

7 Października 2010 □ 19 stron

CitiMonthly Polska

W skrócie

□ Chociaż perspektywy ożywienia w wielu gospodarkach są wciąż niepewne, polski PKB utrzymuje się na ścieżce szybkiego wzrostu. W najbliższych kwartałach spodziewamy się przyspieszenia nakładów inwestycyjnych oraz utrzymania konsumpcji na „przyzwoitym” poziomie.

□ Dotychczas dane GUS pokazały tylko umiarkowany wzrost cen żywności. Naszym zdaniem wynika to z opóźnień między zmianami cen targowiskowych a cenami w punktach detalicznych i dlatego spodziewamy się znacznego przyspieszenia inflacji w najbliższych miesiącach.

□ We wrześniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, jednak przypuszczamy, że rozważana była podwyżka stóp o 50pb. Oczekujemy, że do zacieśnienia monetarnego może dojść jeszcze w tym roku. Niemniej gdyby wbrew naszym prognozom wrześniowa inflacja utrzymała się na niskim poziomie a projekcja nie pokazała wzrostu ścieżki CPI, byłby to argument za opóźnieniem cyklu podwyżek stóp procentowych nawet do początku 2011 roku.

□ Chociaż deficyt budżetu państwa w 2011 roku może okazać się niższy od przewidywanego przez Ministerstwo Finansów poziomu 40,2 mld zł, deficyt całego sektora utrzyma się na bardzo wysokim poziomie. Według naszych szacunków deficyt strukturalny w Polsce może sięgnąć około 7,5% PKB w 2010 roku, a tym samym ukształtować się na poziomie zbliżonym do deficytu Portugalii oraz Hiszpanii.

□ Wbrew powszechnym opiniom dług publiczny może utrzymać się wyraźnie poniżej 55% PKB, nawet pomimo wysokich deficytów fiskalnych w 2010 i 2011 roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

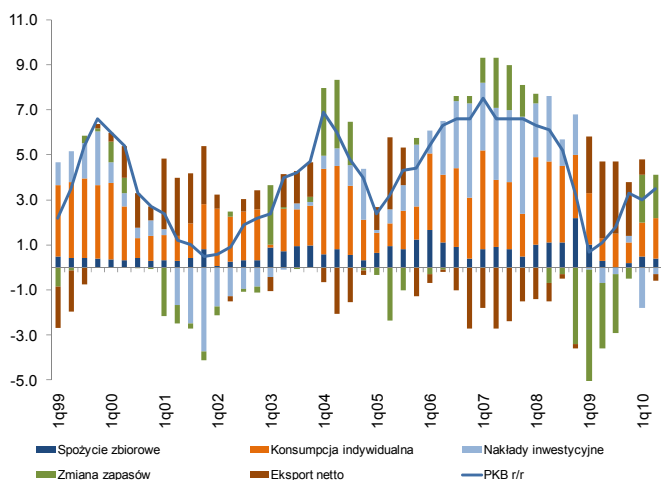
Tabela 1. Prognozy krótkoterminowe

Wskaźnik	Paź-10	Lis-10	Gru-10	Sty-10
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,75	3,75	3,75	3,75
EUR/PLN (koniec okresu)	3,93	3,92	3,92	3,91
USD/PLN (koniec okresu)	2,92	2,98	3,03	3,02

Źródło: Citi Handlowy

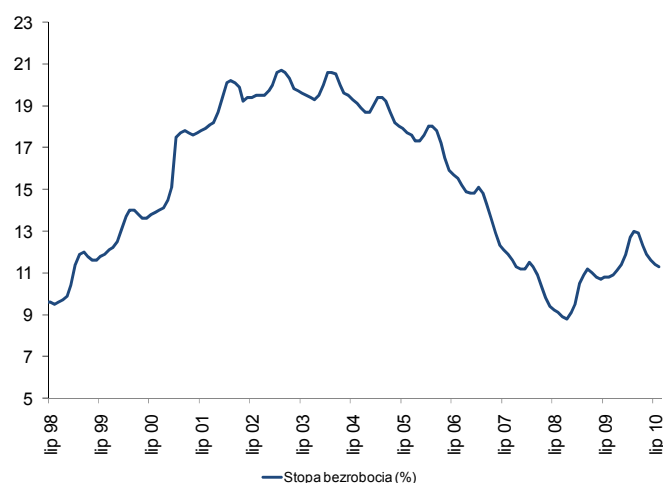
Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy



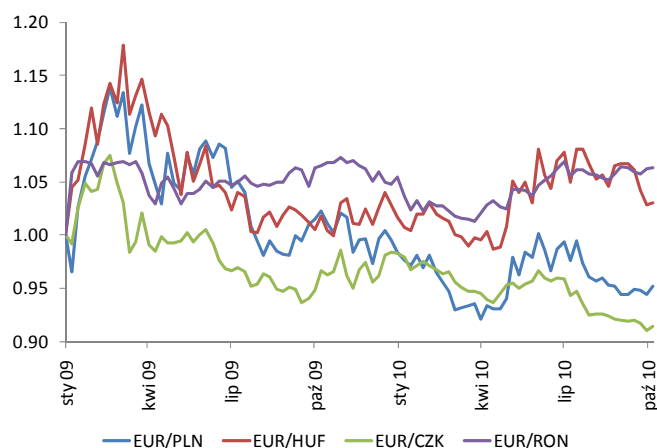
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego



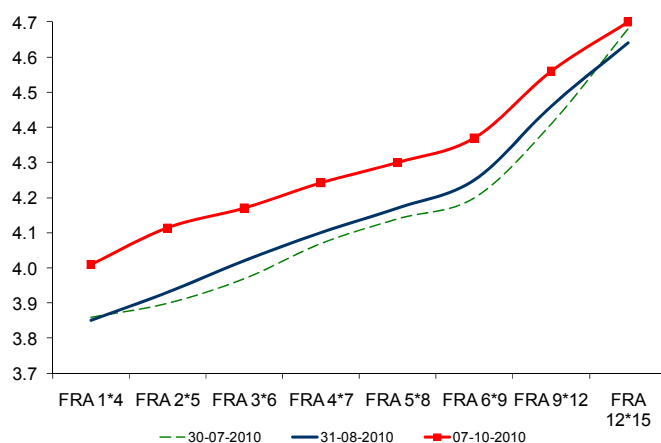
Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 3. Kurs EUR/PLN na tle innych walut region
(Styczeń 2009 = 1)**



Źródło: Citi Handlowy, Reuters. Uwaga: Wysokie wartości oznaczają osłabienie waluty

Wykres 4. Krzywa FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Tabela 2. Kryteria konwergencji – Polska na tle krajów region.

	Inflacja	Stopy procentowe	Deficyt fiskalny	Dług publiczny
Czechy	0.6	4.2	-5.7	39.8
Węgry	5.0	7.4	-4.1	78.9
Polska	3.1	5.9	-7.3	53.9
Rumunia	5.0	8.1	-8.0	30.5
Kryterium konwergencji	1.9	6.4	-3.0	60.0

Źródło: Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2010.

Uwaga: Inflacja została obliczona jako dwunastomiesięczna średnia wskaźników HICP. Stopa procentowa to średnia dwunastomiesięczna z rentowności dziesięcioletnich obligacji rządowych. Dług i saldo sektora inst. rządowych i samorządowych (*general government*) jest zdefiniowany zgodnie z metodologią ESA-95.

Gospodarka w skrócie

Wbrew wszystkiemu PKB wyraźnie w górę

□ Chociaż perspektywy ożywienia w wielu gospodarkach są wciąż niepewne, polski PKB utrzymuje się na ścieżce szybkiego wzrostu. W najbliższych kwartałach spodziewamy się przyspieszenia nakładów inwestycyjnych oraz utrzymania dynamiki konsumpcji na „przyzwoitym” poziomie.

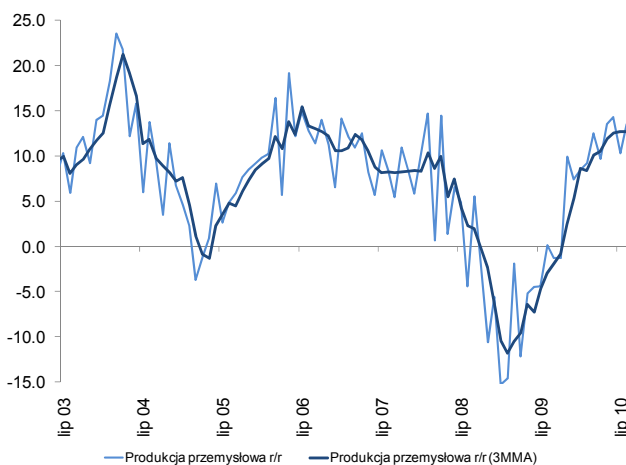
□ Dotychczas dane GUS pokazały tylko umiarkowany wzrost cen żywności. Naszym zdaniem wynika to z opóźnień między zmianami cen targowiskowych a cenami w punktach detalicznych i dlatego spodziewamy się znacznego przyspieszenia inflacji w najbliższych miesiącach.

□ Dane o bilansie płatniczym wskazują na utrzymywanie się deficytu w rachunku bieżącym na niskim poziomie, jednak niepokoić może bardzo wysokie ujemne saldo błędów i opuszczeń, wskazująca na wątpliwą jakość danych NBP.

Popyt krajowy przyspiesza

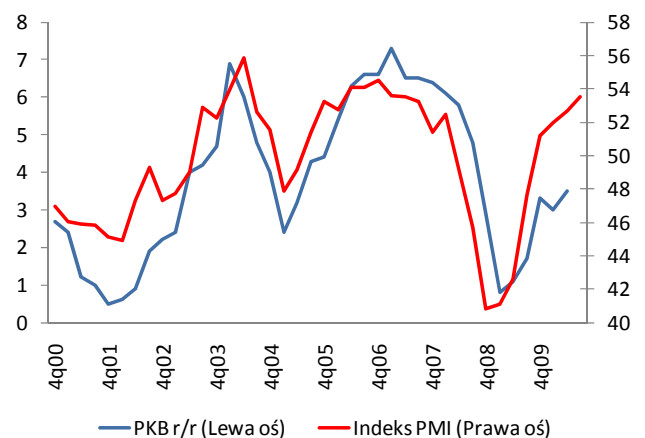
Mimo, że banki centralne w gospodarkach rozwiniętych coraz bardziej obawiają się spowolnienia gospodarczego, dane napływające z Polski wskazują na wręcz przeciwny scenariusz. Większość ostatnio publikowanych wskaźników – począwszy od PKB po dane z rynku pracy – okazała się lepsza od oczekiwań formułowanych jeszcze kilka miesięcy temu, sugerując dalszą poprawę koniunktury. Według naszych szacunków polska gospodarka już obecnie rozwija się w tempie bliskim, a nawet wyższym od potencjalnego i najprawdopodobniej sytuacja ta nie zmieni się w najbliższych kwartałach.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Indeks PMI oraz wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Reuters, Markit, Citi Handlowy

Kluczową zmianą w stosunku do 2009 roku jest wyraźne przyspieszenie dynamiki popytu krajowego, który już w II kw. wzrósł o 3,9%. Co prawda bardzo istotną składową tego wzrostu była odbudowa zapasów, jednak biorąc pod uwagę relatywnie wolne tempo ich

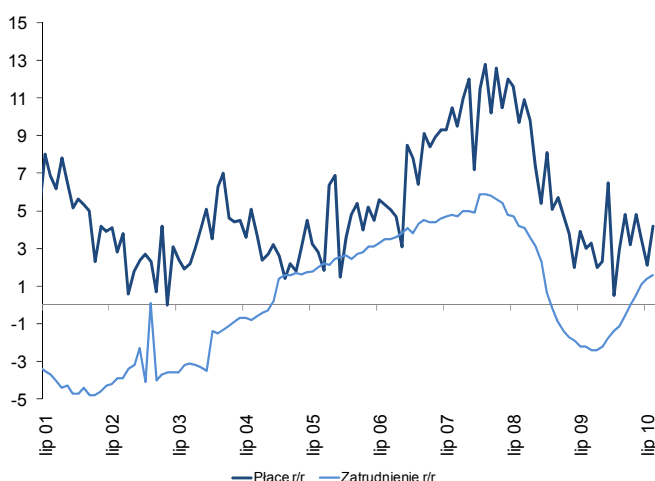
zwiększania (w porównaniu do tempa, z jakim były ograniczane) proces ten może potrwać przynajmniej do początku przyszłego roku. Drugim i naszym zdaniem bardziej istotnym składnikiem wzrostu popytu krajowego była konsumpcja indywidualna, która zwiększyła się o 3% r/r. Wskazuje to, iż wbrew powszechnym opiniom ożywienie nabiera bardziej trwałego charakteru i bynajmniej nie jest uzależnione wyłącznie od popytu zewnętrznego.

Silna konsumpcja ale inwestycje pozostają w tyle

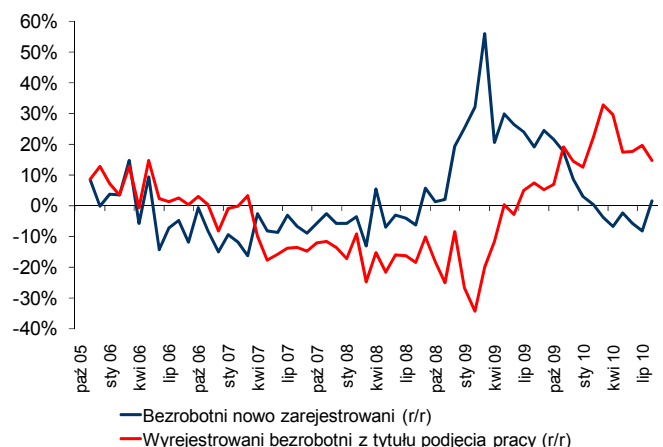
Oczekujemy, że dzięki poprawie sytuacji na rynku pracy wzrost konsumpcji utrzyma się na wysokim poziomie również w trzecim i czwartym kwartale. Fakt, iż polskie firmy zdecydowały się na wyraźne zwiększenie zatrudnienia (a nie wyłącznie na podwyżki płac dla zatrudnionych już pracowników) wydaje się potwierdzać te przypuszczenia. Po pierwsze dlatego, że skłonność do konsumpcji osób nowozatrudnionych powinna być znacznie wyższa niż w przypadku osób, które otrzymały podwyżki. Ponadto rosnące zatrudnienie (1,6% r/r w sierpniu) oraz umiarkowane bezrobocie (11,3%) powinny sprzyjać poprawie nastrojów konsumentów.

Jedynym brakującym ogniwem w procesie ożywienia wydaje się być słaba aktywność inwestycyjna. Biorąc jednak pod uwagę relatywnie wysoką dynamikę produkcji budowlanej oraz zbliżające się wybory samorządowe, oczekujemy iż druga połowa 2010 roku minie pod znakiem wzmocnienia popytu inwestycyjnego, szczególnie w sektorze publicznym. Jednocześnie domykająca się luka popytowa i rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych powinny sprzyjać zwiększeniu nakładów sektora prywatnego, choć zapewne w wolniejszym tempie. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że najpóźniej w IV kwartale inwestycje wzrosną w porównaniu z analogicznym okresem 2009.

Wykres 7. Wzrost płac i zatrudnienia w przedsiębiorstwach Wykres 8. Liczba nowych bezrobotnych



Źródło: GUS, Citi Handlowy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Szanse na pozytywną niespodziankę

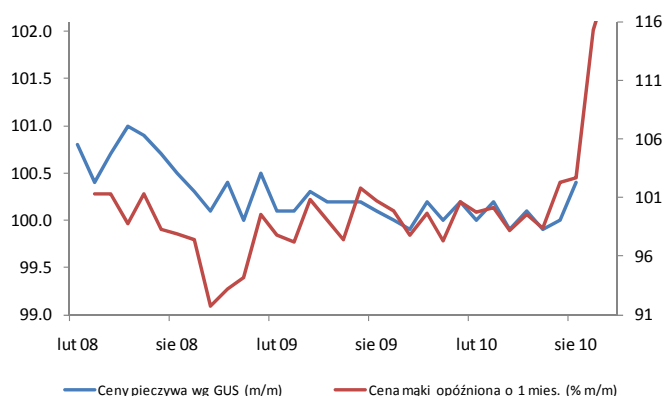
Dzięki wysokiej dynamice popytu krajowego wzrost gospodarczy może sięgnąć 3,4% w całym 2010 roku i ukształtować się w granicach 3,5-4,0% w 2011 roku. Prognozy te zostały jednak przygotowane przy założeniu wyhamowania eksportu oraz umiarkowanego negatywnego

wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. Tym samym są one spójne ze scenariuszem pogorszenia koniunktury w Niemczech oraz Stanach Zjednoczonych. Gdyby jednak okazało się, że obecne obawy o perspektywy wzrostu w strefie euro są przesadzone, również wyniki polskiej gospodarki mogłyby pozytywnie zaskoczyć. Wówczas wzrost PKB mógłby sięgnąć 3,7% w całym bieżącym roku, a w 2011 roku przekroczyłby 4%. Tym samym bilans ryzyk wskazuje, iż scenariusz wyhamowania wzrostu w Polsce poniżej poziomu uznawanego za potencjalny (3,0-3,5%) wydaje się na razie mało prawdopodobny.

W oczekiwaniu na wyżkę cen żywności?

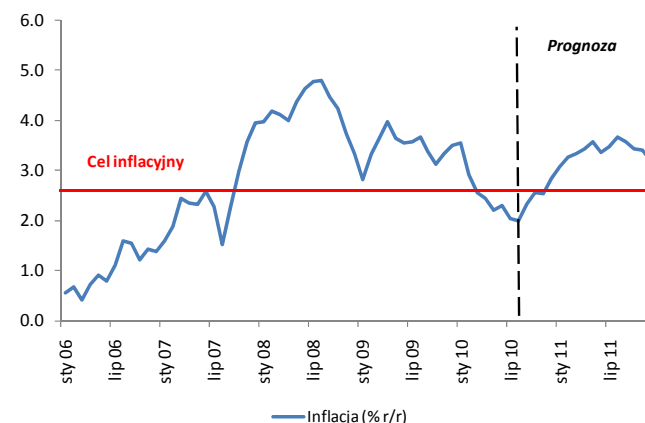
Czytelnicy naszych raportów zapewne zauważyli, że od pewnego czasu coraz większą wagę przywiązujemy do możliwości wyraźnego wzrostu inflacji. Co prawda inflacja bazowa na razie pozostaje na niskim poziomie, jednak głównym czynnikiem prowadzącym do wyższego wskaźnika CPI powinien być dynamiczny wzrost cen żywności. Na takie trendy wskazują między innymi dane Ministerstwa Rolnictwa na temat cen żywności w punktach skupu lub na targowiskach (por wykresy 9 oraz 10). Z drugiej strony, dotychczasowe wzrosty cen targowiskowych nie miały na razie przełożenia na dane GUS, a w sierpniu inflacja CPI okazała się niższa od naszych przewidywań.

Wykres 9. Ceny mąki oraz pieczywa (% m/m)



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Prognoza inflacji



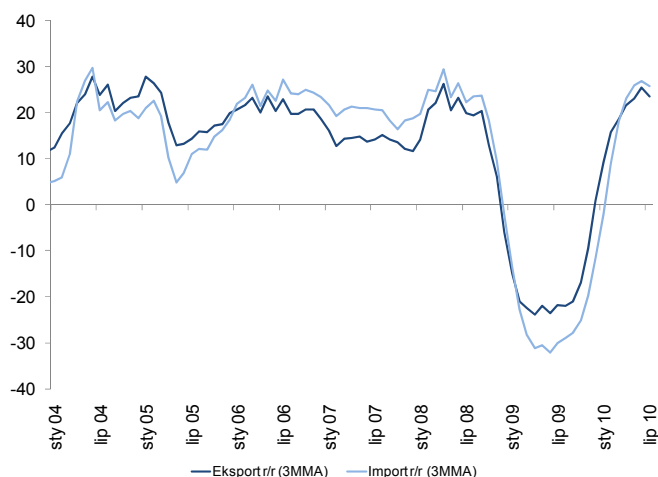
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Naszym zdaniem niski poziom inflacji w sierpniu oznacza, iż wpływ podwyżek cen żywności ujawni się z proporcjonalnie większą siłą we wrześniu (publikacja danych w połowie października). Choć nasza bazowa prognoza zakłada wzrost CPI do 2,3% we wrześniu (wobec 2% w sierpniu) bilans ryzyk jest ewidentnie niesymetryczny i pozwala przypisywać wysokie prawdopodobieństwo jeszcze większemu wzrostowi inflacji. Naszym zdaniem w horyzoncie kolejnych miesięcy podwyżki cen żywności oraz podwyżka VAT o 1 punkt procentowy doprowadzą do istotnego przyspieszenia dynamiki cen. W połowie przyszłego roku CPI może nawet przekroczyć 3,5%, a więc górną granicę celu inflacyjnego. Choć w pierwszej fazie wzrostów inflacja prawdopodobnie będzie wynikać z czynników nie związanych z popytem, inflacja bazowa powinna zacząć wyraźnie rosnać od początku 2011 roku.

Błędy i opuszczenia większe od rachunku bieżącego

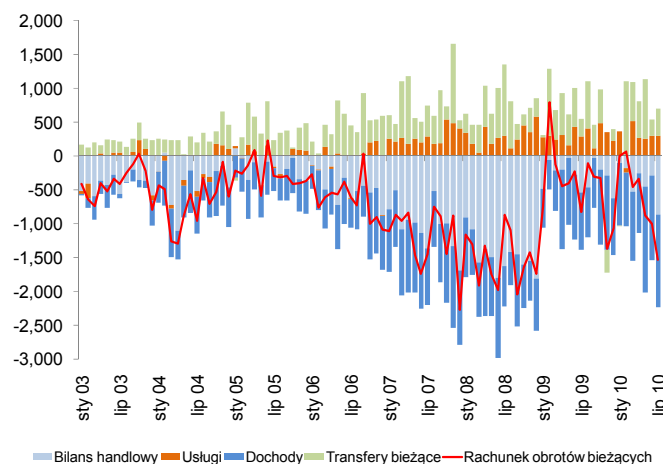
Chociaż deficyt w rachunku obrotów bieżących wzrósł w lipcu do 1539 mln euro, NBP wyraźnie skorygował (w dół) deficyt odnotowany w II kwartale. Oznacza to, że pogorszenie rachunku bieżącego z ostatnich miesięcy może w rzeczywistości być mniejsze niż wcześniej szacowano. W danych za lipiec widoczne było wyraźne wyhamowanie dynamiki eksportu (do 16% z 28,6% r/r w czerwcu), które przyczyniło się do wzrostu deficytu handlowego do 865 mln euro. Chociaż częściowo mogło ono wynikać z przewidywanego na II połowę roku osłabienia wzrostu w Niemczech i strefie euro, naszym zdaniem głównym wyznacznikiem tak słabego wyniku był znacznie mniej korzystny układ dni roboczych. W pozostałych składowych rachunku bieżącego nie odnotowano już tak istotnych zmian.

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



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Rachunek bieżący - dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy

W najbliższych miesiącach deficyt w rachunku bieżącym powinien utrzymywać się na bezpiecznym poziomie, choć zapewne będzie stopniowo rósł w relacji do PKB. Naszym zdaniem w 2011 roku ujemne saldo rachunku bieżącego przekroczy 3% PKB. W danych o bilansie płatniczym niepokoić może jednak bardzo wysoka ujemna pozycja w saldzie błędów i opuszczeń (NEO), które teoretycznie powinny stanowić miejsce, gdzie ujawniają się tylko niewielkie błędy szacunku. Pomimo wprowadzenia (ogłaszanego z wielkim hukiem) systemu do obliczania wielkości bilansu płatniczego NBP, trudno dostrzec wyraźną poprawę jakości danych. Ujemna pozycja NEO wyniosła bowiem w ciągu ostatnich czterech kwartałów 13,9 mld euro, a tym samym była niemal dwukrotnie większa od deficytu CA odnotowanego w tym samym okresie. Teoretycznie stwarza to ryzyko, że dane NBP częściowo niedoszacowują rzeczywistą wielkość deficytu w rachunku bieżącym.

Polityka pieniężna i fiskalna

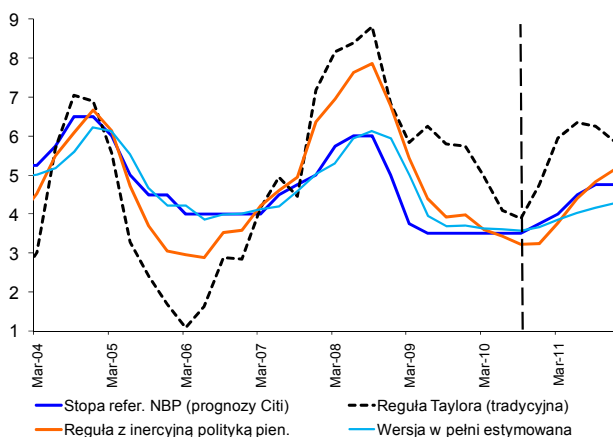
Rada oczekuje na nową projekcję i dane o inflacji

- We wrześniu Rada po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe bez zmian, jednak przypuszczamy, że rozważana była podwyżka stóp o 50pb.
- Poważnym wyzwaniem pozostaje rosnąca nadpłynność sektora bankowego, która może przekroczyć 100 mld zł w 2011 roku. Gdyby NBP zdecydował się na jej ograniczenie byłoby to negatywną informacją dla rynku obligacji.
- Gdyby wrześniowa inflacja utrzymała się na niskim poziomie a projekcja nie pokazała wzrostu ścieżki CPI, byłby to argument za opóźnieniem cyklu podwyżek stóp procentowych nawet do początku 2011 roku.

Stopy bez zmian we wrześniu

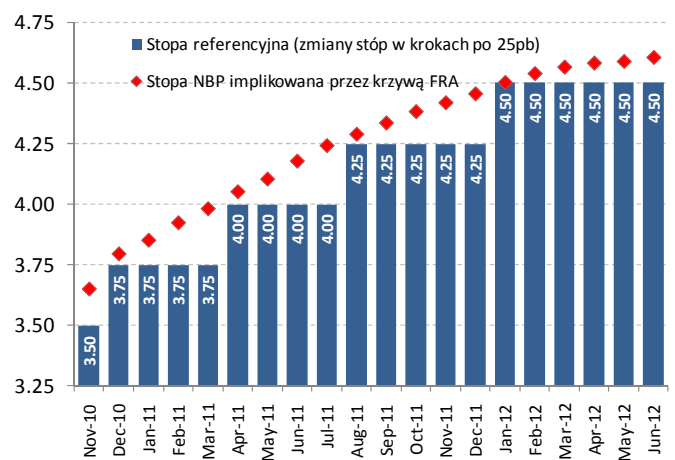
Wrześniowa decyzja o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie nie była zaskoczeniem dla rynków. Niemniej pewne emocje wywołał fakt, iż tym razem inwestorzy musieli czekać na jej ogłoszenie znacznie dłużej niż zazwyczaj, co przejściowo wzmocniło oczekiwania na podwyżki. Według prezesa Belki, przedłużające się spotkanie to przede wszystkim efekt tego, że tym razem Rada dyskutowała nie tylko nad poziomem stóp, lecz również nad *Załoženiami polityki pieniężnej* (co ciekawe rok, wcześniej poprzednia Rada była w stanie przedyskutować *Założenia* i ogłosić swoją decyzję w czasie znacznie krótszym). Przypuszczamy jednak, że podobnie jak w sierpniu, także i tym razem zgłoszony został wniosek o podwyżkę stóp, i to prawdopodobnie o 50 pb.

Wykres 13. Reguła Taylora



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 14. Ścieżka stóp procentowych zdyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP

Jednym z poważnych wyzwań dla władz monetarnych może być rosnąca nadpłynność sektora bankowego. Według *Założeń polityki pieniężnej* może ona sięgnąć 100 mld zł w 2011 roku, a naszym zdaniem istnieje ryzyko nawet silniejszego wzrostu. Przyczynia się do tego bowiem

dalszy napływ środków unijnych, który może sięgnąć ponad 4% PKB w 2011. Ewidentnie nawet podwyżka rezerwy obowiązkowej nie byłaby wystarczającym rozwiązaniem dla tak znacznej skali nadpłynności, gdyż jej wzrost o 0,5 punktu procentowego zmniejszyłby pulę wolnych środków o zaledwie 3-4 mld zł. W takiej sytuacji bank centralny ma dwa rozwiązania. Po pierwsze, może zupełnie zignorować obecną sytuację i powstrzymać się od jakichkolwiek działań ograniczających płynność. Byłaby to forma wsparcia dla Ministerstwa Finansów, które liczy na popyt inwestorów w związku z bardzo dużymi planami emisyjnymi w 2011. Z drugiej strony bank centralny mógłby próbować ograniczyć nadpłynność sektora bankowego na przykład poprzez emisję średnioterminowych obligacji. Spodziewamy się, że temat nadpłynności będzie stał się coraz bardziej istotnym tematem dyskusji w najbliższych miesiącach.

RPP na rozdrożu

Jeżeli chodzi o przyszłe decyzje władz monetarnych, RPP wydaje się rozdarta między świadomością, iż do podwyżek powinno dojść, a niepewnością dotyczącą otoczenia zewnętrznego. Z jednej strony większość danych publikowanych w minionych miesiącach wskazuje na wyraźne ożywienie koniunktury w kraju, co sprawia, że podwyżki stóp procentowych wydają się tylko kwestią czasu. Stopy zostały obniżone do obecnego rekordowo niskiego poziomu w 2009 roku, gdy perspektywy ekonomiczne w Polsce (i innych krajach europejskich) wyglądały zdecydowanie gorzej niż obecnie. Wówczas wzrost gospodarczy oscylował poniżej 2%, a rynki finansowe obawiały się nawet recesji. Od tego czasu gospodarka wyraźnie przyspieszyła, a sytuacja na rynku pracy ostatecznie okazała się znacznie lepsza od wcześniejszych przewidywań.

Sugeruje to, że poziom stóp, który był odpowiedni jeszcze kilka kwartałów temu, obecnie już takim być nie musi. Część członków RPP najwidoczniej zdaje sobie z tego sprawę i opowiada się za relatywnie szybkim rozpoczęciem cyklu zacieśnienia monetarnego. Naszym zdaniem takie działanie miałoby swoje zalety. Umożliwiłoby ono wzmocnienie wiarygodności RPP poprzez odejście od praktykowanej w ostatnich miesiącach praktyki koncentrowania się na bieżących danych i zamiast tego pozwoliłoby na prowadzenie polityki bardziej nakierowanej na przyszłość.

Możliwe opóźnienie cyklu podwyżek stóp

Choć sama konieczność podwyżek stóp nie budzi chyba większych kontrowersji wśród członków RPP, zdecydowanie trudniej dojść Radzie do konsensusu dotyczącego momentu pierwszej podwyżki. W swoich komentarzach prezes Belka podkreślał bardzo duże znaczenie niepewności, która nie pozwala na zdecydowane działania w polityce monetarnej. Dotychczas argumenty te trafiały do członków Rady (i stąd decyzje o pozostawieniu stóp bez zmian), jednak w kolejnych miesiącach - w miarę wzrostu inflacji - sytuacja może się zmienić. Co prawda, ostatnie podwyżki cen żywności (uwidaczniające się między innymi w danych z targowisk) nie zdążyły się przełożyć na wskaźnik CPI w sierpniu, jednak w naszej ocenie oznacza to tylko, że wrześniowe i październikowe dane pokażą wyraźniejsze odbicie inflacji.

Mimo naszych pesymistycznych prognoz inflacyjnych zdajemy sobie sprawę, że część członków RPP ma poważne wątpliwości co do

zasadności szybkich podwyżek stóp i dlatego opóźnienie cyklu zacieśnienia monetarnego wydaje się możliwym scenariuszem. Ton komentarza po posiedzeniu RPP we wrześniu sugeruje, że kluczowymi czynnikami, które zdecydują czy do podwyżki dojdzie jeszcze w tym roku będzie wynik projekcji październikowej oraz nowe dane o inflacji. W naszych prognozach zakładamy, że do pierwszej podwyżki o 25pb może dojść już w październiku lub listopadzie. Gdyby jednak inflacja po raz kolejny zaskoczyła pozytywnie, a podwyżki cen żywności nie zmaterializowały się, przeważałoby to szalę i doprowadziło do opóźnienia podwyżek do początku 2011.

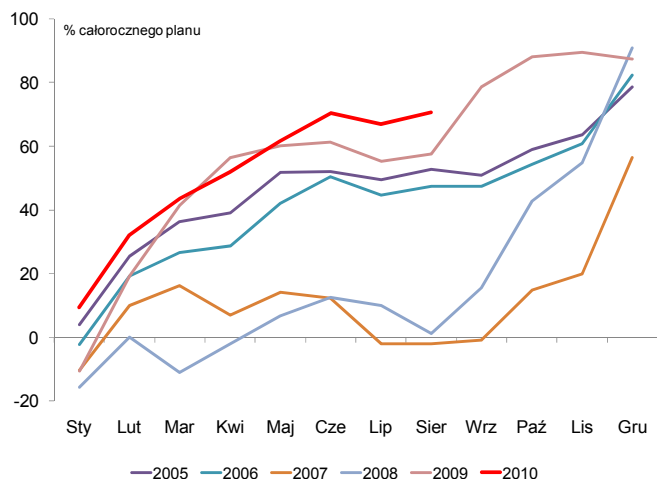
Dlaczego jest tak źle skoro jest tak dobrze?

- Chociaż deficyt budżetu państwa w 2011 roku może okazać się niższy od przewidywanego przez Ministerstwo Finansów poziomu 40,2 mld zł, deficyt całego sektora powinien utrzymać się na bardzo wysokim poziomie.
- Według naszych szacunków deficyt strukturalny w Polsce może sięgnąć około 7,5% PKB w 2010 roku, a tym samym ukształtuje się na poziomie zbliżonym do deficytu Portugalii oraz Hiszpanii.
- Wbrew powszechnym opiniom dług publiczny najprawdopodobniej utrzyma się wyraźnie poniżej 55% PKB nawet pomimo wysokich deficytów fiskalnych.

Deficyt budżetowy nie pokazuje wszystkiego

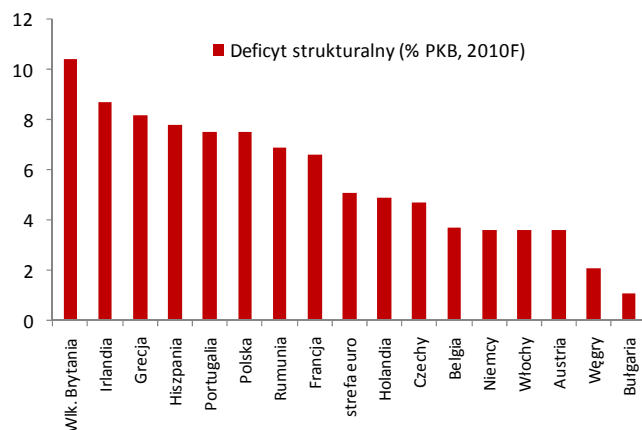
Tradycyjnie wrzesień został zdominowany przez wydarzenia z dziedziny polityki fiskalnej, w tym przede wszystkim przez publikację przyszłorocznego budżetu. Sam deficyt budżetu państwa został założony na 2011 rok na poziomie 40,2 mld zł, wobec 48 mld przewidywanego wykonania w bieżącym roku. Naszym zdaniem prognozy dochodów wydają się realistyczne. Co więcej, biorąc pod uwagę prawdopodobnie lepszą sytuację gospodarczą od tej przyjętej w założeniach MF, dostrzegamy szansę na wykonanie deficytu poniżej planów. Z tego punktu widzenia sam plan deficytu budżetowego można nawet uznać za konserwatywny.

Wykres 15. Realizacja deficytu budżetowego (% planu)



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

Wykres 16. Deficyt strukturalny w UE (% PKB)



Źródło: Szacunki własne na podstawie danych KE

Zdecydowanie mniej korzystnie przedstawia się obraz polityki fiskalnej, gdy uwzględnia się wskaźniki dla całego sektora finansów publicznych. Najnowsze szacunki rządowe wskazują, iż deficyt całego sektora rządowego i samorządowego (tj. według metodologii „unijnej”) może w 2010 roku wynieść około 8% PKB, a w przyszłym roku 6,5%. W naszej ocenie deficyt w 2011 będzie nawet wyższy od przewidywań rządowych i przekroczy 6,5% PKB.

Dla porównania warto przypomnieć, że jeszcze na początku roku MF spodziewało się deficytu na poziomie 6,9% PKB w 2010 roku, przy wzroście gospodarczym w okolicach 3% oraz inflacji na poziomie 2%. O skali problemów budżetowych może świadczyć fakt, iż pomimo znacznie wyższej dynamiki PKB oraz cen, deficyt prawdopodobnie okaże się o 1 punkt procentowy wyższy. Zdajemy sobie sprawę, że wcześniejsze spowolnienie gospodarcze utrudnia Ministerstwu Finansów utrzymanie deficytu w ryzach, jednak nawet po uwzględnieniu słabego wzrostu, sytuacja w kraju wyróżnia się niekorzystnie na tle innych gospodarek UE. Deficyt strukturalny (a więc taki, który eliminuje wpływ wahań koniunktury i umożliwia porównywanie między poszczególnymi krajami) jest w Polsce na poziomie porównywalnym do deficytu w Portugalii oraz Hiszpanii, a więc w krajach o największych problemach fiskalnych (wykres 16). Naszym zdaniem jedynym powodem, czemu inwestorzy spokojnie przyjmują politykę fiskalną w Polsce jest dynamiczny wzrost PKB. W końcu rosnącym krajom wybacza się więcej

Dług publiczny pozostanie poniżej 55% PKB

Wzrost gospodarczy pozwala również wyjaśnić powolny przyrost wskaźnika długu do PKB. W przeciwieństwie do w pojawiających się ostatnio alarmistycznych komentarzy uważamy, że dług publiczny pozostanie poniżej 55% PKB i to nawet pomimo bardzo wysokiego deficytu w 2010 oraz 2011 roku. Aby ocenić możliwość wzrostu długu najlepiej przyjrzeć się poszczególnych składowym jego przyrostu.

W kierunku wzrostu długu publicznego w 2010 roku powinien oddziaływać wysoki deficyt pierwotny (tj. po wyeliminowaniu płatności związanych z obsługą długu), który może dodać ponad 4,5% PKB. Jednocześnie jednak w kierunku obniżki długu wpływać będzie: a) automatyczna dynamika długu związana z faktem iż wzrost gospodarczy okazuje się wyraźnie wyższy niż oprocentowanie długu, a złoty może nieznacznie się umocnić (czynniki te odejmą około 0,4pp); b) prywatyzacja (-0,4pp); c) klasyfikacja Funduszu Drogowego oraz inne czynniki (-0,8pp). W rezultacie oznacza to, że pomimo ponad 7,5% deficytu sektora rządowego i samorządowego dług publiczny według polskiej metodologii wzrośnie w 2010 roku o „zaledwie” około 3 punkty procentowe. Powtórzenie podobnego ćwiczenia dla przyszłego roku pokazuje, że w 2011 r. dług będzie wciąż wyraźnie poniżej 55% PKB.

Powyższe wyliczenia pokazują również, iż zagrożeniem dla progu 55% byłoby dopiero osłabienie złotego o kilkanaście procent – do ponad 4,60 wobec euro. Oznacza to jednak, że wzrost EUR/PLN powyżej 4,20-4,30 mógłby wywołać *quasi* interwencje walutowe ze strony Ministerstwa Finansów, gdyż resort (a w praktyce BGK) miałby silną zachętę do tego aby powstrzymać ewentualny trend deprecjacyjny na wczesnym etapie.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

- Kurs EUR/PLN pozostał stabilny w ostatnich kilku tygodniach, wyraźny spadek USD/PLN za sprawą osłabienia dolara na światowych rynkach.
- Czynniki fundamentalne wciąż uzasadniają w dłuższym terminie dalsze umocnienie złotego, w krótkim terminie pozytywny wpływ na złotego będą miały przepływy związane z prywatyzacją oraz transakcjami przejęć polskich przedsiębiorstw, jak również perspektywa ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed.
- Złoty powinien umocnić się poniżej 3,90 w stronę 3,80 w najbliższych tygodniach, a koniec roku może przynieść lekką korektę do 3,92. W przyszłym roku spodziewamy się dalszej aprecjacji złotego do 3,78 na koniec 2011 r.

Złoty stabilny do euro, mocniejszy do dolara

Ostatnie tygodnie stały pod znakiem stabilizacji złotego wobec euro mimo sporych ruchów na rynku obligacji oraz silnego umocnienia euro do dolara. Od publikacji poprzedniego raportu pod koniec sierpnia kurs EUR/PLN obniżył się jedynie o 0,5%, a kurs USD/PLN spadł o ponad 8%, co wynikało ze wzrostu kursu EUR/USD w podobnej skali. Na początku września doszło do aprecjacji złotego wobec euro do ok. 3,92. Ten istotny techniczny poziom oporu nie został pokonany, a złoty zaczął stopniowo tracić na wartości w stronę 3,99. Koniec września i początek października stały pod znakiem odrabiania strat przez złotego wobec euro, czemu sprzyjało dalsze umocnienie euro do dolara i kontynuacja aprecjacji węgierskiego forinta, który w ciągu miesiąca wyraźnie zyskał wobec złotego.

Silne odreagowanie euro do dolara nastąpiło po tym jak amerykański bank centralny zapowiedział kolejny program ilościowego poluzowania polityki pieniężnej i zakupu obligacji skarbowych. Zapowiedź Fed oraz obawy o trwałość ożywienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych doprowadziły do obniżenia rynkowych stóp procentowych w USA, a w tym czasie nastąpił wzrost stóp na krzywej swapowej w strefie euro. Po decyzji Banku Japonii o obniżce stóp procentowych i zapowiedzi programu zakupu aktywów wzrosły oczekiwania na wprowadzenie kolejnego programu stymulowania gospodarki. Ponadto część danych ze strefy euro (niemiecki Ifo, zamówienia w niemieckim przemyśle, PMI dla usług w strefie euro) zaskoczyła pozytywnie. Siła euro nie zaszkodziła obniżki ratingów kredytowych dla Hiszpanii i Irlandii przez Moody's.

Póki co, wzrost kursu EUR/USD nie przekłada się bezpośrednio na spadek EUR/PLN, ale może być to efektem siły samego euro. Ponadto umocnienie wspólnej europejskiej waluty może negatywnie wpływać na wynik eksportu niemieckiej gospodarki, od której zależne są kraje regionu w tym Polska, choć jak na razie dynamika produkcji przemysłowej w Niemczech zaskakuje pozytywnie.

Złoty wsparty przez prywatyzację ... i Fed

W najbliższych tygodniach złoty może zyskać na wartości za sprawą przepływów związanych z procesem prywatyzacji oraz możliwością zakupu polskich przedsiębiorstw przez inwestorów zagranicznych. Całkowita wartość przepływów walutowych, która może pojawić na krajowym rynku w najbliższych miesiącach to ponad 3 mld € z czego przynajmniej 1 mld € trafi na rynek do końca roku w związku ze sprzedażą Enei przez MSP.

Tabela 3. Przepływy wynikające z prywatyzacji i transakcji przejęć w najbliższych miesiącach

	Wartość rynkowa	Udział inwestorów zagranicznych	Prawdopodobny termin
	mld €	mld €	
Enea	2,45	1,3	IV kw.
Bogdanka	0,86-1	0,86-1	IV kw.
GPW	0,37-0,47	0,15-0,19	IV kw.
PGE	10,6	1,05	IV kw.

Źródło: Reuters, Rzeczpospolita, Gazeta Wyborcza, Parkiet, TVN CNBC.

Poza tym wsparciem dla walut gospodarek rozwijających się powinno być łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne na świecie, a zwłaszcza druga runda ilościowego poluzowania polityki pieniężnej przez Fed. Duża płynność na rynkach finansowych powinna sprzyjać tym walutom, szczególnie, że przyspieszenie globalnego wzrostu gospodarczego jest obecnie głównie pod wpływem ożywienia w krajach rozwijających się. Ponadto perspektywy dynamiki PKB Polski prezentują się dobrze w porównaniu do pozostałych krajów regionu, a modele fundamentalne, kurs REER i kurs opłacalności eksportu wg NBP wskazują na niedowartościowanie złotego. Aprecjacja złotego może być mniejsza niż w przypadku walut krajów, w których banki centralne nie dokonują interwencji. W kontekście dużej płynności na światowych rynkach wsparciem dla złotego może być dalszy napływ kapitału także na rynek długu ze strony inwestorów zagranicznych.

Wsparciem dla złotego jest także zmniejszenie ryzyk w regionie po rozstrzygnięciu w wyborach samorządowych na Węgrzech i wzroście szans na konsolidację fiskalną w przyszłym roku oraz w obliczu pozytywnej perspektywy zakończenia misji MFW w Rumunii.

Spodziewamy się, że w najbliższych tygodniach złoty może zyskiwać na wartości wobec euro. **Kurs EUR/PLN może pokonać istotny w ostatnim czasie poziom 3,93 oraz 3,90 i podążyć w stronę 3,80-3,85, co byłoby pewnym wyzwaniem dla banku centralnego.** Nie spodziewamy się interwencji walutowej NBP, o ile kurs EUR/PLN nie spadnie poniżej 3,80.

Naszym zdaniem pod koniec roku może dojść do lekkiej korekty złotego do ok. 3,92. **Nie spodziewamy się wymiany walut przez Ministerstwo Finansów na rynku pod koniec roku, gdyż kurs złotego poniżej 4,00 jest dosyć bezpieczny dla relacji długu do PKB,** która pozostanie w tym roku poniżej 55%. Przyszły rok powinien stać pod znakiem dalszej stopniowej aprecjacji złotego do 3,78 na koniec 2011 roku.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	06/10/2010	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11
USD/PLN	2,8422	3,92	3,89	3,87	3,84
EUR/PLN	3,9378	3,03	2,99	2,95	2,91
GBP/PLN	4,5218	4,56	4,47	4,45	4,36
CHF/PLN	2,9405	3,06	2,91	289	2,82

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek długu

- Niewielki wzrost stóp rynkowych na krótkim końcu krzywej.
- Kluczowa dla decyzji w sprawie stóp procentowych będzie publikacja danych o inflacji i rozwój wydarzeń w otoczeniu zewnętrznym. Bez sporego wzrostu inflacji podwyżki stóp mogą się opóźnić.
- Oczekujemy wzrostu rentowności na całej krzywej i jej dalszego wypłaszczenia.

Niewielki wzrost stóp na krótkim końcu krzywej

Od publikacji ostatniego raportu nastąpił wzrost stóp FRA o ok. 14-18 pb wzdłuż całej krzywej i wzrost 2-letnich stóp IRS o 9 pb. Na rynku obligacji nieznacznie wzrosły rentowności 2-letnich obligacji i 10-letnich o 10-letnich.

We wrześniu do momentu spotkania Rady Polityki Pieniężnej trwał stopniowy wzrost krzywej FRA wsparty przez informację z sierpniowych minutes, że Rada głosowała nad podwyżką stóp o 50 bp. Komunikat Rady okazał się dosyć gołębi. Rada przedstawiła w sposób wyważony sytuację gospodarczą w kraju i podkreśliła niepewność dotyczącą ożywienia zagranicą. Nowymi elementami były wzmianka o wyższych oczekiwaniach inflacyjnych oraz wyraźna deklaracja, że RPP zamierza analizować „sygnały ewentualnego narastania presji inflacyjnej”. Pod koniec września opublikowano też dane o oczekiwaniach inflacyjnych NBP za wrzesień, według których oczekiwana inflacja za 12 miesięcy spadła z 2,7% r/r do 2,1%. To nie pozwoliło na ponowny wzrost stóp FRA.

Koniec sierpnia i początek września stał pod znakiem odreagowania stóp IRS po ich silnym spadku w sierpniu w dużej mierze pod wpływem krzywej swap w euro. Jednak w dalszej części września i na początku października stopy IRS powróciły do spadków, szczególnie na długim końcu, mimo kontynuacji wzrostu stóp IRS w strefie euro a przy spadku krzywej IRS w USA. Od publikacji poprzedniego raportu 2-letnie stopy IRS wzrosły nieznacznie o 9 pb, stopy 5-letnie o 1 pb, a 10-letnie również o 1 pb. Jednocześnie nachylenie krzywej IRS 2-10 pozostało bardzo niskie na poziomie ok. 30 pb, co odzwierciedla obawy o trwałość wzrostu gospodarczego oraz perspektywę niewielkich podwyżek stóp procentowych.

Na rynku długu po sporej przecenie na przełomie sierpnia i września w dalszej części ubiegłego miesiąca oraz na początku października doszło do ponownego spadku rentowności. Od publikacji poprzedniego raportu miesięcznego pod koniec sierpnia rentowności 2-letnich obligacji wzrosły o 6 pb, 5-letnich spadły o 4 pb, a 10-letnich wzrosły o 8 pb. W rezultacie spread asset swap nie zmienił się znacząco w ciągu ostatnich

tygodnia dla głównych tenorów. Popyt na aukcjach Ministerstwa Finansów pozostał wysoki podobnie jak zainteresowanie polskimi obligacjami. Czynnikiem wspierającym dług była także zapowiedź w projekcie budżetu na 2011 r. mniejszych niż można było oczekiwać emisji obligacji na rynku krajowym w przyszłym roku.

Bez wzrostu inflacji podwyżki stóp mogą się opóźnić

Biorąc pod uwagę ostatni komunikat RPP oraz komentarze członków Rady jak również niższy niż oczekiwaliśmy odczyt inflacji w sierpniu sądzymy, że bez wyraźnego wzrostu inflacji we wrześniu (przynajmniej do 2,3% r/r) oraz podwyższenia ścieżki inflacji w nowej projekcji NBP podwyżka stóp procentowych może się opóźnić. **W związku z tym publikacja inflacji zaplanowana na 13 października będzie naszym zdaniem kluczowa dla decyzji Rady w tym roku.**

Biorąc pod uwagę nasz bazowy scenariusz inflacyjny oraz oczekiwane stopniowe domykanie luki popytowej widzimy miejsce do wzrostu krótkoterminowych stóp FRA. W podstawowym scenariuszu utrzymujemy prognozę wzrostu stóp procentowych o 125 pb do końca przyszłego roku, choć ryzyka dla trwałości ożywienia gospodarczego na świecie powodują, że skala podwyżek stóp procentowych może być mniejsza niż zakładamy.

Oczekujemy dalszego wypłaszczenia krzywej

W związku z oczekiwanym przez nas zacieśnieniem polityki pieniężnej w tym roku oczekujemy, że krótkoterminowe stopy powinny przyczynić się do wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej obligacji, co wywrze presję także na dłuższy koniec. Osłabienie na dłuższym końcu krzywej może być jednak mniejsze. Uruchomienie kolejnego programu ilościowego poluzowania polityki pieniężnej przez Fed spodziewane przez nas na koniec tego roku, możliwy dalszy spadek rentowności na bazowych rynkach oraz utrzymanie zainteresowania polskimi aktywami wśród inwestorów zagranicznych mogą podtrzymać popyt na krajowy dług. Ceny krajowych obligacji będą też wspierane przez relatywnie niewielką podaż długu zaplanowaną na IV kwartał w obliczu realizacji dużej części potrzeb pożyczkowych w poprzednich miesiącach (po wrześniu zrealizowano ponad 80% potrzeb). Wciąż niepewna jest także emisja obligacji BGK na rzecz KFD. Jej brak byłby kolejnym czynnikiem wspierającym ceny obligacji skarbowych. Ryzyko wyprzedaży obligacji przez inwestorów zagranicznych może nastąpić dopiero w przyszłym roku, jeśli sytuacja fiskalna będzie gorsza od oczekiwań.

Spodziewamy się, że na koniec roku rentowności 2-letnich obligacji wzrosną do 4,95%, 5-letnich do 5,40% a 10-letnich do 5,65%.

Tabela 5. Prognozy stóp procentowych (wartości na koniec okresu)

	06/10/2010	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11
Stopa referencyjna	3,50%	3,75%	3,75%	4,00%	4,50%
WIBOR3M	3,83%	4,19%	4,55%	4,76%	4,92%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2009				2010								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1.3	-1.3	9.9	7.4	8.5	9.2	12.5	9.7	13.5	14.3	10.3	13.5	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	15.0	1.9	-3.2	-5.4	-5.4	3.1	19.1	-9.2	1.6	6.8	-6.1	-1.8	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-1.0	-1.1	11.4	8.3	10.1	10.8	13.9	11.1	14.5	15.5	10.9	14.3	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	5.7	2.7	9.9	3.2	-15.3	-24.7	-10.9	-6.3	2.3	9.6	0.8	8.5	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	2.5	2.1	6.3	7.2	2.5	0.1	8.7	-1.6	4.3	6.4	3.9	6.6	-
Stopa bezrobocia (%)	10.9	11.1	11.4	11.9	12.7	13.0	12.9	12.3	11.9	11.6	11.4	11.3	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-2.4	-2.4	-2.2	-1.8	-1.4	-1.1	-0.6	0.0	0.5	1.1	1.4	1.6	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.4	3.1	3.3	3.5	3.5	2.9	2.6	2.4	2.2	2.3	2.0	2.0	-
Inflacja (% m/m)	0.0	0.1	0.3	0.0	0.6	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	-0.2	-0.4	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	1.6	2.0	1.9	2.1	0.2	-2.4	-2.6	-0.4	1.9	2.1	3.8	4.1	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.2	0.4	-0.4	-0.2	0.4	-0.1	-0.2	1.4	2.0	1.0	0.1	-0.2	-
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.3	2.0	2.3	6.5	0.5	2.9	4.8	3.2	4.8	3.5	2.1	4.2	-
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-250	-330	-1,376	-1,070	-672	67	-458	-336	-889	-1,004	-1,539	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.1	-1.8	-1.8	-1.6	-1.5	-1.8	-1.9	-1.8	-1.9	-2.2	-2.3	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	59	-200	-291	-627	-104	-177	-526	-262	-450	-287	-865	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	9,428	9,685	9,217	8,000	8,420	9,164	10,309	9,848	9,897	10,656	9,744	-	-
Eksport (% r/r)	-17.0	-10.9	1.0	12.6	14.0	20.5	21.5	22.9	24.7	28.6	16.0	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	9,369	9,885	9,508	8,627	8,524	9,341	10,835	10,110	10,347	10,943	10,609	-	-
Import (% r/r)	-26.8	-20.8	-11.0	-3.3	8.3	21.7	24.6	23.0	29.9	27.8	20.0	-	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.6	11.9	8.0	8.1	6.3	5.1	5.5	6.1	7.7	7.1	7.8	9.4	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	19.9	19.3	17.5	15.3	13.0	11.4	9.5	8.9	9.3	9.3	9.4	10.0	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3.3	3.5	7.0	10.4	6.3	7.8	10.4	13.3	15.0	13.2	12.1	15.2	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	26.3	20.4	18.5	12.0	8.6	5.5	5.7	8.4	9.6	13.1	13.7	15.5	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.8	3.1	-0.3	-3.3	-5.2	-7.0	-9.0	-7.3	-5.5	-4.4	-3.5	-2.5	-
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)	4.17	4.18	4.19	4.23	4.24	4.17	4.13	3.92	3.85	3.86	3.84	3.82	3.83
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.18	4.18	4.19	4.27	4.19	4.15	4.10	3.86	3.86	3.87	3.82	3.81	3.84
Bony 52 tyg. (średnio)	4.43	4.34	4.26	4.27	3.90	3.89	3.89	3.71	3.91	4.15	4.03	4.01	4.00
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.14	5.02	5.10	5.18	4.94	4.92	4.55	4.64	4.68	4.85	4.74	4.68	4.71
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.73	5.70	5.69	5.90	5.58	5.48	5.15	5.16	5.29	5.41	5.40	5.20	5.22
EUR/PLN (koniec okresu)	4.22	4.24	4.14	4.11	4.06	3.98	3.86	3.90	4.08	4.15	4.01	4.00	3.93
USD/PLN (koniec okresu)	2.89	2.86	2.75	2.85	2.91	2.93	2.87	2.93	3.31	3.39	3.07	3.16	2.87
EUR/USD (koniec okresu)	1.46	1.47	1.50	1.43	1.39	1.36	1.35	1.33	1.23	1.22	1.30	1.27	1.37
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	15.6	21.5	24.0	24.4	4.8	16.7	22.7	27.0	32.1	36.8	34.9	36.9	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	57.5	79.0	88.4	89.8	9.3	32.1	43.5	51.8	61.6	70.5	66.9	70.7	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	254	304	342	426	533	432	466	521
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	925	983	1,060	1,175	1,273	1,342	1,426	1,522
PKB per capita (USD)	6,642	7,970	8,970	11,168	13,982	11,314	12,205	13,660
Populacja (mln)	38.2	38.2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.1	38.1
Stopa bezrobocia (%)	19.5	18.2	14.9	11.2	9.5	11.9	12.0	11.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	3.6	6.2	6.7	5.0	1.8	3.4	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.4	6.5	14.9	17.6	8.2	-0.4	-0.6	9.8
Konsumpcja (% r/r)	4.3	2.7	5.2	4.7	6.3	2.1	3.1	2.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.7	2.1	5.0	5.0	5.9	2.3	3.0	3.2
Eksport (% r/r)	14.0	8.0	14.6	9.1	7.1	-8.0	10.8	6.0
Import (% r/r)	15.8	4.7	17.3	10.9	8.0	-13.5	12.2	8.4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4.3	0.5	1.4	4.0	3.3	3.5	2.8	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	3.6	2.1	1.1	2.5	4.5	3.5	2.5	3.4
Płace nominalne (% r/r)	4.2	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	4.0	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.50	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.75	4.75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.46	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.90	4.90
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.13	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	5.65	6.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.01	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	3.03	2.85
USD/PLN (Średnia)	3.65	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.06	2.92
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.08	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.92	3.78
EUR/PLN (Średnia)	4.54	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.96	3.85
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-10.0	-3.7	-9.4	-20.3	-26.8	-7.2	-11.3	-17.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.0	-1.2	-2.7	-4.8	-5.0	-1.7	-2.4	-3.3
Saldo handlu zagranicznego	-5.6	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.8	-7.4	-12.5
Eksport	81.8	96.5	117.4	145.3	178.7	139.5	155.8	183.1
Import	87.5	99.2	124.5	162.4	204.7	144.3	163.2	195.6
Saldo usług	0.1	0.7	0.7	4.8	5.0	5.4	4.9	6.5
Saldo dochodów	-8.2	-6.7	-9.7	-16.4	-14.2	-14.3	-15.9	-19.4
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	12.3	7.0	10.7	18.0	11.6	8.5	10.0	9.0
Rezerwy międzynarodowe	36.0	42.2	48.2	65.5	62.2	79.6	94.0	106.0
Amortyzacja	21.3	30.1	23.5	30.2	32.4	24.6	34.7	35.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-5.7	-4.1	-3.6	-1.9	-3.7	-6.6	-7.8	-6.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2.9	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.2	-4.9	-3.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.7	47.5	47.8	44.9	47.0	49.9	53.0	53.0
Dług krajowy	34.5	34.5	35.6	34.3	34.9	36.9	39.7	40.1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 7. Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Realny wzrost PKB (% r/r)	1.8	3.4	3.6	4.8	4.1	3.7
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.5	3.4	2.8	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.7	-2.4	-3.3	-4.1	-4.2	-3.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.75	4.75	5.00	5.00	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.87	3.03	2.85	2.68	2.67	2.67
USD/PLN (Średnia)	3.11	3.06	2.92	2.72	2.67	2.67
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.92	3.78	3.59	3.50	3.50
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.96	3.85	3.64	3.50	3.50

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Kalendarz Publikacji Danych

Tabela 8. Kalendarz Publikacji Danych

Data	Godzina	Źródło	Wskaźnik lub wydarzenie	Okres	Ostatnie dane
Październik					
12.10.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Sierpień	-1539 mln EUR
13.10.	14:00	GUS	Inflacja	Wrzesień	2.0% r/r
14.10.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Wrzesień	9.4% r/r
Ok. 15.10.	-	MF	Wynik budżetu	Wrzesień	-36.9 mld zł
18.10.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sektor przedsiębiorstw)	Wrzesień	4.2% r/r
18.10.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw)	Wrzesień	1.6% r/r
19.10.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Wrzesień	4.1% r/r
19.10.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Wrzesień	13.5% r/r
20.10.	14:00	NBP	Inflacja bazowa	Wrzesień	1.2% r/r
25.10.	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Wrzesień	11.30%
25.10.	10:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Wrzesień	6.6% r/r
26-27.10.	-	NBP	Posiedzenie RPP	Październik	3.50%
Listopad					
10.11.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Wrzesień	-
12.11.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Październik	-
15.11.	14:00	GUS	Inflacja	Październik	-
Ok. 15.11.	-	MF	Wynik budżetu	Październik	-
18.11.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sektor przedsiębiorstw)	Październik	-
18.11.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw)	Październik	-
19.11.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Październik	-
19.11.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Październik	-
22.11.	14:00	NBP	Inflacja bazowa	Październik	-
25.11.	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Październik	-
25.11.	10:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Październik	-
23-24.11.	-	NBP	Posiedzenie RPP	Listopad	-
30.11.	-	GUS	PKB	III kw.	3.5%

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

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