

CitiMonthly

Niemcy ciążą Polsce

- Spowolnienie w Chinach stało się najpoważniejszym zagrożeniem dla światowego wzrostu. Najbardziej na nim ucierpią gospodarki wschodzące, podczas gdy wpływ na gospodarki rozwinięte będzie umiarkowany.
- Z punktu widzenia Polski największe znaczenie ma wpływ spowolnienia w Chinach na Niemcy. W ciągu ostatniego miesiąca prognozy wzrostu dla Niemiec zostały obniżone o 0,5 punktu procentowego. Biorąc to pod uwagę zrewidowaliśmy naszą prognozę PKB dla Polski w dół o 0,3-0,4 pp w 2015 oraz 2016 roku.
- Pomimo rewizji wzrost w kraju wciąż powinien utrzymywać się powyżej dotychczasowego trendu, a luka popytowa powinna powoli się domykać. Niemniej naszym zdaniem przyszłoroczny wzrost nie będzie wyższy niż w 2015 roku, między innymi ze względu na spowolnienie inwestycji finansowanych ze środków UE.
- Rynek pracy pozostaje w bardzo dobrej kondycji. Trend spadkowy bezrobocia jest wciąż kontynuowany, a liczba nowych ofert pracy rośnie w tempie zbliżonym do 30% r/r.
- W krótkim horyzoncie inflacja będzie niższa niż zakładały wcześniejsze prognozy, głównie za sprawą spadających cen surowców. Najnowsze szacunki tegorocznych plonów pokazują jednak, że susza może w kolejnych miesiącach popchnąć CPI w górę.
- Podtrzymujemy nasze zdanie, że na podwyżkę stóp procentowych będzie trzeba poczekać przynajmniej do końca 2016 r. lub nawet nieco dłużej.
- Projekt przyszłorocznego budżetu zakłada istotny wzrost deficytu do 54,6 mld zł. Pomimo zagrożeń dla wzrostu gospodarczego naszym zdaniem ryzyko wymuszonej nowelizacji w trakcie roku jest niewielkie. Oczekujemy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego w 2016 roku ukształtuje się nieznacznie poniżej 3% PKB.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

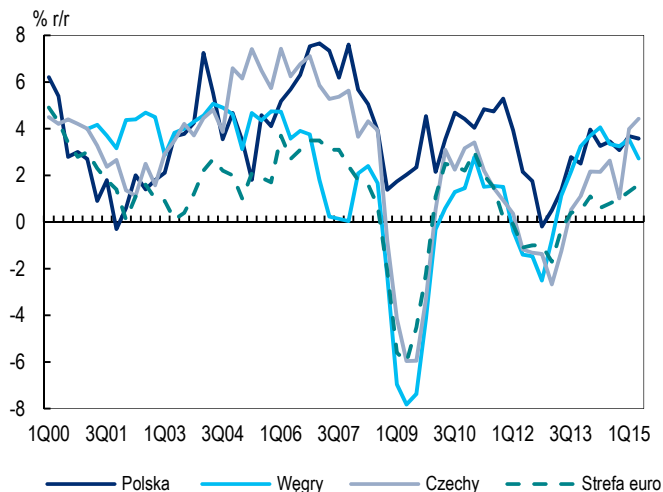
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

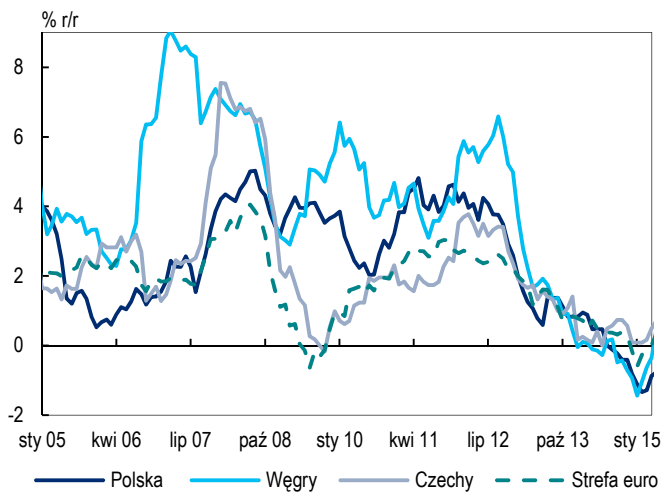
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



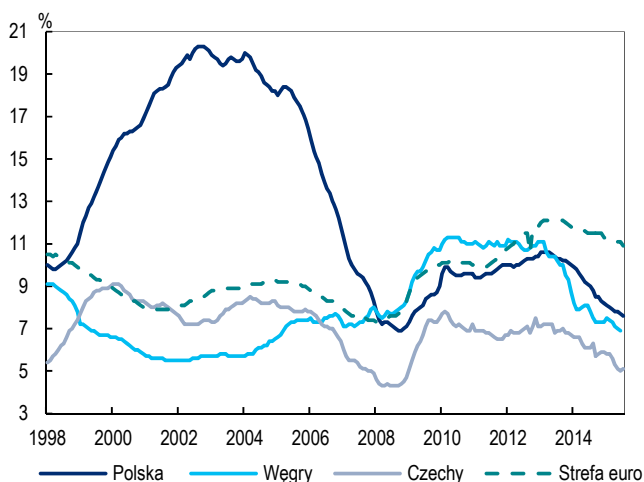
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



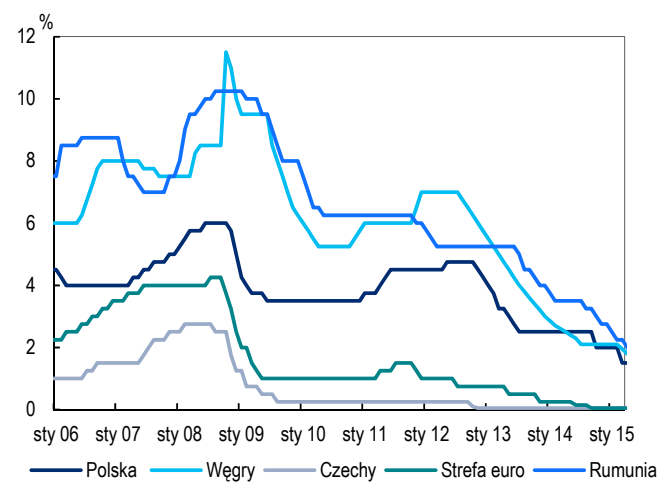
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	0,4	0,8	-2,0	41,5
Węgry	-0,2	3,7	-2,5	75,0
Polska	-0,6	2,7	-2,8	50,9
Rumunia	0,7	3,6	-1,6	40,1
Kryterium konwergencji	0,8	4,3	-3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2015, opublikowane w maju 2015 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-2010.

Gospodarka w skrócie

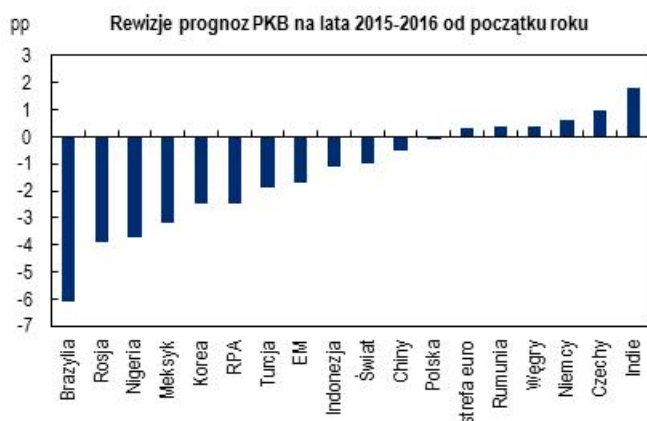
Niemcy ciążą Polsce

- W ciągu ostatniego miesiąca prognozy wzrostu dla Niemiec zostały obniżone o 0,5 punktu procentowego. Biorąc to pod uwagę zrewidowaliśmy naszą prognozę PKB dla Polski w dół o 0,3-0,4 pp w 2015 oraz 2016 roku.
- Rynek pracy pozostaje w bardzo dobrej kondycji. Trend spadkowy bezrobocia jest wciąż kontynuowany, a liczba nowych ofert pracy rośnie w tempie zbliżonym do 30% r/r.
- W krótkim horyzoncie inflacja będzie niższa niż zakładały wcześniejsze prognozy, głównie za sprawą spadających cen surowców. Najnowsze szacunki tegorocznych plonów pokazują jednak, że susza może w kolejnych miesiącach popchnąć CPI w górę.

Prognozy w dół

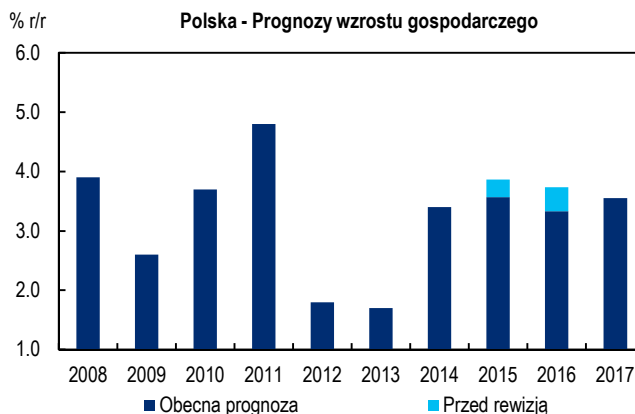
W ciągu ostatniego miesiąca perspektywy gospodarki światowej uległy pogorszeniu, głównie za sprawą wyhamowania Chin i innych gospodarek wschodzących (EM). Citi zrewidowało swoje oczekiwania dotyczące wzrostu w kilku krajach EM dosyć istotnie, szczególnie w przypadku Rosji, Turcji, Południowej Afryki oraz Brazylii. W samych Chinach przewidywania dotyczące oficjalnie publikowanego wzrostu nie uległy zmianie, jednak „rzeczywisty” wzrost prawdopodobnie będzie znacznie słabszy, co oznaczałoby globalny wzrost w okolicach zaledwie 2,5%. Kraje rozwinięte wyglądają na tym tle znacznie lepiej, ponieważ ich model wzrostu jest bardziej niezależny od sytuacji w Azji. Niemniej obecna prognoza Citi dotycząca przyszłorocznego PKB Niemiec jest obecnie o pół punktu procentowego niższa niż miesiąc wcześniej.

Wykres 5. Największe rewizje prognoz dotyczą gospodarek wschodzących (wykres słupkowy pokazujący skumulowaną rewizję prognoz Citi z GEOS dla 2015 r. i 2016 r.)



Źródło: Citi Handlowy oraz Citi.

Wykres 6. Pomimo rewizji, nasze prognozy wciąż zakładają relatywnie silny wzrost



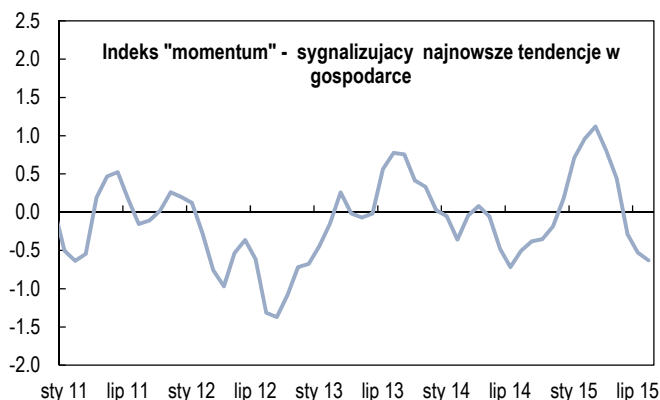
Źródło: Prognozy Citi Handlowy, GUS.

Jak już sygnalizowaliśmy w poprzednich raportach Polska należy do krajów relatywnie odpornych na tego typu szoki. Niemniej rewizja

wzrostu w Niemczech oraz ostatnie nieco słabsze dane z kraju uzasadniają oczekiwanie wolniejszego wzrostu zarówno w bieżącym jak i przyszłym roku. Dlatego w tym miesiącu zdecydowaliśmy się na lekkie obniżenie prognoz wzrostu w Polsce o około 0,3-0,4 w 2015 r. oraz 2016 r. Jest to mniejsza skala rewizji niż w innych liczących się gospodarkach wschodzących oraz mniejsza niż w przypadku Niemiec (przynajmniej jeżeli chodzi o rok 2016). W tym nowym scenariuszu wzrost wciąż powinien oscylować w pobliżu 3,5%, a więc powyżej średnioterminowego trendu.

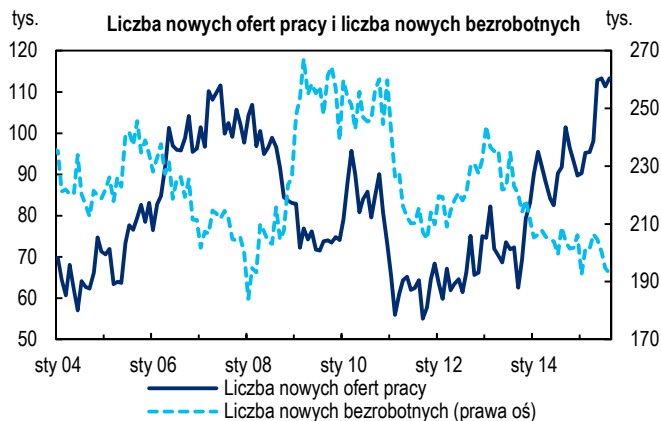
Podobnie jak w poprzednich miesiącach istotną częścią naszego scenariusza jest przewidywane lekkie spowolnienie w 2016 roku. Odróżnia to nas od konsensusu, który zakłada, że wzrost w 2016 r. będzie wyższy od tegorocznego. Naszym zdaniem taki wynik byłby trudny do osiągnięcia nie tylko ze względu na spowolnienie w Chinach, lecz również na wolniejsze wykorzystanie środków unijnych. Praktycznie we wszystkich krajach Europy Środkowej widzimy podobny rozkład dynamiki inwestycji – po niezłym 2015 roku następuje słabszy 2016 rok. Obecnie wysiłek administracyjny koncentruje się na wykorzystaniu środków z poprzedniej perspektywy finansowej UE, co automatycznie zapowiada dużo gorszy start wydatków z nowej perspektywy. W rzeczywistości ten czynnik powinien odpowiadać za bardzo istotne osłabienie dynamiki PKB w Czechach i na Węgrzech, podczas gdy w Polsce – gdzie środki unijne były wykorzystywane bardziej „równomiernie” – to załamanie będzie mniej widoczne.

Wykres 7. Gospodarka wytraciła trochę ze swojego rozpędu



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Liczba nowych miejsc pracy na rekordowych poziomach



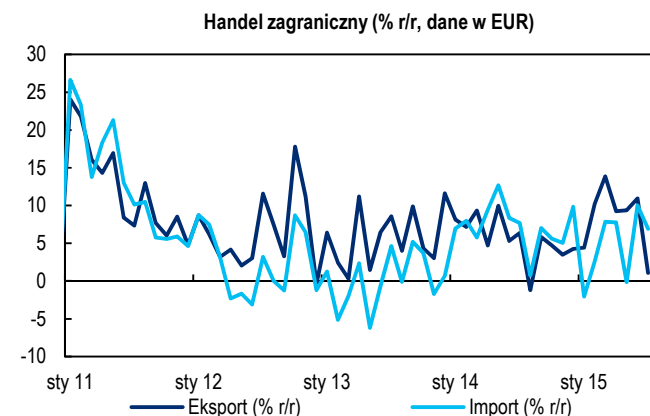
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Rynek pracy wciąż w niezłej formie

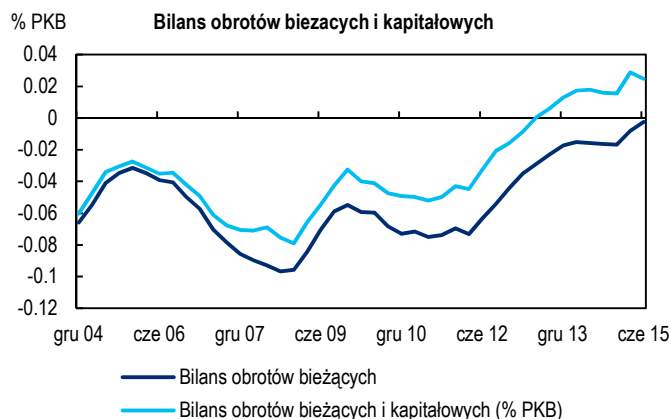
Czynnikiem stabilizującym sytuację w kraju powinna być dobra sytuacja na rynku pracy. Trwający od dwóch lat spadkowy trend bezrobocia utrzymuje się, a liczba miejsc pracy w sierpniu wzrosła o niemal 30% r/r. Pomimo kryzysu rosyjskiego w 2014 roku, niepewności dotyczącej Grecji w pierwszej połowie 2015 r. oraz spowolnienia w Chinach w ostatnich miesiącach, trend na rynku pracy nie uległ zbyt istotnej zmianie. Oznacza to, że firmy nie traktują tych wydarzeń na tyle poważnie aby z tego powodu ograniczać plany zatrudniania pracowników. Przy relatywnie wysokim i stabilnym wzroście dochodów realnych konsumpcja powinna rosnąć również w kolejnych kwartałach. Bardzo trudno jest ocenić jaki wpływ na konsumpcję (oraz inwestycje) może mieć okres i kampania okołowybiorcza. Można jednak przypuszczać, że jeżeli

istnieje w ogóle jakikolwiek wpływ, to sprowadza się on do odkładania popytu na później. Jeżeli tak miałoby być, to kolejne kwartały powinny przynieść lekkie odbicie w wydatkach sektora prywatnego.

Wykres 9. Eksport wyhamował pod wpływem słabej sprzedaży telefonów komórkowych Wykres 10. Deficyt w rachunku bieżącym praktycznie zniknął



Źródło: NBP, Citi Handlowy.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

W lipcu doszło do wyraźnego osłabienia dynamiki eksportu, znacznie głębszego niż importu. Jest mało prawdopodobne aby to spowolnienie oznaczało rzeczywiste zmniejszenie na polskie produkty wynikające na przykład ze spowolnienia w Chinach. Istotne znaczenie w tym przypadku miał wyraźny spadek eksportu telefonów komórkowych, który mógł mieć związek z działaniami podjętymi przez Ministerstwo Finansów w celu walki z wyłudzeniami VAT. Z tego powodu dane za sierpień oraz wrzesień powinny pokazać ustabilizowanie tendencji spadkowej eksportu. Oznacza to również, że w kolejnych miesiącach saldo na rachunku obrotów bieżących nie będzie pogarszało się w tym samym tempie.

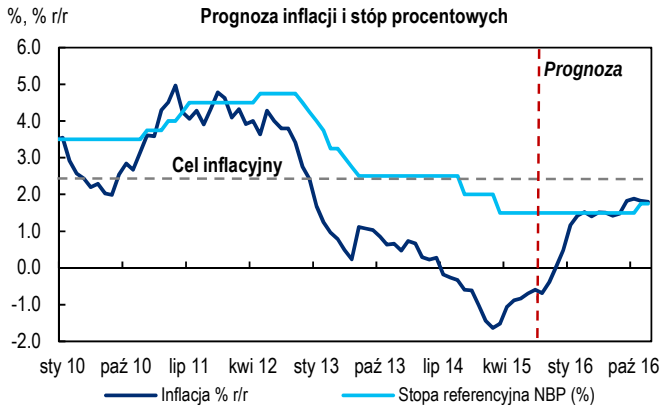
Paliwa ponownie zaniżają inflację

Ścieżka inflacji w krótkim terminie może być niższa niż wcześniej oczekiwano. Indeks CPI jest obecnie zaniżany przez głębokie spadki cen ropy naftowej. Co prawda w ujęciu rok-do-roku spadki cen paliw będą teraz stawały się płytsze, jednak ścieżka wzrostowa będzie bardziej płaska niż zakładaliśmy jeszcze kilka miesięcy temu. Drugim czynnikiem wpływającym na CPI i częściowo rekompensującym ten efekt będzie stopniowy wzrost cen żywności na skutek suszy. GUS szacuje, że tegoroczne zbiory zbóż będą o 13% niższe od ubiegłorocznych, podczas gdy zbiory warzyw gruntowych spadną o 16% a ziemniaków o 19%.

W niektórych wypadkach spadek zbiorów może być kompensowany przez import lub zmniejszenie zapasów, jednak taka sytuacja nie pozostanie bez wpływu na ceny żywności. Z opóźnieniem kilkumiesięcznym powinno to znaleźć odzwierciedlenie w cenach detalicznych produktów spożywczych. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że wskaźnik CPI będzie powoli rosł z -0,6% w sierpniu do około +0,5% w grudniu br. Wzrost gospodarczy i poprawiająca się sytuacja na rynku pracy powinny mieć pozytywny wpływ na inflację, jednak będzie się on ujawniał bardzo powoli i nie przypuszczamy, aby czynniki popytowe mogły poważnie wywindować inflację bazową. Biorąc to pod uwagę wciąż

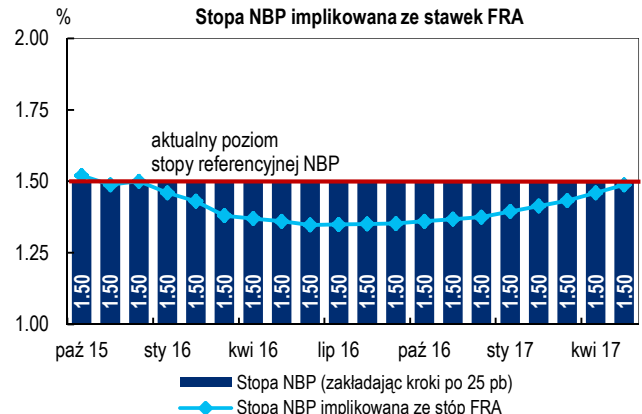
sądzimy, że na pierwszą podwyżkę stóp w Polsce będzie trzeba poczekać przynajmniej do końca 2016 roku, a możliwe, że dłużej.

Wykres 11. Od października inflacja ponownie będzie się piąć w górę



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Rynek FRA wycenia niewielką szansę obniżki w trakcie najbliższego roku



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Projekt budżetu na 2016 r.

We wrześniu rząd przyjął projekt przyszłorocznego budżetu, który zakłada wzrost deficytu do 54,6 mld zł (wobec 46,1 mld planowanego pierwotnie na 2015 r.). Biorąc pod uwagę pojawiające się zagrożenia dla wzrostu gospodarczego oraz słabsze od przewidywań wykonanie tegorocznego budżetu, pojawiają się obawy dotyczące sytuacji fiskalnej w przyszłym roku. Naszym zdaniem ryzyko wymuszonej rewizji budżetu w trakcie roku jest relatywnie niewielkie. Po pierwsze dlatego, że po słabym początku 2015 r. ostatnie miesiące pokazują już lekką poprawę w dochodach, a więc punkt startowy dla wykonania przyszłorocznych dochodów może być lepszy od wcześniejszych przewidywań. Po drugie, nawet uwzględniając słabsze perspektywy wzrostu w 2016 roku, dochody mają szansę pozytywnie zaskoczyć (Tabela 2).

Tabela 2. Szacowana realizacja budżetu w 2015 oraz 2016 roku.

(mld zł)	Ustawa budżetowa		Citi Handlowy		CH vs. plan MF	
	Ustawa 2015	Projekt 2016	2015	2016	2015	2016
Dochody	297,2	296,9	293,0	299,2	-4,2	2,3
Dochody podatkowe	269,8	268,4	258,8	270,9	-11,0	2,5
Podatki pośrednie	199,5	193,8	186,4	194,6	-13,1	0,8
VAT	134,6	128,4	122,1	128,2	-12,5	-0,2
Akcyza	63,6	64,0	62,9	65,0	-0,7	1,0
Od gier	1,3	1,4	1,4	1,4	0,1	0,0
PIT	44,4	46,7	44,8	47,3	0,5	0,6
CIT	24,5	26,4	26,1	27,5	1,6	1,0
Dochody niepodatkowe	25,8	26,7	32,6	26,7	6,8	0,0
Dywidendy	6,2	4,8	6,0	4,8	-0,3	0,0
Zysk NBP		3,2	0,0	3,2	0,0	0,0
Wydatki	343,2	351,5	334,7	346,2	-8,5	-5,3
Deficyt	-46,1	-54,6	-41,7	-47,0	4,4	7,6

Źródło: Szacunki Citi Research, MF.

Łącząc to z faktem, że zazwyczaj wydatki są wykonywane poniżej planu, deficyt budżetowy w całym 2016 roku ma szansę być niższy od planowanego o około 7,5 mld zł. Zostawia to Ministerstwu Finansów bufor bezpieczeństwa do wykorzystania w przypadku niekorzystnych szoków. Na podstawie przygotowanego projektu budżetu można szacować, że przyszłoroczny deficyt całego sektora rządowego i samorządowego (a więc uwzględniając również m.in. samorządy) nie spadnie istotnie, tylko utrzyma się na poziomie zbliżonym do tegorocznego (nieznacznie poniżej 3% PKB).

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014					2015							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1.9	4.2	1.6	0.3	8.4	1.6	5.0	8.8	2.4	2.8	7.6	3.8	5.3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-8.5	16.5	3.5	-7.5	-2.3	-3.2	1.4	13.5	-7.9	-1.4	4.7	-1.3	-7.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-1.5	4.9	2.7	1.0	9.1	3.1	6.8	9.6	2.6	2.8	8.9	4.6	6.1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-3.6	5.6	-1.0	-1.6	5.0	1.3	-0.3	2.9	8.5	1.3	-2.5	-0.1	4.8
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	1.7	1.6	2.3	-0.2	1.8	0.1	-1.3	3.0	-1.5	1.8	3.8	1.2	-0.3
Stopa bezrobocia (%)	11.7	11.5	11.3	11.4	11.5	12.0	12.0	11.7	11.2	10.8	-	10.4	10.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9	-100.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6
Inflacja (% m/m)	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.5	-1.6	-1.3	-1.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.5	-2.7	-2.1	-1.4	-1.7	-2.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.3	0.0	-0.4	-0.5	-1.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.4	0.6	-0.4	-0.7
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.5	3.4	3.8	2.7	3.7	3.6	3.2	4.9	3.7	3.2	2.5	3.3	-100.0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,063	14	-374	-24	-1,245	-60	-7	1,743	1,129	1,184	-849	-1,660	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.4	-1.2	-1.3	-1.1	-1.3	-1.0	-0.9	-0.6	-0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-215	492	-42	10	-792	766	721	702	119	922	56	-1071	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	11626	14288	14943	13707	11708	13282	13653	15322	14503	14084	14261	13552	-
Eksport (% r/r)	-1.2	5.8	4.7	3.5	4.3	4.4	10.2	13.9	9.2	9.4	10.9	1.1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	11841	13796	14985	13697	12500	12516	12932	14620	14384	13162	14205	14623	-
Import (% r/r)	0.7	7.0	5.6	5.0	9.8	-2.1	2.6	7.8	7.8	-0.2	10.0	6.9	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.4	7.9	7.7	8.4	8.2	8.6	8.7	8.9	7.2	7.6	8.3	8.6	7.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6.4	6.9	7.6	8.0	8.8	8.5	8.7	8.4	7.8	8.3	8.5	8.8	9.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.3	10.6	8.9	10.4	9.4	10.1	9.7	11.3	9.2	9.3	12.4	11.1	9.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.6	5.3	5.7	5.4	5.5	7.7	7.1	7.2	6.3	7.7	7.9	7.1	6.6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.3	6.6	7.1	7.5	7.4	5.6	5.6	5.5	3.4	3.7	4.5	5.5	6.6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	2.65	2.45	2.07	2.01	2.06	2.03	1.91	1.73	1.65	1.67	1.70	1.72	1.72
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.59	2.28	1.96	2.06	2.06	2.00	1.81	1.65	1.65	1.68	1.72	1.72	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.25	1.99	1.68	1.75	1.80	1.61	1.64	1.55	1.66	1.69	1.82	1.65	1.67
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.19	2.00	1.75	1.73	1.77	1.56	1.61	1.60	1.77	1.79	1.98	1.81	1.87
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.56	2.38	2.01	1.98	2.15	1.68	1.89	1.94	2.23	2.46	2.74	2.49	2.51
EUR/PLN (koniec okresu)	4.21	4.18	4.20	4.18	4.29	4.19	4.15	4.07	4.04	4.11	4.19	4.15	4.23
USD/PLN (koniec okresu)	3.20	3.31	3.35	3.36	3.54	3.71	3.70	3.79	3.61	3.76	3.76	3.76	3.77
EUR/USD (koniec okresu)	1.32	1.26	1.25	1.25	1.21	1.13	1.12	1.07	1.12	1.10	1.11	1.10	1.12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	24.6	22.4	27.3	24.8	29.0	0.6	11.3	16.7	16.7	19.6	26.2	26.6	25.9
Def. budżetowy kum. (% planu)	51.9%	47.1%	57.4%	52.1%	61.0%	1.3%	24.6%	36.2%	36.2%	42.6%	57.0%	57.7%	56.1%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	478	487
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1362	1437	1554	1616	1663	1729	1786	1884
PKB per capita (USD)	11508	12382	13626	12879	13667	14270	12435	12685
Populacja (mln)	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4
Stopa bezrobocia (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	10,1	10,9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2,6	3,7	4,8	1,8	1,6	3,4	3,6	3,3
Inwestycje (% r/r)	-12,7	9,7	12,2	-4,3	-3,5	11,4	5,4	6,1
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	1,7	0,7	1,4	3,4	2,9	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,0	1,0	1,2	3,1	3,1	3,3
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,3	4,8	5,7	6,2	5,8
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	9,1	5,8	6,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	0,4	1,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,8	1,5
Płace nominalne (% r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,7	4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	3,66	1,74	1,98
Rentowność obligacji 10-letnich	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	2,60	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	3,73	3,86
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,74	3,87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,20	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,17	4,10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-26,2	-27,0	-17,6	-6,9	-7,0	0,6	-4,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,5	-5,1	-3,6	-1,3	-1,3	0,1	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	0,8	-2,2	3,7	-1,4
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	197,8	208,6	183,5	184,9
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	196,9	210,8	179,8	186,3
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,5	12,0	9,9	10,2
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-17,7	-16,3	-12,9	-13,0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-2,8	-8,1	-10,0	-11,0
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1	94,1
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,8	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,0	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	52,0	53,1	47,9	49,1	49,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.4	3.6	3.3	3.6	3.6	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	0.0	-0.8	1.5	2.5	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.3	0.1	-0.9	-1.2	-1.5	-3.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2.00	1.50	1.75	2.50	3.50	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.52	3.73	3.86	3.72	3.42	3.16
USD/PLN (Średnia)	3.15	3.74	3.87	3.80	3.53	3.18
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.20	4.06	3.99	3.96	3.92
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.17	4.10	4.01	3.97	3.94

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.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.