

### CitiWeekly

#### Kolejny miesiąc, kolejna obniżka

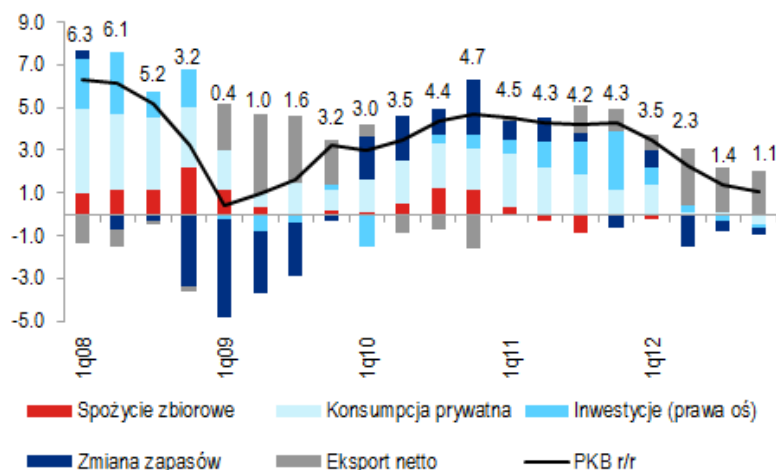
- W tym tygodniu głównym wydarzeniem w kraju będzie decyzja Rady Polityki Pieniężnej w sprawie stóp procentowych. Oczekujemy kolejnej obniżki stopy referencyjnej o 25pb do poziomu 3,75%. Kluczowy dla rynku będzie komunikat RPP, który pozwoli lepiej ocenić kolejny ruch Rady w marcu. Dostrzegamy rosnące ryzyko, że do obniżki może dojść także za miesiąc. Zakładamy, że stopy procentowe mogą spaść w 3Q (lub nawet 2Q) do 3,00-3,25%, wobec 4% obecnie lutym.
- Ekonomiści Citi oczekują, że EBC utrzyma stopy bez zmian, ale jednocześnie ton komentarzy przedstawicieli EBC będzie bardziej łagodny w celu zahamowania trendu wzrostowego stóp rynku pieniężnego z ostatnich tygodni.
- Ministerstwo Finansów podało podaż długu na luty na poziomie 6-14 mld zł, z czego sprzedaż 10 mld pozwoliłaby na realizację już ponad 50% potrzeb pożyczkowych. Najprawdopodobniej Ministerstwo Finansów nie będzie miało problemów z plasowaniem długu, jeśli popyt inwestorów zagranicznych będzie stosunkowo mocny tak jak grudniu i styczniu.
- Za granicą dane o PKB w USA za IV kwartał były zdecydowanie poniżej oczekiwań, ale głównie za sprawą efektów jednorazowych, natomiast kluczowe elementy PKB potwierdziły stopniowe ożywienie popytu krajowego. Dane z rynku pracy w USA były stosunkowo dobre. Ponadto dane o PMI pokazały spadek indeksu aktywności dla Chin oraz rewizję w górę danych ze strefy euro. Ponadto zapowiedziana na przyszły tydzień kwota spłat pożyczek banków w ramach programu LTRO była minimalna i wyraźnie niższa od oczekiwań.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
I KW 13	4,22	3,13	5,02	1,35	3,75	0,75	3,83	4,00	1,55	1,80
I KW 14	4,16	3,18	5,14	1,31	3,25	0,25	3,51	4,70	1,25	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 21.01.2013

Wykres 2. Dane GUS sugerują załamanie konsumpcji w IV kwartale 2012



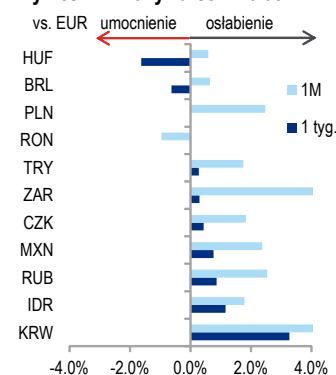
#### Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633  
piotr.kalisz@citi.com

#### Cezary Chrapek

+48-22-692-9421  
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 1.02.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	1/2/13	1 yg.	1M	YTD	2011
EUR/PLN	4.17	0.0%	2.6%	2.4%	-8.8%
USD/PLN	3.06	-1.2%	-0.8%	-0.8%	-10.3%
EUR/USD	1.36	1.3%	3.4%	3.4%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Słopa NBP	4.00	0	-25	-25	-25
WBOR 3M	3.94	-6	-16	-19	-86
FRA1x4	3.76	-1	-8	-5	-113
FRA3x6	3.49	0	6	9	-145
FRA6x9	3.22	1	14	18	-168
FRA9x12	3.15	2	15	23	-168
	\$	%	%	%	%
Złob	1666.5	0.5%	-1.2%	-0.5%	7.0%
Ropa	118.8	3.6%	4.2%	8.8%	8.8%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2499.2	-1.7%	-4.8%	-3.2%	20.4%
S&P	1513.2	0.7%	3.5%	6.1%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.68	4	24	37	-52
10Y Treasuries	2.02	8	19	27	-12
Rentowność 2Y	3.26	5	10	11	-171
Rentowność 5Y	3.41	-2	11	19	-211
Rentowność 10Y	3.91	-1	9	17	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	89.7	6	13	10	-199

#### Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	8

## Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>4 lut</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
11:00	EMU	PPI	% r/r	XII	2.0	2.1	2.1
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	XII	2.20	2.2	0.0
<b>5 lut</b> <b>WTOREK</b>							
09:58	EMU	PMI dla usług	pkt	I	48.1	48.3	48.3
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII	-0.3		0.1
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	I	55.0	55.2	56.1
<b>6 lut</b> <b>ŚRODA</b>							
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XII	2.0	0.9	-1.8
	PL	Decyzja RPP	%	II	3.75	3.75	4.00
<b>7 lut</b> <b>CZWARTEK</b>							
	PL	Aukcja obligacji					
	UE	Spotkanie Komisji Europejskiej w sprawie wieloletniego budżetu					
10:30	GB	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	-2.8	-2.1	-2.4
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	0.2	0.2	0.2
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii	%	II	0.5	0.5	0.5
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	II	0.75	0.75	0.75
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	365.0	360.0	368.0
14:30	USA	Wydajność pracy	%	IV kw.	-1.9	-1.2	2.9
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	%	IV kw.	3.9	3.0	-1.9
<b>8 lut</b> <b>PIĄTEK</b>							
	UE	Spotkanie Komisji Europejskiej w sprawie wieloletniego budżetu					
08:00	DE	Eksport	% m/m	XII		1.3	-3.4
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	XII		0.4	0.6

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

## Zapowiedź tygodnia

**Oczekujemy kolejnej obniżki stóp o 25 pb**

Po ostatniej serii słabych danych z gospodarki jednym z kluczowych wydarzeń będzie zaplanowane na wtorek oraz środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, także i tym razem oczekujemy obniżki stopy referencyjnej o 25pb do poziomu 3,75%. Co prawda jeszcze na początku stycznia członkowie RPP próbowali schłodzić oczekiwania na obniżki i opublikowali komunikat o zaostrzonej retoryce, jednak naszym zdaniem oznaki spowolnienia w gospodarce prawdopodobnie przechylą szalę na korzyść obniżki stóp. Na taki scenariusz wskazują również komentarze samych członków RPP, w tym Adama Glapińskiego, który w przeszłości często opowiadał się przeciw redukcjom stóp. Choć niektórzy uczestnicy rynku mogą liczyć na większe cięcie stóp niż 25pb, wątpimy w taki wynik głosowania, tym bardziej, że

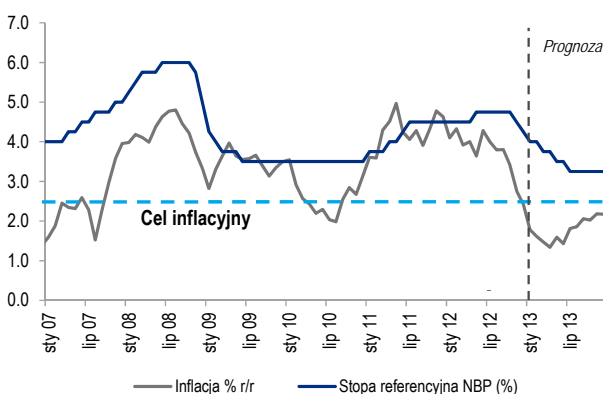
wniosek o większą obniżkę nie uzyskał wymaganej większości nawet na początku cyklu luzowania polityki monetarnej.

### Kluczowy będzie komunikat

RPP mogłaby zdecydować się na pauzę w marcu, ale ryzyko kolejnej obniżki wysokie

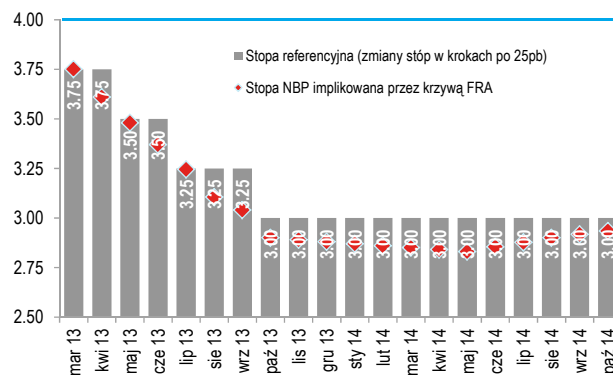
Po lutowej decyzji z uwagą będziemy oczekiwać na oficjalny komunikat RPP oraz wypowiedzi członków Rady podczas konferencji prasowej, poszukując tam wskazówek odnośnie terminu kolejnych obniżek. Zgodnie z wcześniejszymi sugestiami prezesa Belki zakładamy, że w marcu RPP może zrobić przerwę w cyklu łagodzenia monetarnego. Niemniej dostrzegamy duże ryzyko, że do obniżki może jednak dojść w marcu – ze względu na przewidywane przez nas spowolnienie gospodarcze oraz spadek inflacji. Podsumowując, w naszym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe mogą spaść w 3Q (lub nawet 2Q) do 3,00-3,25%, wobec 4% obecnie w lutym.

Wykres 3. Prognozy inflacji oraz stopy referencyjnej



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Ścieżka stóp procentowych dyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

EBC najprawdopodobniej utrzyma stopy bez zmian

A ton komentarzy będzie miał na celu zniwelowanie ruchu wzrostowego stóp rynku pieniężnego

Ekonomiści Citi oczekują, że EBC pozostawi stopy procentowe bez zmian na lutowym posiedzeniu. Jednak spodziewają się, że ton wypowiedzi prezesa EBC na konferencji będzie ostrożniejszy w kwestii perspektyw wzrostu gospodarczego i mniej zaniepokojony inflacją, biorąc pod uwagę ostatnio obserwowany wzrost stóp rynku pieniężnego oraz umocnienie euro.

EBC najprawdopodobniej nie ogłosi kolejnego 3-letniego programu LTRO, aby zniwelować postępującą redukcję nadpłynności lub by zasygnalizować przyszłą ścieżkę stóp procentowych i zapobiec przedwczesnemu zacieśnieniu warunków monetarnych. Oczekujemy, że EBC zredukuje stopy procentowe obniżając główną z nich o 25 pb w II kw oraz kolejne 25 pb w II połowie roku i wówczas możliwe jest obniżenie stopy depozytowej poniżej zera.

## Miniony Tydzień

PKB wzrósł o 2% r/r w 2012 r., a w IV kw. o ok. 1% r/r

Najnowsze dane o PKB pokazały wzrost gospodarczy w 2012 r. na poziomie 2%, co było zbliżone do konsensusu rynkowego i nieco wyższe od najbardziej pesymistycznych prognoz. Bazując na danych rocznych szacujemy, że wzrost PKB w IV kw. mógł wynieść ok. 1% r/r. Mogłoby to być traktowane jako pozytywny sygnał, gdyby nie fakt, że oczekiwania rynkowe były wyjątkowo mocno obniżone w ostatnich

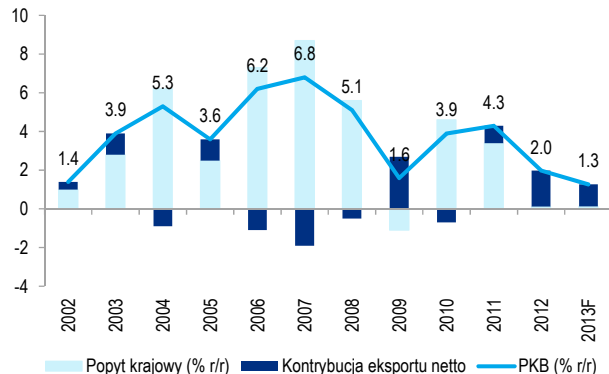
**Konsumpcja spadła w IV kw.  
o ok 1% r/r**

**Oczekujemy dalszego  
spowolnienia wzrostu PKB  
w 2012 r. do 1,3% r/r**

miesiącach (jeszcze w październiku konsensus zakładał 2,8% wzrost w Polsce). Dodatkowo, dokładniejsze rozbięcie danych pokazuje, znaczne osłabienie konsumpcji prywatnej, która w całym roku wzrosła jedynie o 0,5% r/r, a w ostatnim kwartale prawdopodobnie spadła o około 1% (wyraźnie poniżej naszych szacunków), co jest najslabszym wynikiem od początku publikacji danych w 1995 r. Stopniowo słabnący rynek pracy, stosunkowo wysoki poziom realnych stóp procentowych, restrykcyjne warunki kredytowe, niska stopa oszczędności oraz pogarszające się nastroje konsumentów negatywnie wpływają na konsumpcję prywatną. Choć spadek inwestycji w IV kw. o ok. 0,5% r/r był mniejszy niż zakładaliśmy nie daje to naszym zdaniem wielu powodów do optymizmu. Sądzymy, że kolejne kwartały pokażą ograniczony popyt inwestycyjny w związku z ograniczeniem inwestycji publicznych oraz niechęcią sektora prywatnego do rozpoczynania nowych projektów.

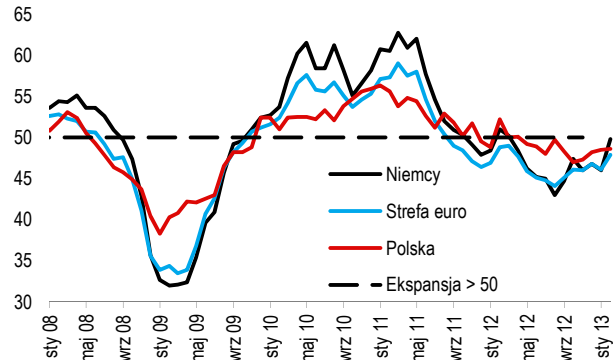
**Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu gospodarczego na 2013 r. na poziomie 1,3% r/r (poniżej konsensusu: 1,6% r/r) oraz dalszego spowolnienia wzrostu PKB w I kw. do 0,5% r/r.** Roczne tempo wzrostu utrzyma się poniżej tempa potencjalnego ograniczając presja popytową i presję inflacyjną i jednocześnie będzie poniżej tempa wzrostu generującego wzrost miejsc pracy w gospodarce. Podtrzymujemy zdanie, że wzrost PKB w Polsce będzie negatywnie wpływał na złotego w tym roku.

Wykres 3. Kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. PMI w strefie euro, Niemczech i w Polsce



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

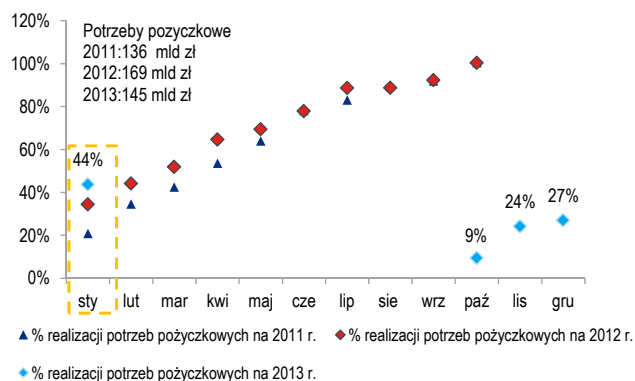
**Indeks PMI nieznacznie  
wzrósł**

**Przy znacznym odbiciu  
indeksu nowych zamówień  
eksportowych**

**Indeks aktywności dla sektora przemysłowego wzrósł w styczniu nieznacznie do 48,6 pkt z 48,5,** utrzymując się poniżej kluczowego poziomu 50 pkt przez dziesiąty miesiąc z rzędu. Indeks zamówień eksportowych wyraźnie się poprawił, prawdopodobnie podążając za pozytywnymi niespodziankami z Niemiec, gdzie pozytywnie zaskoczyły indeksy PMI, Ifo i ZEW. Jednak pozytywne sygnały dotyczące popytu zagranicznego zostały całkowicie zniwelowane przez pogorszenia zamówień krajowych. Dane sugerują niewielką zmianę produkcji w porównaniu z poprzednim miesiącem i nie wpływają na nasze prognozy produkcji w styczniu na poziomie -2,8% r/r, po spadku o 10,6% w styczniu. Patrząc jednak na cały zestaw danych uwzględniający sytuację na rynku pracy, sprzedaż detaliczną oraz trendy w inwestycjach, nie dostrzegamy powodów, aby oczekiwać wyraźnego ożywienia sytuacji gospodarczej w najbliższym czasie.

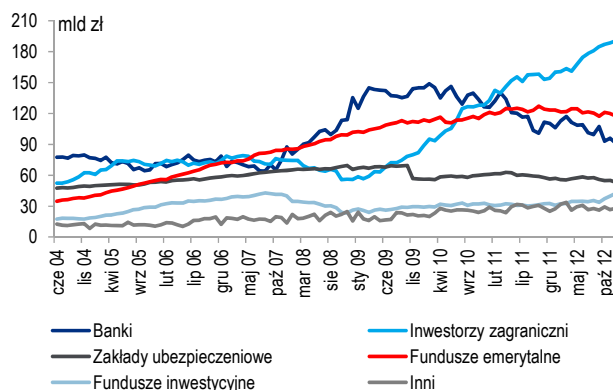
Z drugiej strony pozytywne sygnały z zagranicy sygnalizują pewną poprawie ożywienia w eksporcie w dalszej części roku, co wraz z efektem niskiej bazy podwyższy wzrost PKB w II połowie tego roku

Wykres 3. Realizacja potrzeb pożyczkowych



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Portfele krajowych obligacji skarbowych wg typu inwestora (na koniec grudnia)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

**W lutym MF zaoferuje 6-14 mld zł bonów i obligacji**

**A realizacja potrzeb pożyczkowych może przekroczyć 50%**

**Wciąż spory popyt na polski dług z zagranicy**

**PKB w USA spadł bardziej niż oczekiwano w IV kw., za sprawą czynników jednorazowych**

**Po lutym resort finansów może zrealizować ponad 50% potrzeb pożyczkowych.** Zdaniem wiceministra finansów Jacka Rostowskiego po styczniu Ministerstwo Finansów zrealizowało 44% potrzeb a po lutym może osiągnąć wynik ponad 50%. Resort finansów zamierza zaoferować 1-2 mld zł bonów skarbowych oraz 5-12 mld zł obligacji. Szybka realizacja potrzeb i emisja obligacji przy rentownościach bliskich historycznych minimów korzystnie wpływa na perspektywy kosztów obsługi długu. Jednocześnie odpowiada również na popyt inwestorów.

**Popyt na krajowy dług ze strony inwestorów zagranicznych był wciąż mocny w grudniu i styczniu.** Według danych resortu finansów w grudniu inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje portfele krajowych obligacji skarbowych o kolejne 2 mld zł do rekordowego poziomu 190,5 mld zł (35,7% rynku). Popyt wygenerowały podobnie jak w poprzednich kwartałach głównie inwestorzy „real money”, którzy kupili 1,7 mld zł, z kolei banki kupiły obligacje za 0,6 mld zł. Według resortu finansów zakupy inwestorów zagranicznych były jeszcze większe w styczniu. W styczniu resort finansów uplasował m.in. 300 mln EUR 20-letnich euroobligacji w ramach transakcji private placement, co zapewniło realizację walutowych potrzeb pożyczkowych w tym roku. Kolejne emisje na rynkach zagranicznych są możliwe i zmniejszałyby podaż obligacji krajowych lub służyłyby jako prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych w zależności od sytuacji rynkowej.

**W USA główny wskaźnik PKB okazał się gorszy od oczekiwań, ale szczegółowe dane pokazały silny wzrost kluczowych komponentów, co pozytywnie świadczy o koniunkturze.** PKB w USA spadł w IV kw. o 0,1% (w ujęciu analizowanym SAAR), co było wyraźniej poniżej oczekiwań, ale głównie za sprawą znacznego spadku zapasów oraz mniejszych wydatków na obronę narodową, które są czynnikami jednorazowymi. Z kolei prywatny popyt krajowy wzrósł o 3,1%, bardziej niż oczekiwano i

### Wysoki wzrost konsumpcji pozytywny dla perspektyw na kolejne kwartały

cykliczne komponenty PKB okazały się silniejsze niż się spodziewano przy wzroście inwestycji budowlanych o 15,3% oraz inwestycji przedsiębiorstw o 8,4%. Podwyżka podatków w I kw. może negatywnie wpłynąć na popyt na początku roku, jednak zdaniem ekonomistów Citi do II połowy roku, wzrost PKB powinien odzwierciedlać zachowanie inwestycji przedsiębiorstw i cykliczne zachowanie wydatków konsumenckich.

### Posiedzenie Fed bez wpływu na rynki

**Posiedzenie Fed nie przyniosło przełomowych rozstrzygnięć a prezes Ben Bernanke zapowiedział kontynuację skupu aktywów.** Fed zapowiedział, że będzie kupował 85 mld \$ miesięcznie obligacji hipotecznych oraz skarbowych i starał się uniknąć niespodzianek oraz jakiegokolwiek zmiany w retoryce. Jednak stwierdzono w nim, że warunki na rynkach finansowych uległy poprawie, co wydaje się być pierwszym małym krokiem w kierunku wycofania się z maksymalnej akomodacji polityki pieniężnej. Komunikat zasugerował, że słabe dane o PKB za IV kw 2012 r. były pod wpływem czynników jednorazowych. Według Citi Fed jeszcze przynajmniej przez kilka miesięcy będzie monitorował sytuację w gospodarce zanim rozważy zmianę retoryki i wycofanie ze skupu aktywów.

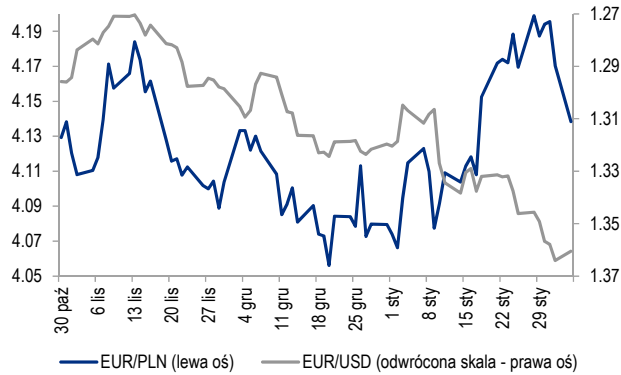
### Stosunkowo dobre dane o zatrudnieniu w USA

**Szybszy wzrost zatrudnienia w USA mógłby doprowadzić do szybszego wygaszenia programu skupu aktywów.** Dane z rynku pracy w USA pokazały wzrost zatrudnienia poza rolnictwem o 157 tys., co było nieznacznie poniżej oczekiwań, ale jednocześnie dane za poprzedni miesiąc zostały znacząco zrewidowane górę ok. 40 tys. Choć stopa bezrobocia nieznacznie wzrosła do 7,9% ekonomiści Citi spodziewają się jej stopniowego spadku oraz silniejszego wzrostu zatrudnienia po tym jak zacieśnienie fiskalne z początku 2013 r. zostanie zaabsorbowane przez gospodarkę. Choć wolny spadek stopy bezrobocia oddala perspektywę zacieśniania polityki pieniężnej w USA, to szybszy wzrost zatrudnienia mógłby przyspieszyć wygaszenie programu skupu aktywów.

### Niewielkie spłaty pożyczek LTRO w tym tygodniu

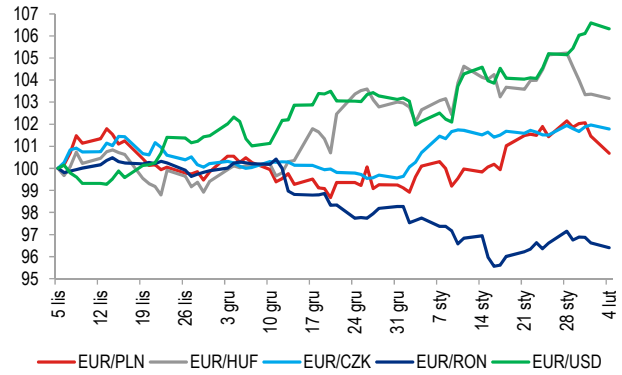
**Druga spłata pożyczek w ramach programu LTRO w strefie euro przewidziana na ten tydzień okazała się mniejsza od prognoz i wyniosła ok. 3,5 mld €.** Gdyby w najbliższy czwartek EBC nie zabrało głosu w sprawie obserwowanego umocnienia euro i wzrostu krótkoterminowych stóp w strefie euro, wówczas te ruchy mogłyby się nasilić. Jednak zdaniem ekonomistów Citi obecne poziomy stóp rynkowych są nie do utrzymania. Rynek będzie także szczególnie wrażliwy na możliwość spłaty pożyczek w drugim programie LTRO (już od 27 lutego), co może iść w parze ze sprzedażą obligacji krajów europejskich. Sytuacja stanie się bardziej jasna po kolejnym posiedzeniu EBC zaplanowanym na najbliższy czwartek.

**Wykres 5. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)**



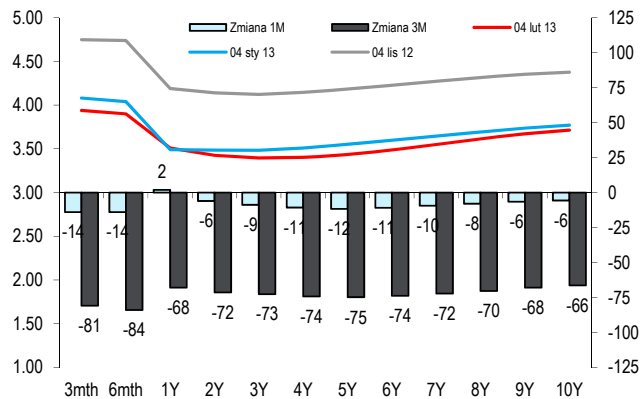
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

**Wykres 6. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)**



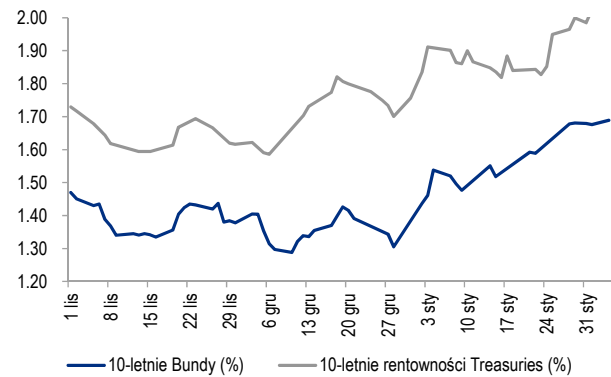
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

**Wykres 7. Krzywa swap**



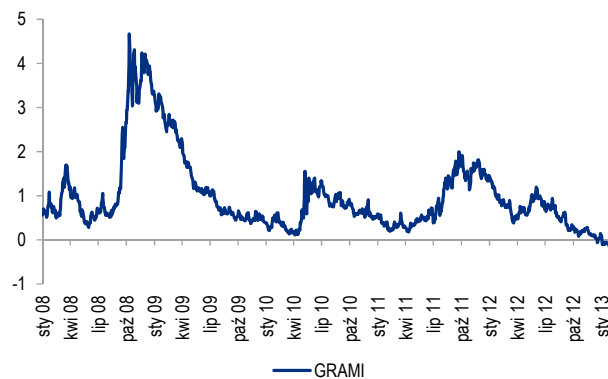
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

**Wykres 8. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec**



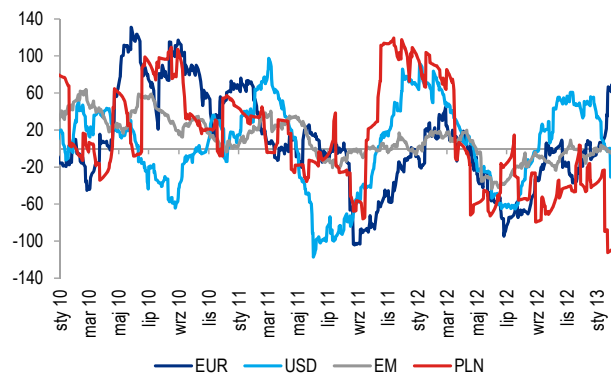
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

**Wykres 9. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI**



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

**Wykres 10. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)**



Źródło: Bloomberg, Citi Research.



## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	495	526	573
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,612	1,676	1,768
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,209	13,362	12,854	13,640	14,871
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% , r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% , r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	-1.1	-3.1	2.7
Spożycie ogółem (% , r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.7	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% , r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.9	1.1	3.1
Eksport (% , r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.5	2.2	8.5
Import (% , r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	-0.1	9.0
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% , r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	2.5	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	2.1	2.4
Place nominalne (% , r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	1.8	4.2
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	3.50
WIBOR1M, (% , koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.47	3.97
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.55	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.21	3.02
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.18	3.12
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	3.92
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.23	4.08
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-22.1	-16.5	-15.6	-20.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.3	-3.3	-3.0	-3.6
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-5.5	-1.4	-3.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	193.4	188.7	207.2	216.0
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	207.5	194.2	208.7	219.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	6.0	6.4	7.7	8.3
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-20.1	-21.6	-25.6	-28.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	3.6	9.1	4.2	8.0	10.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	94.0	102.0	106.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.3	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.5	36.0	35.8

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

*Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.*