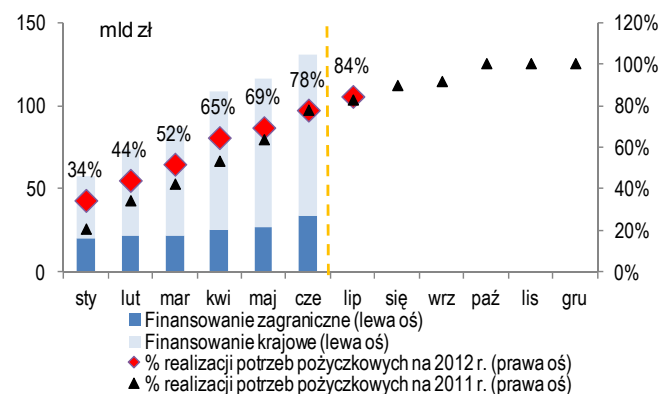
Potencjalnym ryzykiem dla tej prognozy jest możliwa decyzja Sądu Najwyższego, który może orzec, iż obecna reguła indeksacji emerytur nie jest zgodna z konstytucją, co zmusi budżet do wypłaty odszkodowań dla niektórych emerytów (będzie to kosztowało około 2 mld złotych). Jest to związane ze zmianami w zasadach indeksacji, które wprowadziły równy kwotowy wzrost emerytur dla wszystkich świadczeniobiorców a jednocześnie nie wpływają na wielkość całkowitych wydatków budżetowych w porównaniu z poprzednimi zasadami. Oznacza to, że osoby z wyższymi emeryturami otrzymują mniejsze podwyżki w ujęciu procentowym. Zmiana ta miała na celu ograniczenie dysproporcji w wysokościach świadczeń bez dodatkowych kosztów dla budżetu, jednakże naszym zdaniem taka zmiana może zostać uznana za niekonstytucyjną przez Sąd Najwyższy. Jednak, nawet jeśli rząd będzie zmuszony wypłacić rekompensaty dla niektórych emerytów, najprawdopodobniej obciążą to budżet dopiero w 2013 roku i nie zwiększy znacząco wydatków w bieżącym roku. Uważamy również, że ten potencjalny koszt jest do udźwignięcia dla budżetu.

Wykres 11. Deficyt sektora finansów publicznych będzie najprawdopodobniej wyższy niż planuje Ministerstwo Finansów, ale pozostaje w trendzie spadkowym.



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Finansów, Citi Research

Wykres 12. Potrzeby pożyczkowe vs. plan.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

Mimo, że deficyt sektora rządowego najprawdopodobniej pozostanie w założonych limitach dzięki przychodom pozapodatkowym oraz dyscyplinie fiskalnej, widzimy ryzyko słabszego od oczekiwań wykonania deficytu sektora finansów publicznych. Wskazuje na to sytuacja budżetowa samorządów lokalnych oraz funduszy społecznych, które są narażone na negatywne efekty spowodowane przez spowolnienie gospodarcze i gorszą sytuację na rynku pracy. Co więcej, na bilans sektora finansów publicznych (liczony zgodnie z europejską metodologią ESA95) nie wpływa zysk przekazany przez bank centralny. W związku z tym spodziewamy się, że

deficyt sektora finansów publicznych będzie wyższy niż 2,9% PKB oczekiwanego przez rząd i wyniesie około 3,1 - 3,5% PKB w 2012 roku¹.

Jesteśmy bardziej zaniepokojeni o sytuację fiskalną w 2013 roku niż w 2012 roku. Jeśli popyt krajowy pozostanie niski, może doprowadzić do poważnego załamania w przychodach budżetowych ze względu na potencjalnie niższe wpływy z CIT i dalsze słabe wykonanie przychodów z VAT. Jednakże ostatnie komentarze strony rządowej sugerują, że Ministerstwo Finansów jest świadome potencjalnego ryzyka i budżet na rok 2013 może zawierać „bufory bezpieczeństwa”, które będą mogły zrównoważyć niekorzystne warunki gospodarcze.

Dobre wyniki emisji obligacji stabilizują rynek

Pomimo niekorzystnych warunków rynkowych w strefie euro, zarządzający długiem w Ministerstwie Finansów spisali się bardzo dobrze, jeśli chodzi o realizację potrzeb pożyczkowych państwa. Na chwilę obecną Ministerstwo Finansów zrealizowało ok. 85% potrzeb pożyczkowych na rok 2012 (wykres 12) i szacujemy, że liczba ta osiągnie ok. 100% na koniec 3 kwartału. Oczekujemy, że Ministerstwo Finansów wykorzysta sprzyjające warunki rynkowe i w ostatnim kwartale 2012 roku będzie prefinansowało potrzeby pożyczkowe na 2013 rok. Jednocześnie wysoka realizacja potrzeb pożyczkowych sprawia, że Ministerstwo Finansów będzie mogło przeczekać ewentualne zawirowania na światowych rynkach. Powinno to pomóc resortowi finansów w utrzymaniu relatywnej stabilności rentowności polskich obligacji. Tak jak w poprzednich latach, jeżeli nastroje rynkowe pozostaną pozytywne, a rentowności obligacji spadną, Ministerstwo Finansów najprawdopodobniej będzie starało się wykorzystać tę sytuację organizując kolejne przetargi papierów rządowych. Z drugiej strony, ewentualny nagły skok rentowności w górę zostanie częściowo zniwelowany przez możliwość ograniczenia podaży przez rząd. Mając to na uwadze oczekujemy, że polski rynek obligacji pozostanie relatywnie stabilny i będzie bardziej odporny na wzrost zmienności na rynkach finansowych niż niektóre rynki europejskie.

¹ Jeśli deficyt sektora finansów publicznych spadnie poniżej 3,5% PKB, Unia Europejska będzie mogła wyłączyć Polskę z procedury nadmiernego deficytu

Gospodarka w skrócie

Miesiąc negatywnych niespodzianek

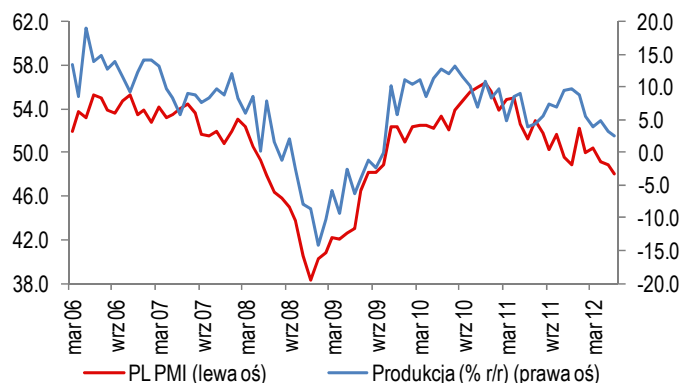
- Dane ekonomiczne opublikowane w ciągu ostatnich kilku tygodni były słabsze niż oczekiwano (zarówno dane o produkcji, sprzedaży detalicznej jak i dane z rynku pracy) i wspierają scenariusz dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego.
- Inflacja wzrosła w czerwcu do 4,3% r/r z 3,6% r/r w maju i okazała się wyższa od oczekiwań rynkowych głównie za sprawą wzrostu cen żywności. Jednak pogorszenie sytuacji na rynku pracy ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy.
- Bank centralny oczekuje wyraźnego spowolnienia gospodarczego i spadku inflacji. Choć członkowie RPP dostrzegli oznaki spowolnienia wzrostu gospodarczego, to większość członków RPP wciąż wydaje się niechętna do zbyt wczesnych obniżek stóp procentowych. Oczekujemy 2-3 obniżek stóp procentowych w 2013 r.

Mimo kolejnych sygnałów spowolnienia ...

Dane o aktywności gospodarczej opublikowane w ciągu ostatnich kilku tygodni były słabsze niż oczekiwano. Najnowsze dane o PMI rozczarowały odczytem na poziomie 48 punktów wobec 48,9 pkt w maju i pokazały głębszy spadek aktywności w sektorze przemysłowym. Jest to wynikiem osłabienia przede wszystkim popytu zagranicznego, który przeżywa załamanie związane z napiętą sytuacją w strefie euro. Jednak wyraźny spadek zamówień odnotowano także na skutek dalszego spadku popytu krajowego. Coraz słabszą sytuację w krajowym przemyśle potwierdziły dane o produkcji przemysłowej za czerwiec, które okazały się znacznie gorsze od rynkowych oczekiwań. Tempo wzrostu produkcji wyhamowało do 1,2% r/r z 4,6% w maju, natomiast dane o produkcji po oczyszczeniu o efekt sezonowy pokazały spowolnienie tempa wzrostu produkcji do 2,6% r/r z 3,1% r/r w maju, tj. do najniższego poziomu od października 2009 r. Jednocześnie produkcja budowlana spadła w czerwcu o 5,1% r/r wobec wzrostu o 6,2% r/r w maju, a po wyrównaniu sezonowym do 1,7% z 7,2% w maju.

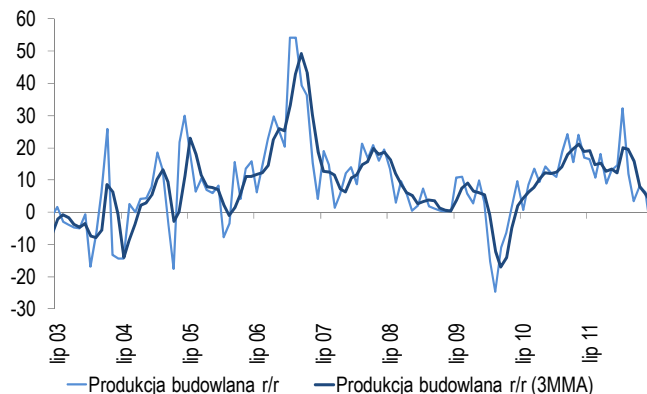
Pomimo organizacji turnieju Euro 2012 wzrost sprzedaży detalicznej wyhamował w czerwcu do 6,4% r/r z 7,7 r/r w maju głównie za sprawą wyhamowania wzrostu sprzedaży samochodów i paliw. Odczyt sprzedaży był niższy niż konsensus rynkowy na poziomie 9% r/r. Choć turniej Euro 2012 spowodował przyspieszenie wzrostu sprzedaży żywności oraz sprzedaży w kategorii RTV, AGD to najprawdopodobniej jednocześnie przyczynił się także do wyhamowania tempa wzrostu sprzedaży paliw (do 7,7% r/r z 12,6% r/r w maju), gdyż część kibiców zdecydowała się ograniczyć podróże w trakcie turnieju zasiadając przed telewizorem. Dodatkowo do słabego wyniku sprzedaży detalicznej doprowadziło w dużym stopniu znaczne spowolnienie wzrostu sprzedaży samochodów (do 1% r/r z 7,2% r/r w maju).

Wykres 13. Produkcja przemysłowa i indeks PMI



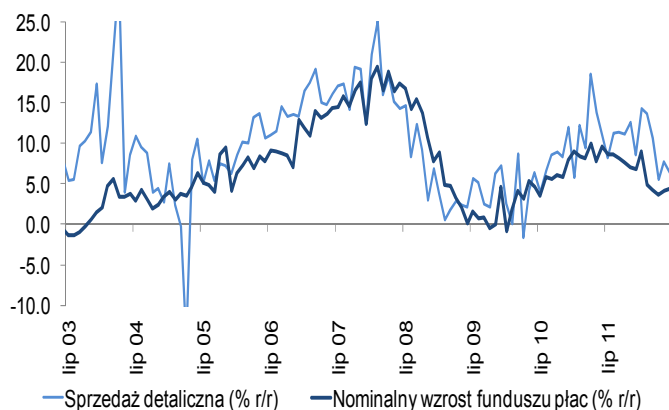
Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Produkcja budowlana



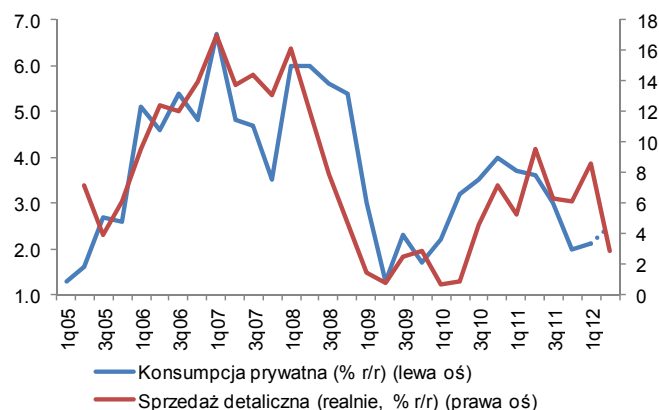
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 5. Sprzedaż detaliczna (w dużych sklepach) oraz fundusz płac.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 66. Realny wzrost sprzedaży detalicznej vs. konsumpcja prywatna.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Dane publikowane w ostatnich miesiącach wspierają nasz scenariusz zakładający dalsze wyhamowanie wzrostu gospodarczego w II kwartale. Miesięczne dane GUS pokazują, że wzrost produkcji w II kwartale spowolnił do 2,9% r/r z 4,9% r/r w I kwartale, podczas gdy wzrost produkcji budowlanej spowolnił do 3,1% r/r z 15,9% r/r w I kwartale, co jest negatywnym sygnałem dla szacunków inwestycji. Oczekujemy spowolnienia wzrostu PKB w II kwartale do 3% r/r z 3,5% r/r w I kwartale, głównie za sprawą spowolnienia inwestycji do 6,2% z 6,7% r/r w I kwartale oraz redukcji zapasów, przy nieznacznym ożywieniu konsumpcji prywatnej do 2,5% r/r z 2,1% r/r w I kwartale. Jednocześnie dostrzegamy jednak ryzyko w dół dla naszej prognozy konsumpcji prywatnej, biorąc pod uwagę miesięczne dane o sprzedaży detalicznej, które pokazały spowolnienie wzrostu sprzedaży w ujęciu realnym w II kwartale do 2,9% r/r z 8,6% r/r w I kwartale.

Naszym zdaniem spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie kontynuowane w II połowie roku oraz w I połowie 2013 r. Sądzymy, że po turnieju piłkarskim Euro 2012 finalizacja projektów infrastrukturalnych znacznie wyhamuje, co będzie związane z dużą redukcją wydatków publicznych z uwagi na postępujące zacieśnienie fiskalne. Oczekujemy również, że dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy będzie negatywnie wpływało na konsumpcję prywatną. Ostatnie dane potwierdzają niezbyt

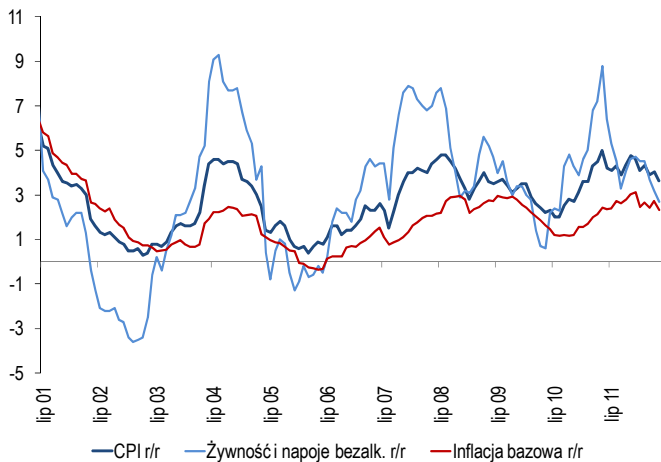
optymistyczne perspektywy rynku pracy. Dane za czerwiec pokazały spowolnienie tempa wzrostu zatrudnienia do 0,1% r/r z 0,3% r/r w maju. Ponadto, realne tempo wzrostu płac pozostało blisko zera. W kolejnych miesiącach oczekujemy utrzymania się negatywnych tendencji na rynku pracy. Jednocześnie sądzimy, że w pewnym stopniu czynnikiem stabilizującym mógłby być słabszy kurs złotego, który przyczyniałby się do poprawy bilansu handlowego mimo recesji w strefie euro. W kolejnych kwartałach spodziewamy się dalszego wyhamowania wzrostu gospodarczego do 2,1% r/r w III kwartale oraz 1,8% r/r w IV kwartale tego roku. Ponadto sądzimy, że tempo wzrostu PKB utrzyma się poniżej 2% r/r w I połowie 2013 roku.

Bank centralny oczekuje wyraźnego spowolnienia gospodarczego i spadku inflacji, jednak członkowie RPP wykazują raczej ograniczone zaufanie do modeli prognostycznych. Zakładany przez nas scenariusz spowolnienia gospodarczego jest zgodny co do kierunku z projekcjami banku centralnego. Jednak skala oczekiwanego spowolnienia wzrostu PKB przez NBP jest jeszcze większa niż założona w naszych szacunkach. W lipcowej projekcji PKB bank centralny zrewidował w dół prognozę wzrostu gospodarczego na 2013 r. do 2,1% r/r z 2,3% r/r prognozowanych w marcu. Taka prognoza jest nie tylko niższa od naszego szacunku, ale także jest jedną z najniższych na rynku. Poza tym NBP spodziewa się spadku inflacji w 2012 r. i w 2013 r. poniżej celu inflacyjnego. Jednak w swoich wypowiedziach członkowie RPP sugerowali, że mają raczej ograniczone zaufanie do modeli prognostycznych.

... RPP poczeka z obniżkami stóp do przyszłego roku

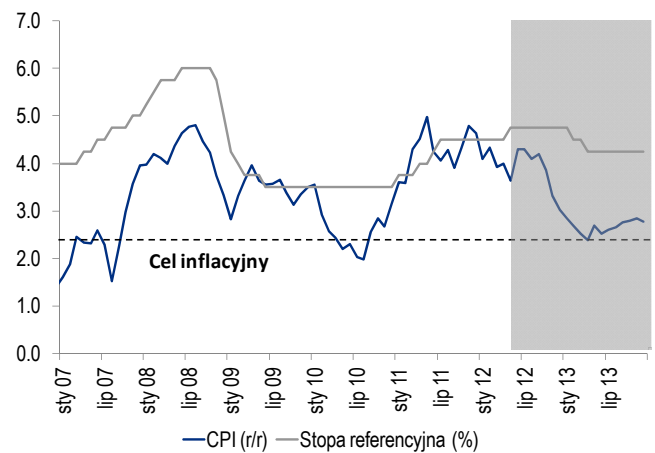
Inflacja wzrosła w czerwcu do 4,3% r/r z 3,6% r/r w maju. Wzrost CPI był bliski naszej prognozy 4,4% r/r i wyższy od rynkowego konsensusu na poziomie 4,1% r/r. Tak jak sygnalizowaliśmy, wzrost inflacji był przede wszystkim efektem stosunkowo wysokiego wzrostu cen żywności (0,7% m/m wobec -0,8% średnio w ostatnich 5-ciu latach). Obawy o znaczny wpływ turnieju EURO 2012 okazały się jednak nieuzasadnione, gdyż ceny w kategorii „restauracje i hotele” jak również „rekreacja i kultura” wzrosły nieznacznie. Sądzimy, że wzrost inflacji jest tymczasowy, a w dalszej części roku inflacja będzie stopniowo spadać, poniżej 3% na koniec roku oraz do ok. 2,5% r/r na początku 2013 r. Spowolnienie gospodarcze oraz stosunkowo słaby rynek pracy prawdopodobnie utrzymają w ryzach presję płacową i cenową. Jedyne ryzyka dla inflacji pochodzą z zewnątrz i są związane ze wzrostem cen żywności na świecie oraz ewentualnym osłabieniem złotego. Sądzimy, że inflacja bazowa pozostanie niska w 2012

Wykres 17. Struktura inflacji.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

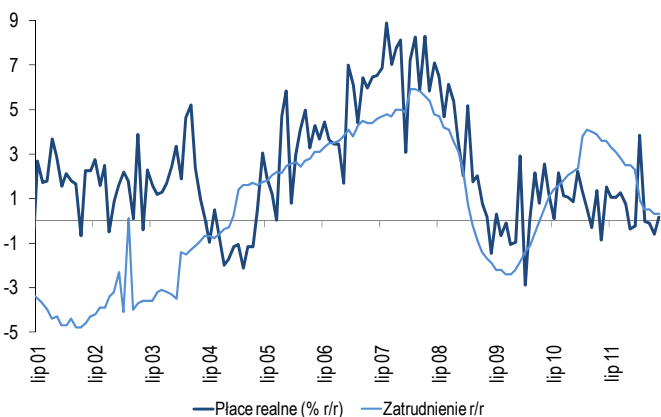
Wykres 18. Prognoza inflacji.



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

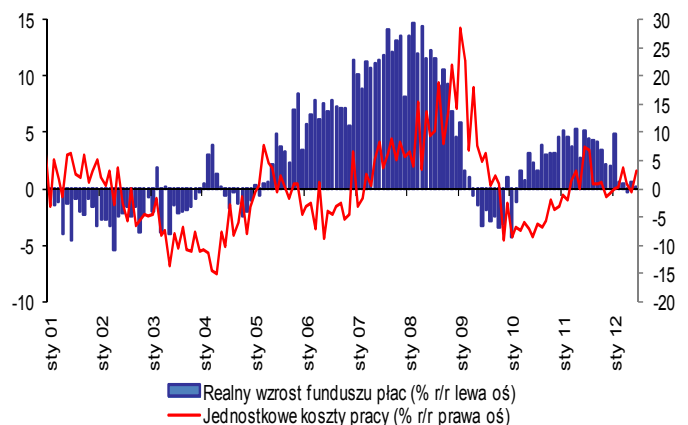
Dane z rynku pracy za czerwiec były mieszane, gdyż pokazały słabszy wzrost zatrudnienia oraz wyższy wzrost płac. Tempo wzrostu zatrudnienia spowolniło do 0,1% r/r w czerwcu z 0,3% r/r w maju, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami i poniżej rynkowego konsensusu 0,2% r/r. Jednocześnie tempo wzrostu płac przyspieszyło do 4,3% r/r z 3,8% r/r w maju, co było powyżej naszej prognozy oraz rynkowego konsensusu 3,5% r/r.

Wykres 7. Płace realne oraz zatrudnienie.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 20. Jednostkowe koszty pracy i realny wzrost funduszu płac.

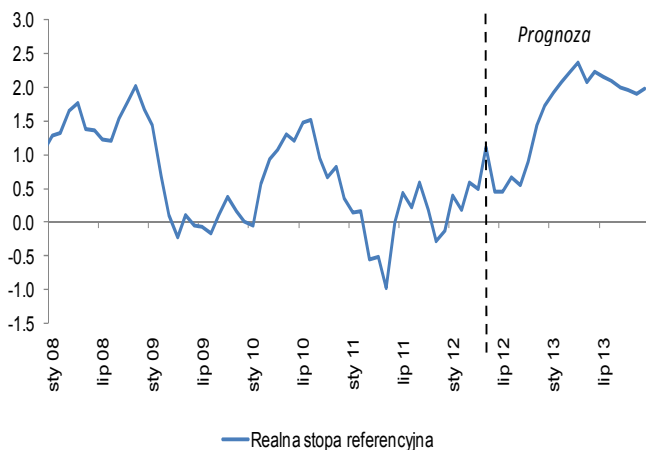


Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

Pogorszenie sytuacji na rynku pracy negatywnie wpłynęło na perspektywy konsumpcji oraz ograniczyło ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Biorąc pod uwagę ostatnio opublikowane dane o inflacji za czerwiec (4,3% r/r) wzrost płac w ujęciu realnym nie uległ zmianie w porównaniu do analogicznego miesiąca ubiegłego roku. Realny wzrost funduszu płac spowolnił do 0% r/r, co jest negatywnym sygnałem dla konsumpcji w kolejnych kwartałach. Spodziewamy się spowolnienia wzrostu konsumpcji w III kwartale do 2% r/r i nieznacznego odreagowania w IV kwartale. Jednocześnie wzrost jednostkowych kosztów pracy był bliski zera w ujęciu rocznym przez kilka ostatnich miesięcy, a słaba sytuacja na rynku pracy ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy.

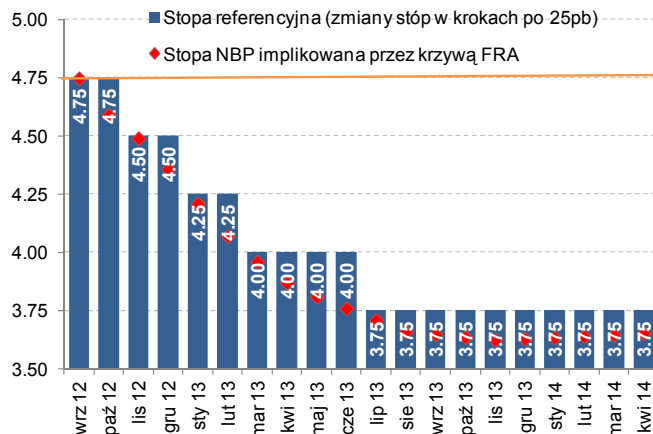
Członkowie RPP dostrzegli oznaki spowolnienia wzrostu gospodarczego, ale większość członków RPP wciąż wydaje się niechętna do zbyt wczesnych obniżek stóp procentowych. W lipcu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian i utrzymała nieformalne restrykcyjne nastawienie. Jednocześnie jednak ton komentarzy prezesa NBP sugerował, że Rada nie planuje podwyżek stóp procentowych w najbliższym czasie. Członkowie RPP przyznali, że są obecnie bardziej zaniepokojeni przez sygnały spowolnienia gospodarczego niż w maju, gdy przegłosowali wniosek o podwyżkę stop procentowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady zasugerowali nawet możliwość poluzowania polityki pieniężnej przed końcem roku. To wzmocniło rynkowe oczekiwania na obniżki stóp procentowych jeszcze w tym roku. Tak jak sugerowaliśmy w poprzednich miesiącach, sądzimy, że słabe perspektywy wzrostu gospodarczego oraz powolny wzrost płac uzasadniają poluzowanie polityki pieniężnej. Jednak naszym zdaniem członkowie RPP mogliby stopniowo przechodzić od zacieśniania polityki pieniężnej do jej łagodzenia. Dotychczas komentarze o możliwych obniżkach stóp procentowych udzieliło 3-4 najbardziej gołębih członków Rady Polityki Pieniężnej, podczas gdy reszta wciąż skupia się przede wszystkim na podwyższonym wskaźniku inflacji, mimo niskiej inflacji netto oraz braku presji popytowej. Ponadto szybka obniżka stóp procentowych mogłaby podważyć wiarygodność Rady, gdyż oznaczałaby przyznanie się, że majowa podwyżka stóp procentowych była błędem.

Wykres 28. Stopy realne.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 22. Stopa referencyjna implikowana ze stawek FRA.



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

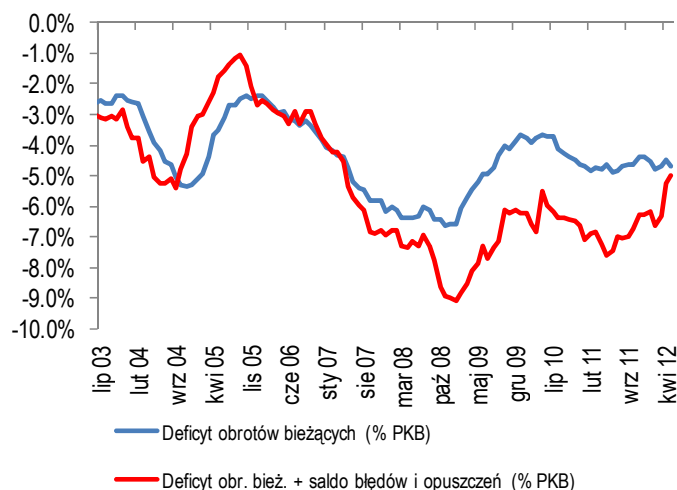
Oczekujemy stopniowego łagodzenia nastawienia w tym roku oraz 2-3 obniżek stóp procentowych w 2013 r. Sądzimy, że po sierpniowej przerwie wakacyjnej we wrześniu Rada może zdecydować się na zmianę nieformalnego nastawienia na neutralne z restrykcyjnego. Mogłoby to nastąpić poprzez usunięcie z komunikatu zdania o tym, że możliwe jest dalsze dostosowanie polityki pieniężnej w przypadku pogorszenia perspektyw inflacji. Pierwszym możliwym i dogodnym terminem, w którym RPP teoretycznie mogłaby się zdecydować na redukcję stóp, byłby listopad, kiedy publikowany będzie nowy zestaw projekcji NBP. Jednak sądzimy, że Rada będzie wolała poczekać z rozpoczęciem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, aż inflacja obniży się poniżej 3,5% r/r. Naszym zdaniem nastąpi to najwcześniej w listopadzie. Biorąc pod uwagę fakt, że dane za listopad zostaną opublikowane w połowie grudnia, to

pierwsza obniżka stóp procentowych mogłaby nastąpić w styczniu przyszłego roku. Uważamy, że RPP zdecyduje się na 2-3 obniżki stóp procentowych po 25 pb w 2013 r., gdy inflacja spadnie w stronę celu inflacyjnego, a realne stopy procentowe wyraźnie wzrosną.

Spadek salda błędów i opuszczeń

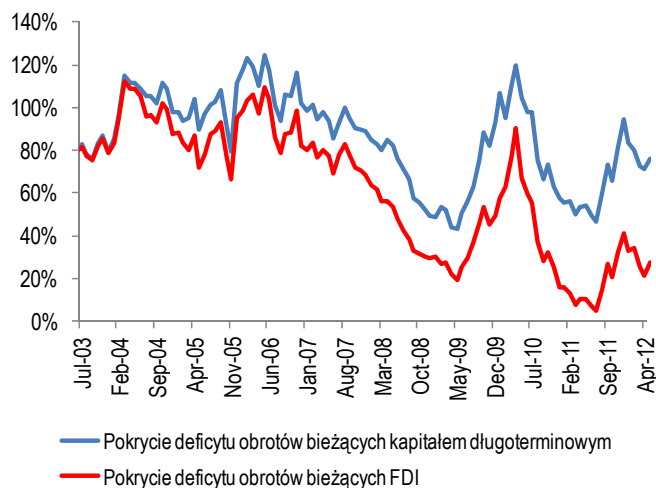
Deficyt obrotów bieżących nieoczekiwanie wzrósł w maju do 815 mln €. Dodatkowo deficyt obrotów bieżących za kwiecień został zrewidowany w górę. Zarówno wzrost eksportu (-0.1% r/r) jak i wzrost importu (-0,1% r/r) w maju okazały się niższe od oczekiwań. Wzrost deficytu obrotów bieżących wynikał z umiarkowanych niespodzianek na poszczególnych rachunkach. Warto zwrócić uwagę także na niewielki wzrost stopnia finansowania deficytu napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz napływem kapitału długoterminowego (BIZ i środki z UE) do 78% jak również dalszy spadek skumulowanego za 12 miesięcy salda błędów i opuszczeń, które spadło w czerwcu do jedynie ok. 0,3% PKB.

Wykres 23. Deficyt obrotów bieżących oraz deficyt powiększony o saldo błędów i opuszczeń (% PKB).



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 249. Pokrycie deficytu w rachunku bieżącym napływem FDI i kapitału długoterminowego.



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Mimo tych pozytywnych dla złotego zjawisk deficyt obrotów bieżących wciąż pozostaje wysoki, a struktura jego finansowania sprawia, że złoty pozostaje wrażliwy na wahania apetytu na ryzyko. Sądzymy, że osłabienie popytu krajowego oraz słaby złoty doprowadzą do ograniczenia deficytu obrotów bieżących do ok. 4% PKB do końca roku.

Oczekujemy osłabienia złotego

Choć w najbliższych tygodniach złoty może utrzymać się na stosunkowo mocnych poziomach kolejne miesiące przyniosą ponowne osłabienie. Po ostatnim umocnieniu spodziewamy się, że kurs złotego będzie w najbliższych tygodniach na stosunkowo mocnych poziomach wspierany przez oczekiwania na działania banków centralnych. Jednocześnie pozytywnie na złotego wpływać może wciąż wysoki popyt na krajowe obligacje skarbowe ze strony inwestorów zagranicznych. Kolejne miesiące mogą przynieść ponowne osłabienie krajowej waluty wraz z oczekiwanym umocnieniem dolara wobec euro i powrotem awersji do

ryzyka m.in. w związku z oczekiwanym wyjściem Grecji ze strefy euro oraz potrzebą wprowadzenia programów pomocowych dla Hiszpanii i Włoch. Złoty jest ciągle podatny na zmiany przez relatywnie wysoki deficyt obrotów bieżących i silną korelację ze zmianami apetytu na ryzyko. Skala korekty może być ograniczona przez potencjalne interwencje Ministerstwa Finansów i banku centralnego nakierowane na redukcję krótkoterminowych przepływów kapitałów spekulacyjnych.

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

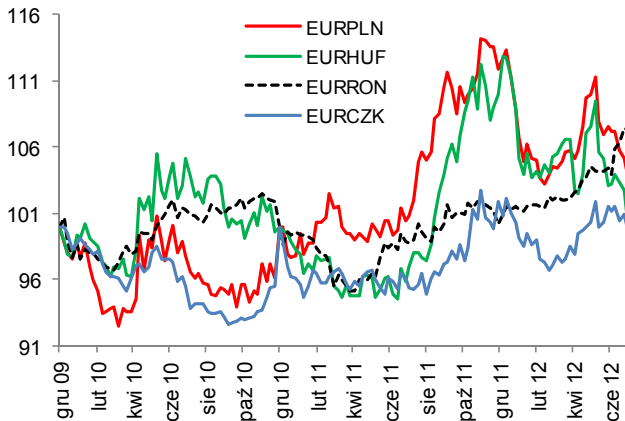
	30/7/2012	III kw. '12	IV kw. '12	I kw. '13	II kw. '13
USD/PLN	3.378	3,44	3,55	3,66	3,78
EUR/PLN	4.1411	4,20	4,26	4,32	4,30
GBP/PLN	5.2962	5,38	5,46	5,61	5,70
CHF/PLN	3.4475	3,55	3,55	3,60	3,66

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Perspektywa obniżek stóp i niska podaź wspierają dług

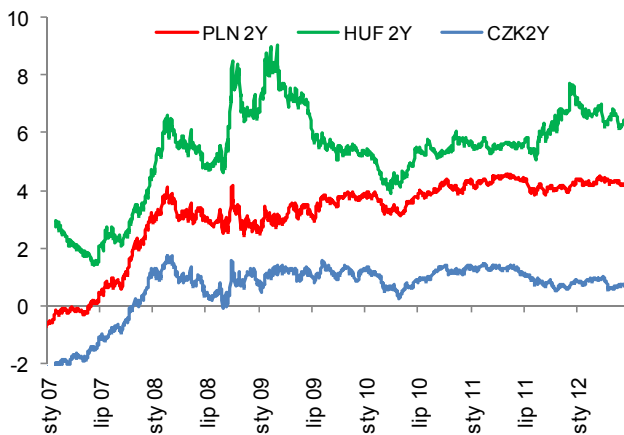
Rynek obligacji powinien być wspierany przez wysoki poziom realizacji potrzeb pożyczkowych, choć w ciągu kilku tygodni może dojść do korekty stóp FRA w związku z przeszacowaniem przez rynek skali obniżek stóp procentowych. Ograniczona podaź obligacji, oczekiwania na obniżki stóp procentowych oraz poszukiwanie wysokich rentowności przez inwestorów zagranicznych wobec znacznego spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych (ujemne rentowności 2-letnich obligacji m.in. niemieckich obligacji) przyczyniły się do znacznego umocnienia krajowych obligacji skarbowych. Sądzymy jednak, że skala obniżek stóp procentowych oczekiwana przez rynek jest nieco przeszacowana. W związku z tym w perspektywie kilku tygodni oczekujemy korekty stóp FRA w górę. Pomimo pogorszającej się sytuacji fiskalnej, rynek rządowych obligacji powinien być częściowo chroniony przez fakt, iż Ministerstwo Finansów zrealizowało już ok. 85% potrzeb pożyczkowych na bieżący rok (do końca roku musi jeszcze pożyczyć jedynie ok. 26 mld zł). Może to pomóc w stabilizacji stóp rentowności na polskim rynku obligacji na niskich poziomach. Chociaż spodziewamy się spowolnienia gospodarczego, wzrost PKB oraz sytuacja fiskalna jest ciągle relatywnie pozytywna w porównaniu do innych krajów europejskich, co wspierało popyt na polskie obligacje i powinno ograniczyć ryzyko zamykania pozycji portfelowych.

Wykres 25. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



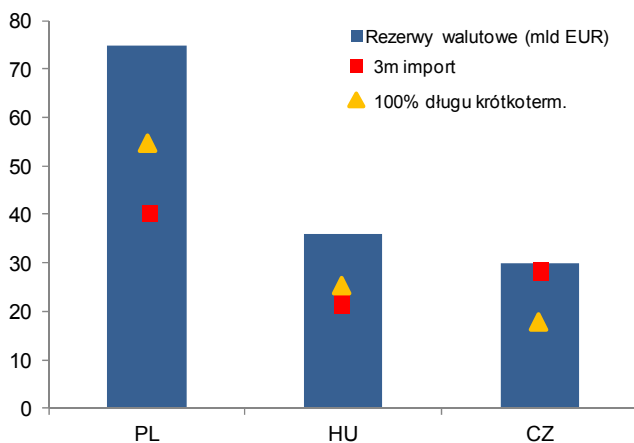
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 117. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



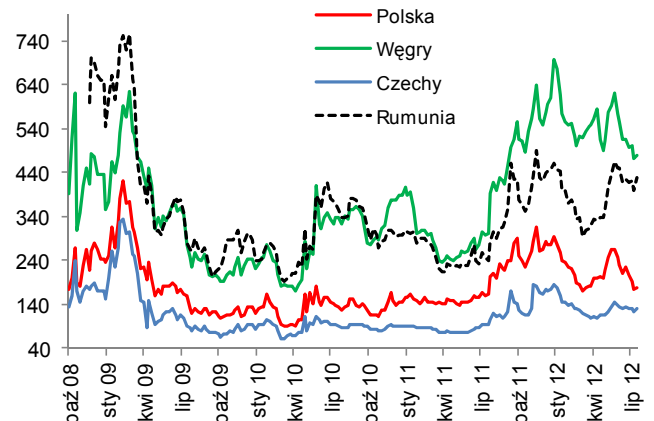
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 139. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



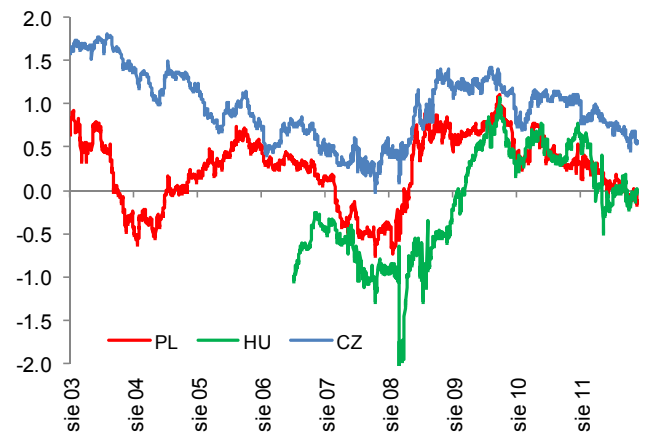
Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 106. Stawki CDS (5-letnie)



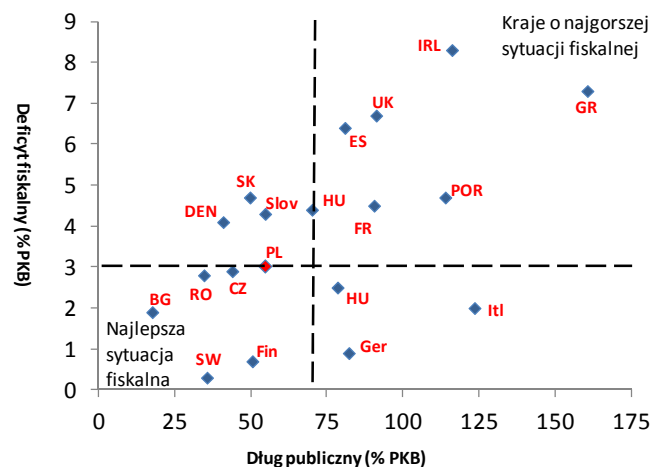
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 128. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 30. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)



Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2011						2012						
	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1.8	7.9	7.4	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6	0.8	2.9	4.6	1.2	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-6.0	4.1	12.6	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0	10.7	-7.5	4.5	-2.0	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2.3	9.0	8.3	7.1	9.5	8.6	10.7	5.0	1.1	3.1	5.2	1.8	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	16.5	10.8	18.1	8.9	13.0	14.6	32.2	12.0	3.5	8.1	6.2	-5.1	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	8.2	11.3	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3	13.7	10.7	5.5	7.7	6.4	-
Stopa bezrobocia (%)	11.8	11.8	11.8	11.8	12.1	12.5	13.2	13.5	13.3	12.9	12.6	12.4	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.1	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3	3.9	4.0	3.6	4.3	-
Inflacja (% m/m)	-0.3	0.0	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6	0.2	0.2	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	5.9	6.8	8.4	8.5	8.9	8.2	7.9	6.0	4.4	4.4	5.0	4.4	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.4	0.6	1.7	0.1	0.7	0.4	0.1	-0.5	0.1	0.7	0.2	-0.5	-
Plące - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	5.2	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3	3.8	3.4	3.8	4.3	-
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,865	-1,382	-1,241	-1,861	-1,473	-1,685	-1,979	-1,668	-670	-713	-815	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.8	-4.7	-4.6	-4.6	-4.4	-4.4	-4.5	-4.8	-4.7	-4.5	-4.7	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1189	-903	-211	-722	-964	-1122	-734	-823	-607	-398	-933	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	10,939	11,492	12,509	12,518	12,112	10,557	11,378	11,744	12,650	11,622	12,088	-	-
Eksport (% r/r)	6.0	15.9	7.5	8.6	8.4	4.7	7.7	6.4	3.8	1.2	-0.1	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,128	12,395	12,720	13,240	13,076	11,679	12,112	12,567	13,257	12,020	13,021	-	-
Import (% r/r)	9.1	12.0	4.5	7.8	5.0	2.4	9.5	7.1	3.0	-3.7	-0.1	-	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.4	8.8	10.2	10.5	11.8	12.5	13.7	12.5	9.3	10.3	11.3	11.1	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.8	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4	12.3	11.9	13.0	13.1	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.1	7.2	9.1	8.6	13.5	12.1	12.5	12.5	7.9	4.2	4.7	2.4	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	13.7	12.1	14.5	14.5	13.3	11.9	11.1	9.5	9.7	10.0	9.7	7.5	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.1	9.6	12.6	12.5	16.1	18.1	15.9	14.8	15.0	13.3	14.1	12.1	-
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75
WIBOR 3M (średnio)	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.97	4.95	4.94	5.05	5.12	5.12
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.96	4.94	4.95	5.11	5.13	5.11
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.62	4.56	4.48	4.45	4.79	4.55	4.51	4.48	4.50	4.63	4.81	4.80	4.50
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.76	4.49	4.47	4.58	4.87	4.78	4.70	4.67	4.61	4.70	4.80	4.63	4.21
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.32	5.16	5.10	5.10	5.29	5.33	5.00	4.86	4.86	4.88	5.04	4.73	4.42
EUR/PLN (koniec okresu)	4.01	4.14	4.41	4.34	4.55	4.41	4.23	4.14	4.16	4.18	4.39	4.26	4.11
USD/PLN (koniec okresu)	2.81	2.87	3.26	3.10	3.42	3.41	3.20	3.07	3.12	3.17	3.54	3.39	3.34
EUR/USD (koniec okresu)	1.43	1.44	1.35	1.40	1.33	1.29	1.32	1.35	1.33	1.32	1.24	1.26	1.25
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	20.4	21.1	20.7	21.9	22.5	21.6	25.1	5.3	16.4	23.0	24.8	20.9	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	50.7	52.5	51.6	54.5	56.1	53.6	62.4	15.1	46.8	65.6	70.9	59.8	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	304	342	426	533	433	470	515	482
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,416	1,525	1,625
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,306	13,492	12,622
Populacja (mln)	38.2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.2	38.2	38.2
Stopa bezrobocia (%)	18.2	14.9	11.2	9.5	11.9	12.2	12.5	12.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.6	6.2	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.7
Inwestycje (% r/r)	6.5	14.9	17.6	9.6	-1.2	-0.2	8.3	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	2.7	5.2	4.6	6.1	2.0	3.5	2.0	1.8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2.1	5.0	4.9	5.7	2.1	3.2	3.1	2.2
Eksport (% r/r)	8.0	14.6	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.5	4.4
Import (% r/r)	4.7	17.3	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.8	2.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0.5	1.4	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	2.1	1.1	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.9
Płace nominalne (% r/r)	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	4.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.75
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	4.77	4.89
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	5.25
USD/PLN (Koniec okresu)	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	3.41	3.55
USD/PLN (Średnia)	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.39
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	4.41	4.26
EUR/PLN (Średnia)	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.24
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-22.2	-18.3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.3	-3.8
Saldo handlu zagranicznego	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.2	-11.6
Eksport	96.5	117.4	145.3	178.7	142.1	165.9	193.9	184.8
Import	99.2	124.5	162.4	204.7	146.4	177.7	208.1	196.3
Saldo usług	0.7	0.7	4.8	5.0	4.8	3.1	6.1	6.6
Saldo dochodów	-6.7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-20.2	-18.2
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7.0	10.7	18.0	10.3	8.8	3.6	9.1	4.2
Rezerwy międzynarodowe	42.2	48.2	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	94.0
Amortyzacja	30.1	23.5	30.2	32.4	24.6	32.1	37.3	37.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.1	-3.6	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.5	47.8	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	51.6
Dług krajowy	34.5	35.6	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	34.7

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.9	4.3	2.7	2.4	3.1	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.6	4.3	3.9	2.6	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.3	-3.8	-4.5	-5.2	-5.3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	4.50	4.75	4.25	4.75	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.96	3.41	3.55	3.43	2.95	2.91
USD/PLN (Średnia)	3.02	2.96	3.39	3.71	3.04	2.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.41	4.26	4.18	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.12	4.24	4.39	3.94	3.90

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Analitik Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

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 jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.