

CitiMonthly

W skrócie

- Gdy miesiąc temu przygotowywaliśmy nasz raport zakładaliśmy, że Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na obniżki stóp w małych krokach. Myliliśmy się i w rzeczywistości stopa referencyjna spadła o 50 pb, a lombardowa nawet o 100 pb.
- Obniżka sprzed miesiąca będzie mieć zauważalny wpływ na gospodarkę dopiero za kilka kwartałów. Niemniej już teraz pojawiają się pozytywne sygnały (nie wynikające z działań RPP), w postaci nieco lepszych danych o PMI oraz produkcji. O ile zostaną one potwierdzone przez dane w kolejnym miesiącu, będzie można je traktować jako oznakę stabilizacji, a następnie przyspieszenia gospodarczego.
- Inflacja jest wciąż zaniżana przez spadające ceny paliw oraz żywności, choć nie widać też żadnych oznak świadczących o presji popytowej. Oczekujemy, że do końca roku wskaźnik CPI pozostanie poniżej zera i zacznie rosnąć dopiero w przyszłym roku.
- Perspektywa niskiej inflacji oraz umiarkowanego, choć stabilizującego się wzrostu zapewne skłoni Radę Polityki Pieniężnej do ponownej obniżki stóp w listopadzie. Wypowiedzi samych członków RPP sugerują jednak, że 50pb obniżki we wrześniu to dla części Rady i tak dużo. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się jeszcze tylko jednego cięcia – w listopadzie o 25pb.
- Pomimo spowolnienia sytuacja fiskalna w tym i przyszłym roku może być lepsza niż wcześniej zakładano. Spodziewamy się spadku deficytu do około 3% w 2014 oraz poniżej 2,5% w 2015 roku. Stwarza to szanse na zniesienie procedury nadmiernego deficytu już w 2015, a najpóźniej 2016 roku. Daje to również rządowi pewną przestrzeń do poluzowania fiskalnego, o ile okaże się ono potrzebne.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

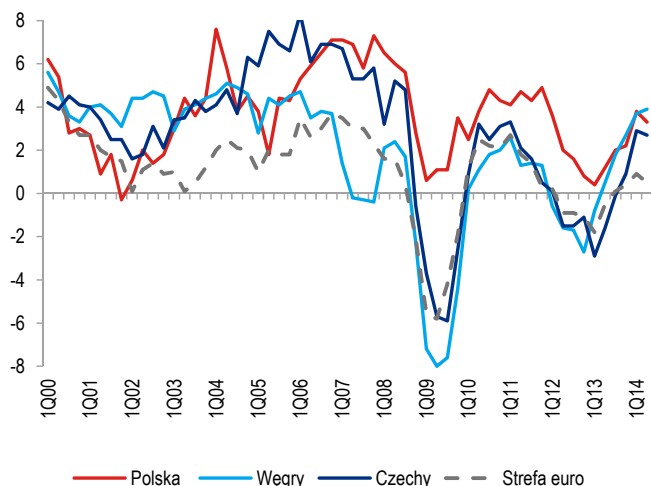
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

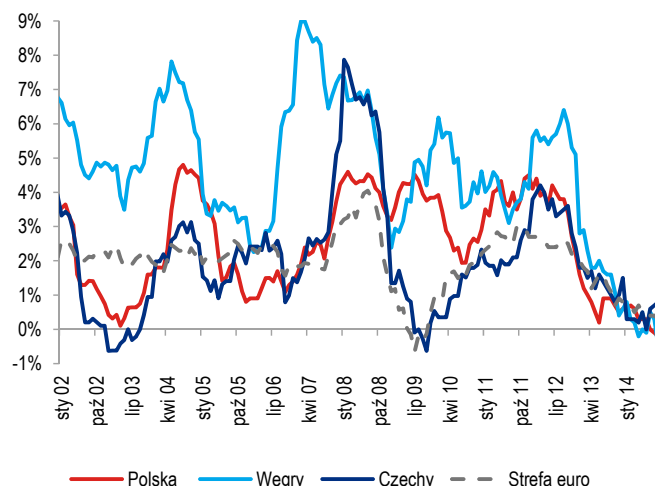
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



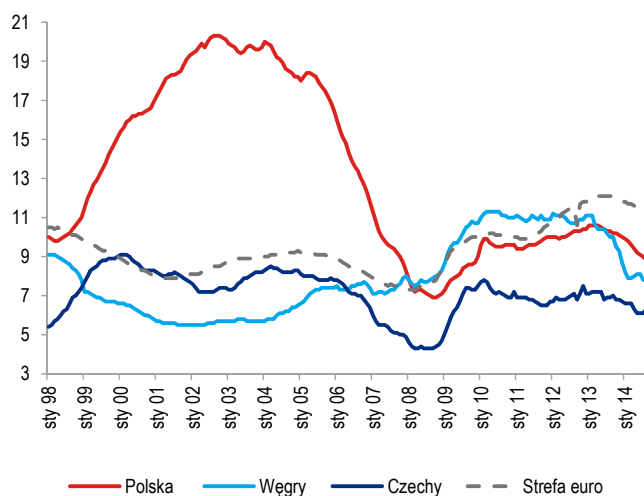
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



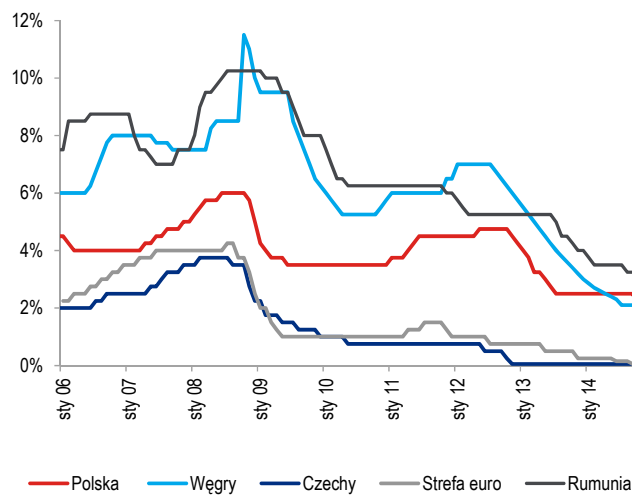
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	0,6	2,0	-1,9	44,4
Węgry	0,5	5,4	-2,9	80,3
Polska	0,4	4,1	5,7	49,2
Rumunia	1,3	5,0	-2,2	39,9
Kryterium konwergencji	1,4	6,1	-3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2014, opublikowane w maju 2014 r.

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. Prognoza deficytu sektora inst. rządowych i samorządowych na rok 2014 dla Polski oparta na metodologii ESA-95 uwzględnia transfer aktywów OFE. Jednak, jeśli Eurostat zmieni metodologię na ESA-2010 wówczas saldo sektora inst. rządowych i samorządowych zostanie pomniejszone o tą wielkość, tj. ok 8 pkt proc PKB.

Gospodarka w skrócie¹

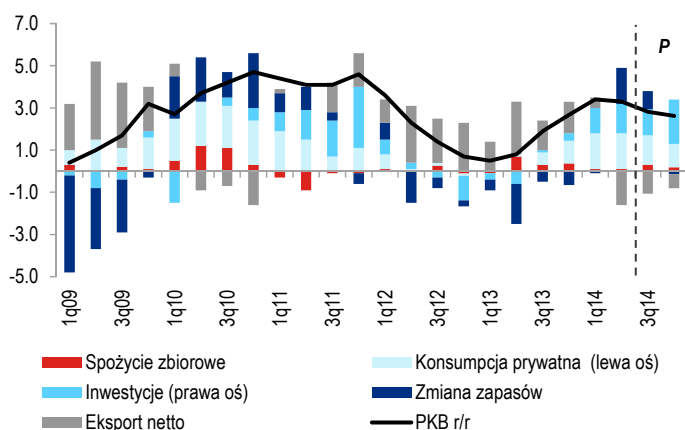
Jedna jaskółka wiosny nie czyni

- Najnowsze dane okazały się nieco lepsze od oczekiwań. Na tej podstawie trudno oczekiwać szybkiego ożywienia gospodarczego, ale można liczyć na przynajmniej stabilizację.
- Oczekujemy, że RPP może zdecydować się na jeszcze niewielkie poluzowanie polityki pieniężnej.
- Deficyt budżetowy utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Gdyby wzrost wciąż negatywnie zaskakiwał, Ministerstwo Finansów dysponuje przestrzenią do poluzowania fiskalnego.

Sygnaly stabilizacji na horyzoncie

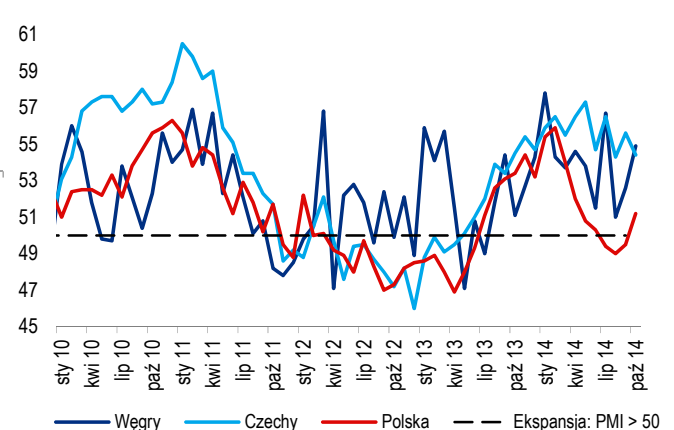
Po głębokim spowolnieniu w poprzednich miesiącach, najnowsze dane z kraju sugerują stabilizację aktywności gospodarczej. Pozytywne, choć wciąż umiarkowane niespodzianki odnotowano w przypadku indeksu PMI (zarówno we wrześniu, jak i październiku), produkcji przemysłowej oraz budowlanej. Dane te okazały się na tyle dobre, że przełożyły się na niewielki wzrost obliczanego przez nas wskaźnika „momentum”, który ma za zadanie sygnalizować zmiany we wzroście PKB (kwartał-do-kwartalu). Jest wciąż zbyt wcześnie aby jednoznacznie obwieścić odbicie we wzroście gospodarczym (szczególnie w obliczu słabych danych ze strefy euro), jednak jeśli dane publikowane w listopadzie to potwierdzą, będziemy bardziej optymistycznie podchodzić do perspektyw wzrostu w Polsce.

Wykres 13. Wzrost PKB i główne składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. Wskaźnik PMI w Polsce i regionie



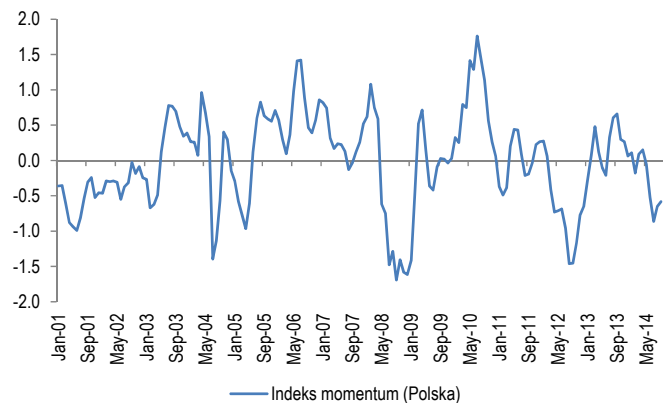
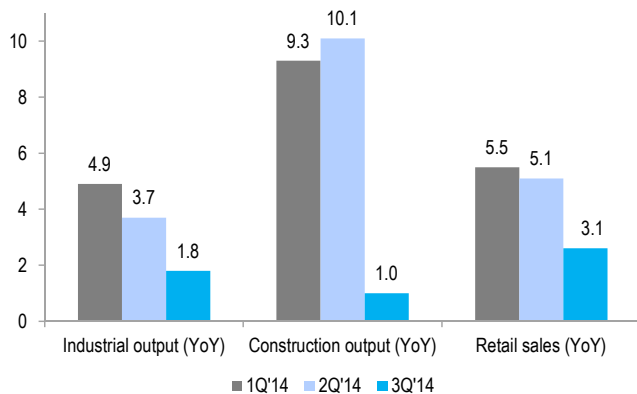
Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Dotychczas opublikowane dane sugerują, że wzrost gospodarczy wyhamował do około 2,7-2,8% w III kwartale. Byłby to wynik wyraźnie słabszy niż 3,3% w II kwartale, choć wyższy niż wskazywały nasze szacunki z poprzedniego miesiąca. Choć oczekujemy lekkiego przyspieszenia wzrostu w ujęciu kwartał-do-kwartalu, tempo wzrostu

¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 31.10. 2014 r.

będzie kształtowało się na wciąż niskim poziomie 2,5% aż do początku 2015 roku. Przyczynią się do tego czynniki statystyczne związane z wysoką bazą odniesienia z poprzedniego roku. Spodziewamy się za to, że do wyraźnego przyspieszenia PKB dojdzie po I kwartale, a wzrost w całym 2015 roku sięgnie około 3,4%.

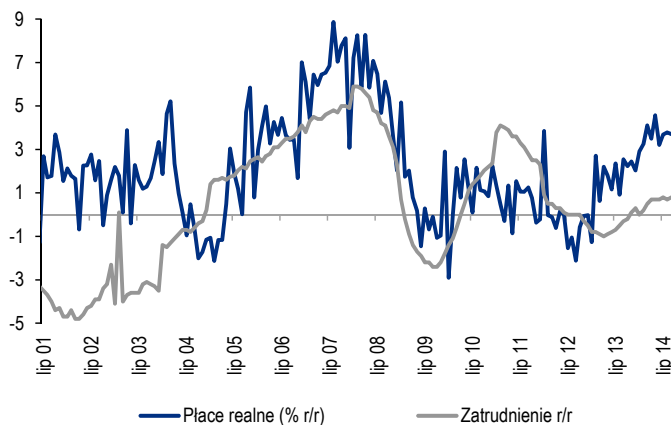
Wykres 15. Produkcja przemysłowa, budowlana i sprzedaż detaliczna **Wykres 16. Indeks momentum dla Polski**



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

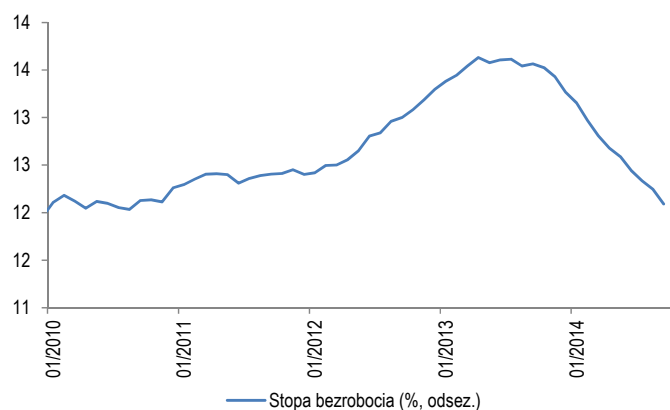
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat oraz GUS.

Wykres 17. Wzrost płac realnych i zatrudnienia



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 18. Stopa bezrobocia



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

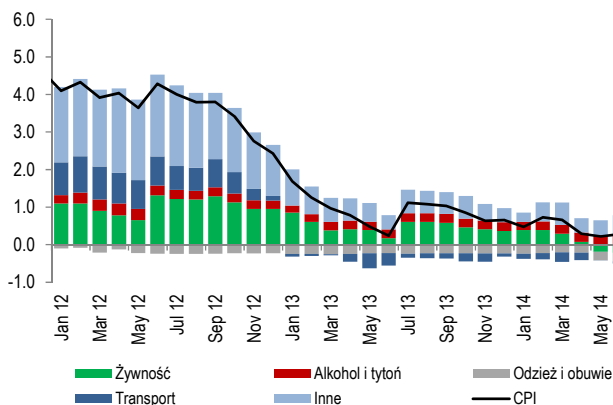
Nasze prognozy zakładają, że niekorzystny wpływ czynników zewnętrznych będzie skompensowany przez bardziej korzystne czynniki krajowe. Wśród nich prawdopodobnie nie ma jednego, który wyraźnie pobudziłby wzrost PKB, jednak spodziewamy się niewielkiego pozytywnego wpływu z kilku źródeł. Po pierwsze, rok 2015 będzie okresem, gdy inwestycje współfinansowane przez środki unijne skumulują się ze względu na „zazębianie się” poprzedniego i obecnego budżetu UE. Po drugie, budżet państwa już teraz zakłada wyraźne przyspieszenie wydatków publicznych, a biorąc pod uwagę niższy od oczekiwanego deficyt sektora rządowego i samorządowego, przestrzeń do poluzowania fiskalnego będzie jeszcze większa. Po trzecie spadek cen surowców okazał się głębszy niż osłabienie złotego, a biorąc pod uwagę, że Polska jest importerem surowców energetycznych, czynnik ten powinien mieć pozytywny wpływ na wzrost. Według szacunków NBP każde 10% spadku cen energii może podnieść wzrost PKB o około 0,2 punktu procentowego

(po dwóch latach). Niemniej największym zagrożeniem dla powyższego scenariusza jest możliwość dalszego spowolnienia w strefie euro wraz ze zwiększeniem napięć w krajach peryferyjnych strefy euro. Jeżeli to ryzyko zmaterializuje się wzrost w kraju pozostanie na niższym poziomie na dłużej.

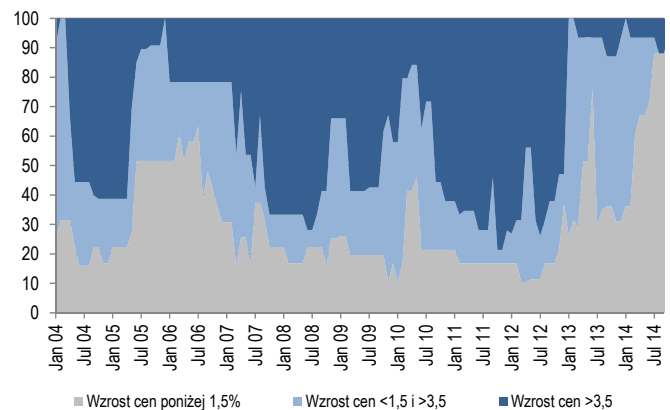
Cięcie stóp głębsze od prognoz

Chociaż wrześniowa inflacja okazała się nieznacznie wyższa od prognoz, najnowsze prognozy pokazują, że pozostanie ona poniżej zera do końca roku. Wskaźnik CPI we wrześniu pozostał na poziomie -0,3% r/r głównie dzięki wyższej od zakładanej dynamice cen żywności i to nawet pomimo wejścia w życie embarga na eksport polskiej żywności do Rosji. Niemniej biorąc pod uwagę niskie ceny paliw, wynikające ze spadku cen ropy naftowej, praktycznie nie zmieniliśmy prognozy inflacji na kolejne miesiące.

Wykres 19. Inflacja – kontrybucja do wzrostu cen towarów i Wykres 20. Znaczna część koszyka CPI notuje wzrosty cen poniżej 1,5%, dolnej granicy przedziału wokół celu

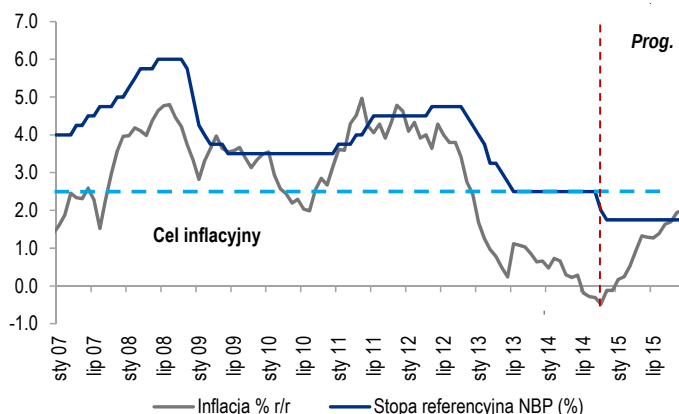


Źródło: GUS, Citi Handlowy.



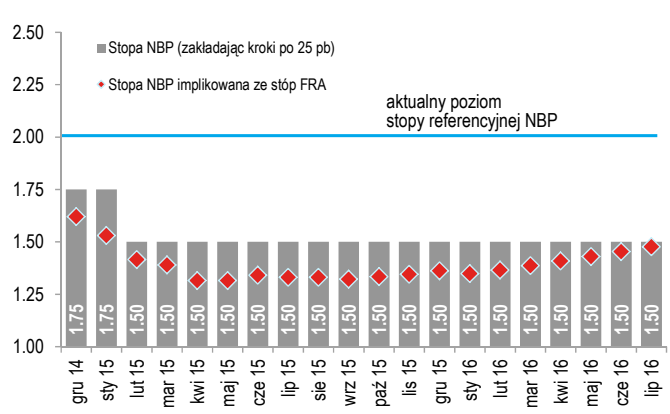
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 19. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 20. Stopa NBP implikowana ze stawek FRA



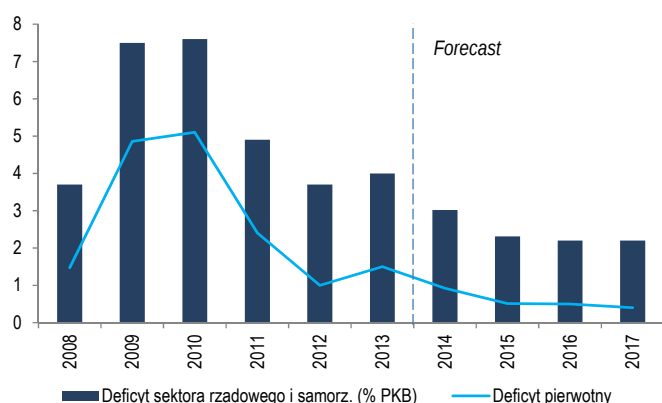
Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

W odpowiedzi na bardzo niską inflację Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w październiku stopę referencyjną o 50 pb do poziomu 2%. Skala redukcji była większa od oczekiwań, jednak prawdziwą niespodzianką okazała się redukcja stopy lombardowej o 100 pb. Ponieważ zgodnie z polskim prawem czterokrotność stopy lombardowej stanowi górne ograniczenie dla oprocentowania kredytów dla osób

indywidualnych, obniżka doprowadziła do spadku górnego limitu o 400 pb (z 16% do 12%). Oznacza to istotne zmniejszenie oprocentowania płaconego przez „mniej ryzykownych” kredytobiorców”, choć jednocześnie tworzy to ryzyko, że osoby prywatne o najbardziej „ryzykownym” profilu mogłyby zostać odcięte od dostępu do kredytu.

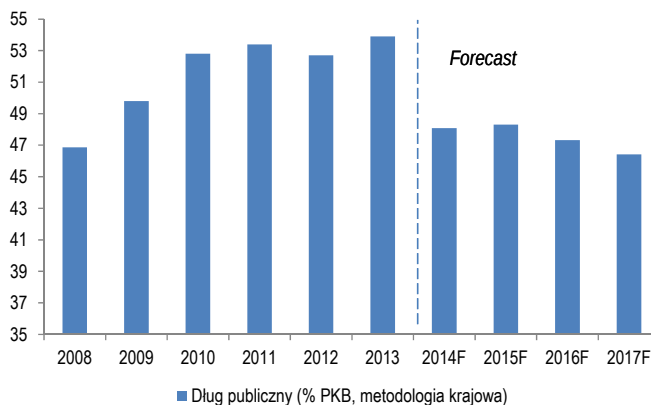
Biorąc pod uwagę, że kredyty złotowe i tak już rosną w szybkim tempie (w przypadku złotych kredytów mieszkaniowych w dwucyfrowym tempie), naszym zdaniem szanse na to, że cięcie stóp doprowadzi do znacznego wzrostu wydatków gospodarstw domowych są niewielkie. Prawdopodobnie bardziej skutecznym sposobem pobudzenia inflacji byłoby doprowadzenie do stopniowego osłabienia złotego, co pozwoliłoby też zneutralizować negatywny szok eksportowy. Ponieważ NBP ewidentnie nie chciałby angażować się w regularne interwencje walutowe, cel ten mógłby zostać osiągnięty pośrednio. W chwili obecnej napływające do Polski środki z Unii Europejskiej są zamieniane na złote bezpośrednio na rynku, co wywołuje presję na umocnienie polskiej waluty. Naszym zdaniem NBP mógłby zgodzić się na wymianę większych kwot bezpośrednio w banku centralnym, a nie na rynku, co zredukowałoby presję aprecjacyjną. Dotychczasowe wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego sugerowały, że NBP obawia się, iż taka wymiana doprowadziłaby do wzrostu rezerw walutowych, zwiększonej nadpłynności sektora bankowego oraz wyższych kosztów związanych z koniecznością wchłaniania tej nadpłynności przez NBP. Niemniej naszym zdaniem ostatnie obniżki stóp obniżają również koszty sterylizacji nadpłynności, co powoduje, że NBP mógłby zwiększać poziom rezerw bez pogarszania wyniku finansowego w porównaniu z poprzednimi oczekiwaniami.

Wykres 19. Deficyt sektora rządowego i samorządowego



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 20. Dług publiczny (% PKB)



Źródło: MF, Citi Handlowy.

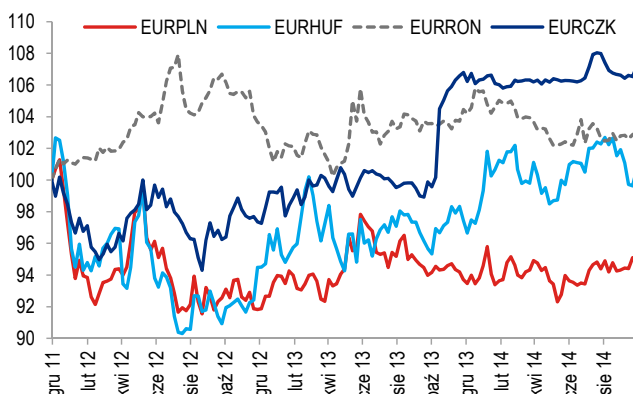
Deficyt poniżej prognoz

Pomimo słabszego od prognoz wzrostu gospodarczego, deficyt budżetowy w 2014 roku najprawdopodobniej okaże się znacznie niższy od planu. Relatywnie szybki wzrost dochodów podatkowych oraz rewizja danych historycznych powoduje, że punkt startowy dla przyszłego roku będzie niższy od wcześniejszych prognoz. Naszym zdaniem w 2014 r. deficyt sektora rządowego i samorządowego może wynieść 3% PKB, a są nawet szanse, że okaże się jeszcze niższy. Co więcej, w przyszłym roku deficyt nie powinien przekroczyć 2,5%, co w praktyce oznacza, że Komisja

Europejska mogłaby nawet mieć podstawę do zdjęcia z Polski procedury nadmiernego deficytu w 2015 roku, a najpóźniej w 2016 r. Najważniejszą korzyścią związaną z takim scenariuszem byłoby to, że Ministerstwo Finansów dysponowałoby dodatkową przestrzenią (0,5 punktu proc. PKB) aby rozluźnić politykę fiskalną i zapewnić gospodarce wsparcie. Jest to też jeden z powodów czemu relatywnie optymistycznie podchodzimy do kwestii przyszłorocznego wzrostu gospodarczego w Polsce.

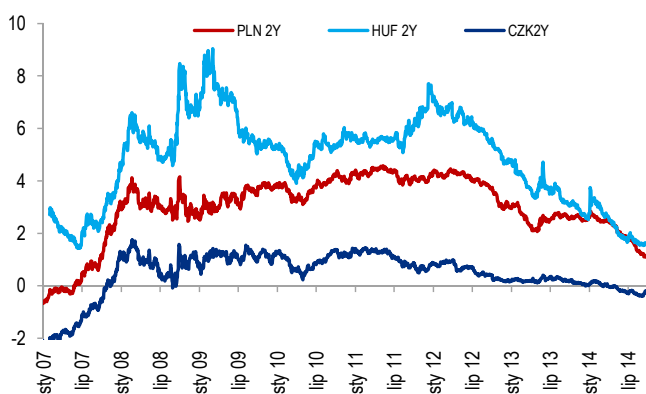
Niezła sytuacja fiskalna i niższy deficyt oznaczają również, że Ministerstwo Finansów powinno być w stanie prefinansować do końca grudnia około 20% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. W październiku resort finansów sfinansował już 15% z 154,8 mld zł planowanych potrzeb na przyszły rok. W razie napięcia na rynkach finansowych powinno to pomóc Ministerstwu Finansów dostosować podaż obligacji w najbliższych tak, aby ustabilizować rynek.

Wykres 23. Kursy walutowe (grudzień 2011=100)



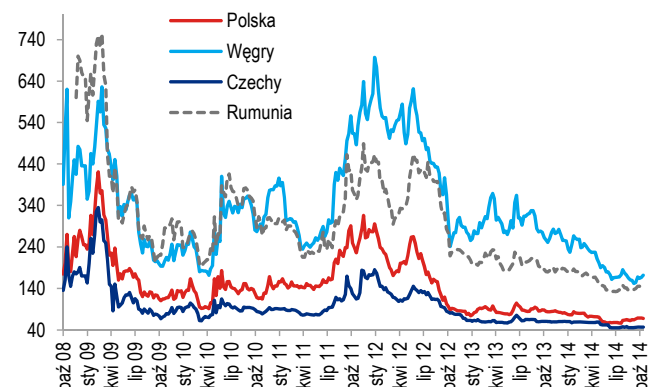
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 25. Różnica krótkoterminowych stóp procentowych vs. USD



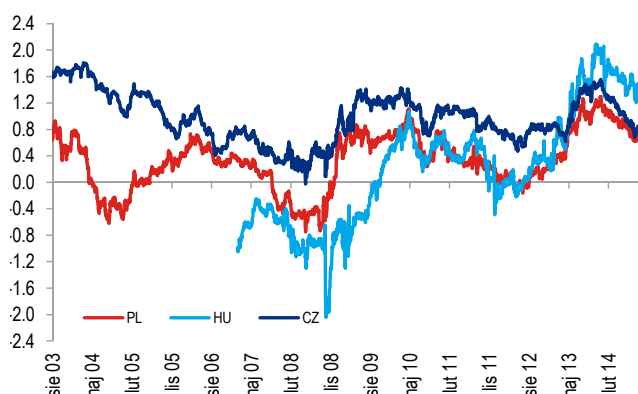
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Stawki CDS (5-letnie)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2013						2014						
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4.4	2.9	6.6	4.1	5.3	5.4	5.4	4.4	1.7	2.3	-1.9	4.2	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	6.0	-6.2	-9.7	2.9	-1.8	9.4	-2.3	-1.7	-0.1	2.0	-8.5	16.5	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5.0	3.3	8.3	5.9	7.3	7.7	7.3	5.7	2.1	3.3	-1.5	4.9	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-3.2	-2.9	5.8	-3.9	14.4	17.4	12.2	10.0	8.0	1.1	-3.6	5.6	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.2	3.8	5.8	4.8	7.0	3.1	8.4	3.8	1.2	2.1	1.7	1.6	-
Stopa bezrobocia (%)	13.0	13.2	13.4	14.0	13.9	13.5	13.0	12.5	12.0	11.8	11.7	11.5	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0.8	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.3	0.2	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-
Inflacja (% m/m)	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.4	-1.5	-1.0	-1.0	-1.4	-1.3	-0.7	-1.0	-1.8	-2.1	-1.5	-1.6	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.7	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.3	0.1	-
Płace - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	3.1	3.1	2.7	3.4	4.0	4.8	3.8	4.8	3.5	3.5	3.5	3.4	-
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-92	-584	-652	-1,100	-651	345	421	-237	-746	-681	-986	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.7	-1.5	-1.3	-1.3	-1.3	-1.2	-1.1	-1.1	-1.2	-1.2	-1.4	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	80	206	-150	105	-79	132	29	-178	222	71	-64	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14,271	13,245	11,230	12,751	12,397	13,477	13,206	12,782	12,841	13,383	11,560	-	-
Eksport (% r/r)	4.3	3.0	11.6	8.4	7.3	9.5	4.1	9.2	5.2	6.2	-1.8	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14,191	13,039	11,380	12,646	12,476	13,345	13,177	12,960	12,619	13,312	11,624	-	-
Import (% r/r)	3.7	-1.7	0.7	5.8	6.9	4.1	8.0	10.8	5.9	4.8	-1.1	-	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5.9	5.7	6.2	5.4	5.2	6.5	5.4	5.2	5.2	6.0	7.4	7.9	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6.0	5.6	5.6	5.5	5.2	4.9	5.7	6.1	5.8	6.5	6.4	6.9	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.5	7.5	10.0	8.8	7.7	7.4	5.8	4.5	5.4	6.3	9.3	10.6	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3.7	4.3	4.5	5.4	5.1	5.0	5.8	4.7	4.6	5.2	5.6	5.3	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-0.1	0.5	0.8	2.5	2.6	3.6	5.0	5.3	5.0	5.2	5.3	6.6	-
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.00
WIBOR 3M (średnio)	2.67	2.65	2.67	2.70	2.71	2.71	2.72	2.72	2.69	2.68	2.65	2.45	2.07
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.66	2.65	2.71	2.71	2.71	2.71	2.72	2.72	2.68	2.67	2.59	2.28	1.96
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.63	2.44	2.71	2.88	2.81	2.74	2.58	2.40	2.32	2.30	2.25	1.99	1.66
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.92	2.84	3.03	3.25	3.05	3.01	2.90	2.71	2.51	2.49	2.19	2.00	1.69
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.50	3.77	3.65	4.12	3.73	3.76	3.56	3.30	3.02	2.94	2.56	2.38	2.01
EUR/PLN (koniec okresu)	4.18	4.19	4.15	4.24	4.16	4.17	4.20	4.14	4.16	4.16	4.21	4.18	4.20
USD/PLN (koniec okresu)	3.08	3.10	3.04	3.13	3.03	3.03	3.03	3.04	3.04	3.11	3.20	3.31	3.35
EUR/USD (koniec okresu)	1.36	1.35	1.36	1.35	1.37	1.38	1.39	1.36	1.37	1.34	1.31	1.26	1.26
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	39.5	38.5	42.5	2.6	11.7	17.4	21.4	22.4	25.4	26.4	24.6	22.4	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	76.5%	74.7%	82.5%	5.6%	24.7%	36.8%	44.8%	46.9%	53.4%	55.5%	51.9%	47.1%	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	516	523	474
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,632	1,678	1,749
PKB per capita (USD)	13,982	11,332	12,210	13,404	12,721	13,416	13,596	12,318
Populacja (mln)	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.4	11.8	11.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.0	3.4
Inwestycje (% r/r)	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	10.0	6.3
Spożycie ogółem (% r/r)	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.5	2.8
Eksport (% r/r)	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	3.5	4.7
Import (% r/r)	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	5.4	4.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-0.1	2.0
Inflacja CPI (% średnia)	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.1	1.2
Płace nominalne (% r/r)	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.8	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	1.75	1.75
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	1.78	1.82
Rentowność obligacji 10-letnich	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.50	3.20
USD/PLN (Koniec okresu)	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.48	3.74
USD/PLN (Średnia)	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.15	3.66
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.25	4.23
EUR/PLN (Średnia)	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.18	4.27
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25.5	-9.7	-24.1	-27.1	-17.6	-7.0	-10.7	-15.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-2.2	-5.1	-5.2	-3.6	-1.4	-2.0	-3.4
Saldo handlu zagranicznego	-26.0	-4.3	-11.8	-17.4	-9.2	0.9	0.0	-4.6
Eksport	178.7	142.1	165.9	184.2	181.1	197.8	205.9	201.3
Import	204.7	146.4	177.7	201.6	190.3	196.9	206.0	205.8
Saldo usług	5.0	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	8.7	7.7
Saldo dochodów	-12.8	-16.6	-19.1	-18.0	-16.1	-18.0	-20.1	-20.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10.3	8.8	6.9	-13.8	-6.6	-3.7	-12.0	-18.0
Rezerwy międzynarodowe	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	76.9	36.9
Amortyzacja	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3.7	-7.4	-7.9	-4.9	-3.7	-4.0	-3.0	-2.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.4	-4.6	-5.2	-2.6	-1.2	-1.8	-0.9	-0.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.1	48.0	48.5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.0	1.6	3.0	2.6	3.5	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	3.7	0.9	0.1	1.2	2.7	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.6	-1.4	-2.0	-3.4	-4.2	-4.3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.25	2.50	1.75	1.75	3.50	3.75
USD/PLN (Koniec okresu)	3.08	3.04	3.48	3.74	3.68	3.64
USD/PLN (Średnia)	3.26	3.16	3.15	3.66	3.73	3.66
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.07	4.15	4.25	4.23	4.09	4.00
EUR/PLN (Średnia)	4.19	4.19	4.18	4.27	4.15	4.05

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk 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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.