

CitiMonthly

W skrócie

- Tym razem temat miesiąca poświęciliśmy sytuacji na rynku pracy, którą uważamy za kluczową dla przyszłego ożywienia gospodarczego.
- Od kilku miesięcy sytuacja na rynku pracy ulega stopniowej, ale zauważalnej poprawie przejawiającej się spadkiem bezrobocia, wzrostem liczby pracujących oraz wyższą liczbą ofert pracy. Spodziewamy się około 4% wzrostu płac w 2014 roku, czemu powinien towarzyszyć niewielki wzrost zatrudnienia i stopniowe ożywienie na rynku kredytów konsumpcyjnych.
- Dzięki sprzyjającej sytuacji na rynku pracy konsumpcja w tym roku może wzrosnąć o około 2,5-3%. Jeżeli niepewność geopolityczna związana z kryzysem na Ukrainie szybko minie, wzrost konsumpcji w kraju mógłby okazać się jeszcze silniejszy.
- Jeżeli chodzi o nasze oczekiwania dotyczące PKB, podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą wzrost gospodarczy o około 3,4% w tym roku za sprawą odbicia popytu krajowego. Wzrost napięcia geopolitycznego w regionie stanowi jednak istotny czynnik ryzyka, który zasługuje na monitorowanie, gdyż może doprowadzić do spowolnienia eksportu.
- Ze względu na niskie ceny żywności i negatywne niespodzianki inflacyjne z poprzednich miesięcy, obecnie oczekujemy wyraźnie niższej ścieżki CPI. W związku z tym i pomimo wysokiego wzrostu PKB sądzimy, że RPP wstrzyma się z decyzją o podwyżce stóp do 2015 r.
- Trend wzrostowy rentowności w perspektywie kilku najbliższych kwartałów nie powinien być zagrożony w związku z ożywieniem PKB i zacieśnieniem polityki pieniężnej w USA. Niemniej w związku z niższą inflacją oraz łagodniejszym komunikatem RPP, obecnie oczekujemy, że wzrost rentowności będzie przebiegał wolniej niż wcześniej zakładaliśmy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

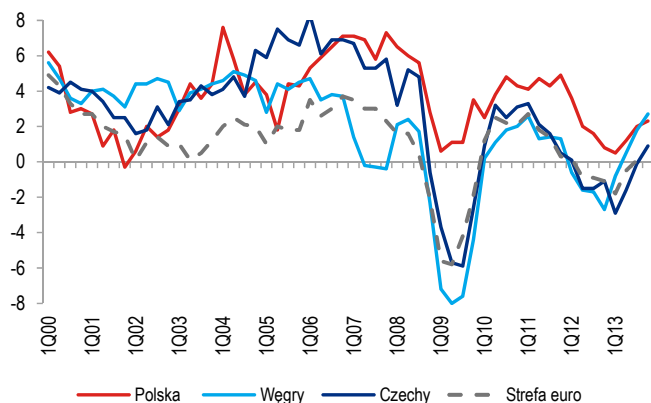
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

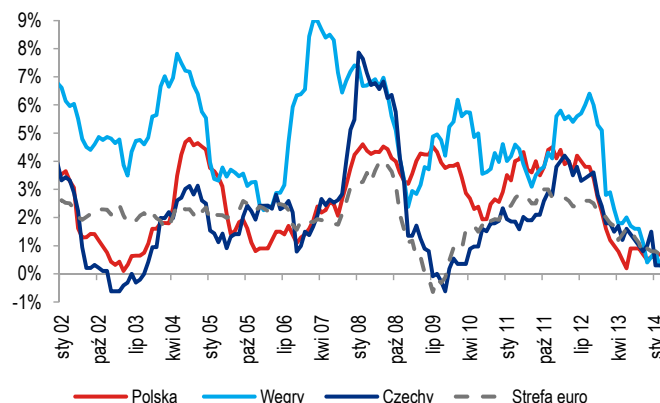
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



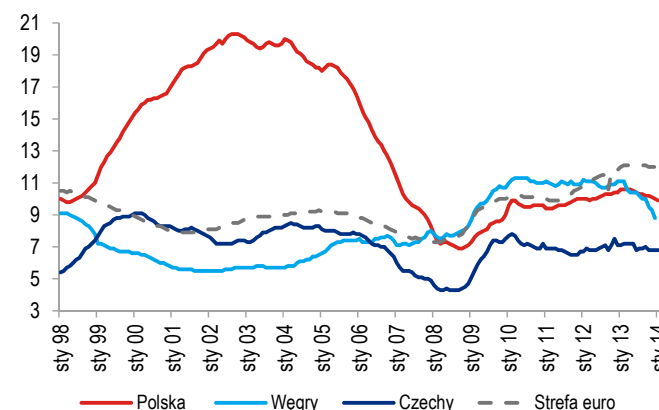
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



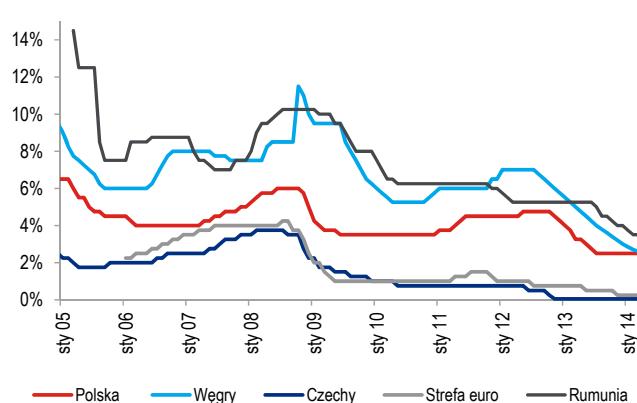
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	1,3	2,1	-3,0	50,6
Węgry	1,5	5,9	-3,0	79,9
Polska	0,7	4,0	4,6	51,0
Rumunia	2,9	5,4	-2,0	39,1
Kryterium konwergencji	1,6	5,4	3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2014, opublikowane w listopadzie 2013 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.

Temat Miesiąca¹

Rynek pracy wychodzi ze spowolnienia

- Od kilku miesięcy sytuacja na rynku pracy ulega stopniowej, ale zauważalnej poprawie przejawiającej się spadkiem bezrobocia, wzrostem liczby pracujących oraz wyższą liczbą ofert pracy.
- Spodziewamy się około 4% wzrostu płac w 2014 roku, czemu powinien towarzyszyć niewielki wzrost zatrudnienia i stopniowe ożywienie na rynku kredytów konsumpcyjnych.
- Dzięki sprzyjającej sytuacji na rynku pracy konsumpcja w tym roku może wzrosnąć o około 2,5-3%. Jeżeli niepewność geopolityczna związana z kryzysem na Ukrainie szybko minie, wzrost konsumpcji w kraju mógłby okazać się jeszcze silniejszy.

Tym razem w temacie miesiąca przyglądamy się zmianom zachodzącym na rynku pracy. Pomimo ożywienia gospodarczego stopa bezrobocia utrzymuje się na wysokim poziomie (ostatnie dane 13,9%), a część inwestorów z którymi ostatnio mieliśmy kontakt wciąż podkreśla, że rynek pracy jest w stagnacji, a perspektywy konsumpcji są wysoce niepewne. Naszym zdaniem sytuacja w rzeczywistości wygląda zdecydowanie lepiej.

Wbrew pozorom bezrobocie spada od dawna

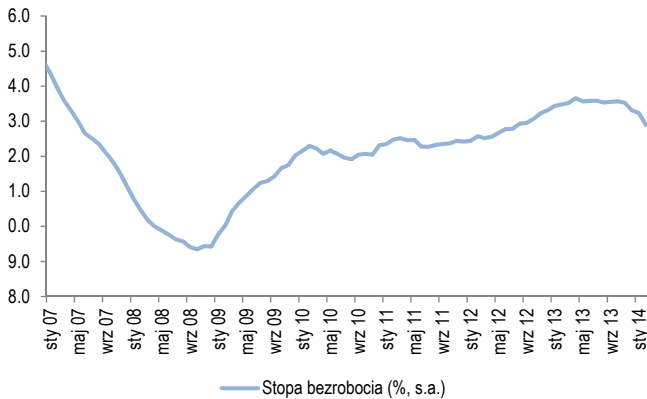
Bez wątplenia oznaki ożywienia na rynku pracy można łatwo przeoczyć, jeżeli spogląda się przede wszystkim na dane o rejestrowanym bezrobociu. Utrzymuje się ono na wysokim poziomie (13,9% w lutym) i trudno dostrzec wyraźny spadek. Naszym zdaniem jest to jednak związane z faktem, że oficjalne dane o bezrobociu rejestrowanym są publikowane w formie, która jest zaburzona przez wahania sezonowe. Gdyby wyeliminować wpływ czynników sezonowych (dokonaliśmy tego za pomocą Tramo/Seats), to okazuje się, że bezrobocie jest niższe i wynosi 12,9%, a do tego już od kilku miesięcy widać jego trend spadkowy. Od lipca stopa bezrobocia spadła bowiem o 0,7 punktu procentowego po wyeliminowaniu sezonowości (Wykres 5). Gdyby z kolei spojrzeć na kwartalne (i bardziej wiarygodne) dane BAEL, to okazuje się również, że stopa bezrobocia jest zawyżana przez rosnącą aktywność na rynku pracy (wykres 6).

Obraz poprawy na rynku pracy wydaje się jaśniejszy jeżeli weźmie się pod uwagę również inne dane. Po pierwsze liczba nowych bezrobotnych wyraźnie spadła w ostatnich miesiącach (wykres 8). Po drugie towarzyszył temu wzrost liczb ofert pracy, a liczba pracujących ponownie zaczęła rosnąć. Jest to o tyle ciekawe, że w przeszłości przybywało miejsc pracy dopiero gdy wzrost gospodarczy przekraczał 3%, podczas gdy obecnie nowe miejsca pracy zaczęły powstawać już przy wzroście oscylującym wokół 2%. Powyższy efekt może być związany z relatywnie większym znaczeniem pracowników zatrudnianych na „elastycznych” kontraktach. Osoby te były nieproporcjonalnie dotknięte zwolnieniami w trakcie

¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport *Poland Macro View – Consumption rebound fuelled by strong labour market* z dnia 17.03. 2014 r.

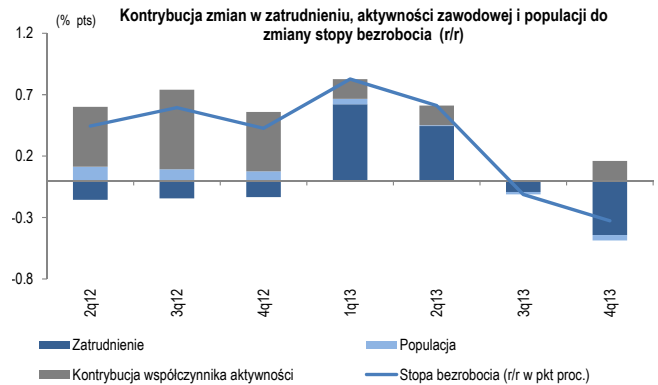
spowolnienia, ale są również szybko zatrudniane w fazie ożywienia, co tłumaczy szybszą poprawę sytuacji na rynku pracy.

Wykres 5. Stopa bezrobocia rejestrowanego (po wyeliminowaniu wahań sezonowych)



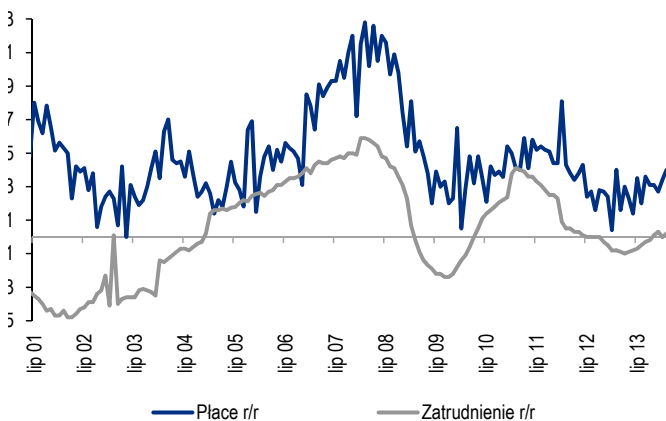
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Zmiana stopy bezrobocia BAEL i główne czynniki na nią wpływające



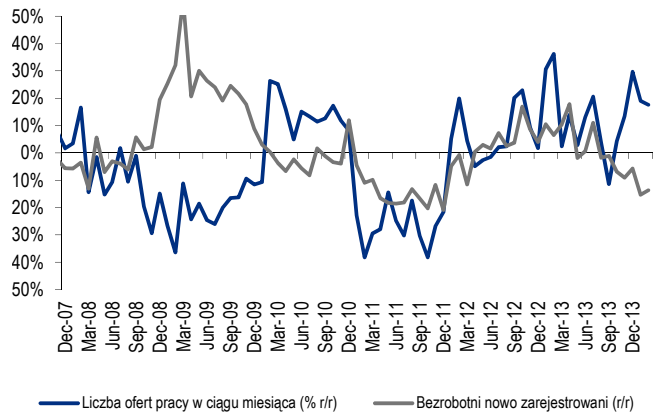
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 7. Płace oraz zatrudnienie przyspieszają



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Liczba ofert pracy wciąż szybko rośnie, a liczba nowych bezrobotnych spada

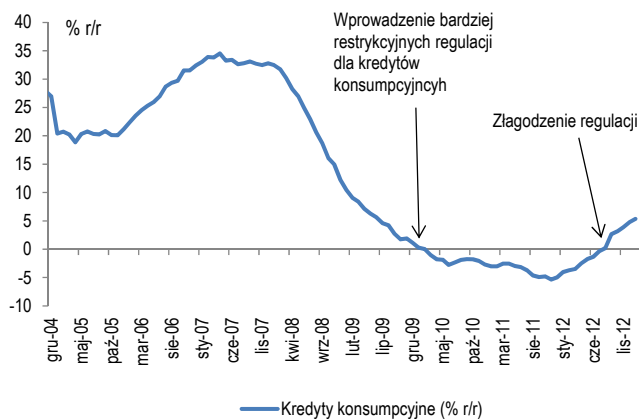


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Nominalne płace w ostatnich miesiącach rosły w tempie 3-4% r/r, co dzięki niskiej inflacji oznacza również znaczny wzrost płac realnych (wykres 7). Ponieważ gospodarka jest wciąż w początkowej fazie ożywienia presja płacowa jest na razie niewielka i dlatego płace będą przyspieszać bardzo powoli. Biorąc pod uwagę stopniowy wzrost liczby pracujących w gospodarce, fundusz płac najprawdopodobniej wyraźnie wzrośnie w ujęciu realnym, wspierając wzrost konsumpcji indywidualnej.

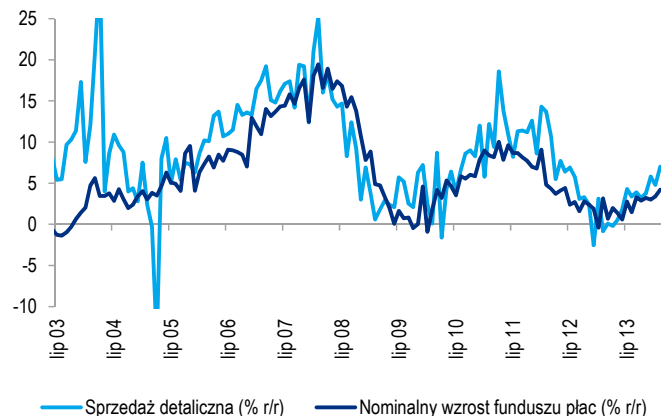
Uwagę przykuwa również stopniowy wzrost kredytów konsumpcyjnych. Jak pokazuje wykres 9 kredyty konsumpcyjne stopniowo spadały przez ponad trzy lata, częściowo w związku z czynnikami cyklicznymi, a częściowo na skutek zacieśnienia regulacji przez KNF. Od kiedy regulacje te zostały rozluźnione w minionym roku kredyty zaczęły wyraźnie rosnać, przyspieszając w stosunku do poprzednich miesięcy. Dzięki temu kredyty konsumpcyjne finansują obecnie mniej więcej 1% kwartalnej konsumpcji i choć jest to znacznie mniej niż ~4% w drugiej połowie 2008 roku, jest to najwyższy poziom od trzech lat.

Wykres 9. Wzrost kredytów konsumpcyjnych (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 10. Sprzedaż detaliczna przyspieszyła w lutym do 7% i oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów w konsumpcji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Konsumpcja wyraźnie w górę

Biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia na rynku pracy spodziewamy się około 4% nominalnego wzrostu płac w 2014 roku, któremu powinien towarzyszyć wzrost liczby pracujących o 0,5-1%. To z kolei sugerowałoby 4% wzrost realnego funduszu płac, co nawet przy symbolicznej indeksacji emerytur sugeruje, że konsumpcja mogłaby w 2014 roku wzrosnąć o ponad 3% r/r. Niemniej w tych prognozach należy uwzględnić ryzyko spowolnienia konsumpcji na skutek kryzysu rosyjsko-ukraińskiego, który może teoretycznie wpłynąć na skłonność gospodarstw domowych do dokonywania zakupów. Dotychczas nie pojawiły się oznaki materializacji tego ryzyka, niemniej w naszych prognozach staramy się uwzględnić pewną arbitralną „nakładkę” z tego tytułu i dlatego zakładamy, że konsumpcja wzrośnie w Polsce o 2,5-3% r/r w 2014.

Gospodarka w skrócie²

Niższa inflacja i późniejsze podwyżki

- Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą silne ożywienie gospodarcze w tym roku za sprawą odbicia popytu krajowego. Wzrost napięcia geopolitycznego w regionie stanowi jednak istotny czynnik ryzyka, który zasługuje na monitorowanie, gdyż może doprowadzić do spowolnienia eksportu.
- Ze względu na niskie ceny żywności i negatywne niespodzianki inflacyjne z poprzednich miesięcy, obecnie oczekujemy wyraźnie niższej ścieżki CPI. W związku z tym i pomimo wysokiego wzrostu PKB sądzimy, że RPP wstrzyma się z decyzją o podwyżce stóp do 2015 r.
- Trend wzrostowy rentowności w perspektywie kilku najbliższych kwartałów nie powinien być zagrożony w związku z ożywieniem PKB i zacieśnieniem polityki pieniężnej w USA. Niemniej w związku z niższą inflacją oraz łagodniejszym komunikatem RPP, obecnie oczekujemy, że wzrost rentowności będzie przebiegał wolniej.

Ożywienie mimo wyższego ryzyka geopolitycznego

Publikacje danych z gospodarki wskazują na niesłabnące ożywienie gospodarcze w Polsce, którego motorem napędowym jest zarówno popyt krajowy jak i eksport netto. Produkcja przemysłowa przyspieszyła w lutym nieco mniej niż zakładał rynek do 5,3% r/r a po korekcie o efekt dni roboczych do 5,6% r/r. Z kolei produkcja budowlana wzrosła aż o 14,1% r/r, częściowo dzięki poprawie pogody po bardzo słabym styczniu, kiedy to odnotowano spadek aż o 3,9% r/r. Towarzyszyły temu nieco lepsze dane z rynku pracy za luty, w tym przyspieszenie wzrostu płac realnych do 3,3% r/r. Powyższe dane są zbieżne ze scenariuszem stopniowego przyspieszenia wzrostu PKB w I kwartale, prawdopodobnie w tempie powyżej 3% i sądzimy, że ten trend będzie kontynuowany także w dalszej części roku.

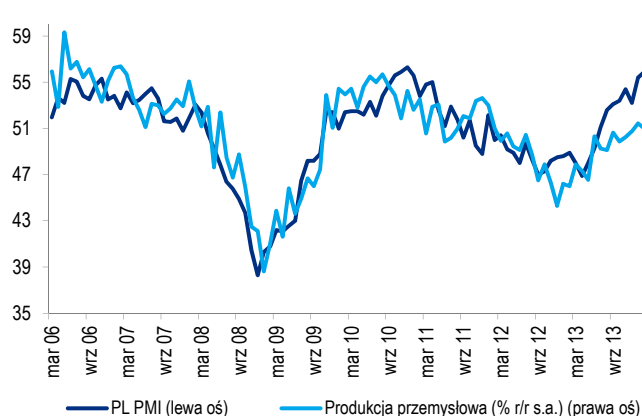
Główny czynnik ryzyka dla scenariusza kontynuacji silnego wzrostu gospodarczego jest związany z czynnikami zewnętrznymi, szczególnie z sytuacją geopolityczną i kryzysem ukraińsko-rosyjskim. Bezpośrednie powiązania handlowe Polski z Ukrainą są stosunkowo słabe, ale już znaczenie rosyjskiego rynku jest większe, gdyż stanowi on ponad 5% całkowitego eksportu z Polski.

Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w przypadku nawet znacznego spowolnienia gospodarczego w krajach Wspólnoty Niepodległych Państw wzrost PKB w Polsce powinien pozostać na „przyzwoitym” poziomie, szczególnie jeśli szok zewnętrzny będzie mógł być zaabsorbowany przez silny popyt krajowy. Jednak w przypadku nasilenia skali sankcji i rozszerzenia ich na wymiar gospodarczy, mogłoby dojść do głębszego załamania wymiany handlowej między Polską i Rosją (nie jest to jednak nasz bazowy scenariusz), a struktura polskiego eksportu sugeruje, że wzrost PKB mógłby być wówczas niższy nawet o ok. 2-2,5 pkt proc. w

² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 27.03. 2014 r.

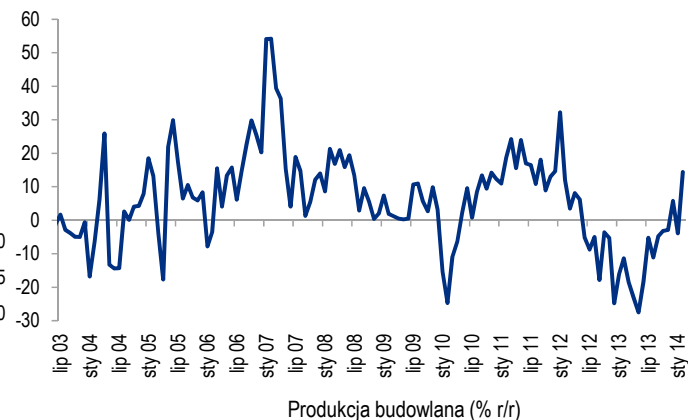
stosunku do naszej bieżącej prognozy na poziomie 3,4%. Nawet w przypadku braku poważnych wzajemnych sankcji, ryzyko geopolityczne może negatywnie wpływać na nastroje gospodarcze oraz na popyt konsumpcyjny i inwestycyjny. Póki co nie ma oznak istotnego pogorszenia zaufania konsumentów ani przedsiębiorstw.

Wykres 11. Wzrost produkcji przemysłowej w lutym był nieco większy niż w styczniu, ale słabszy niż oczekiwano. Wysoki PMI wspiera scenariusz dalszej poprawy aktywności w przemyśle.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. W lutym produkcja budowlana wyraźnie przyspieszyła a wsparła ją poprawa warunków pogodowych



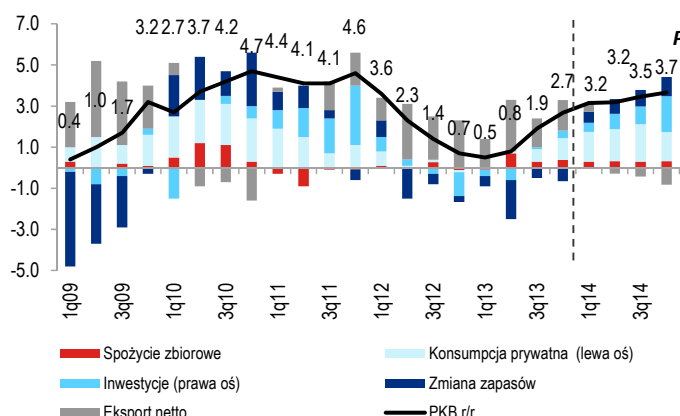
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Uparcie niska inflacja

W lutym inflacja wyniosła 0,7% r/r i ponownie była niższa od celu inflacyjnego na poziomie 2,5%, a także od przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu. Niewątpliwie inflacja bazowa również pozostaje na bardzo niskim poziomie i jak na razie nie ma oznak presji inflacyjnej w Polsce. Ponadto, w krótkim horyzoncie dynamika cen żywności będzie zapewne niższa niż wskazywałyby prawidłowości sezonowe, między innymi ze względu na zakaz eksportu wieprzowiny do wybranych krajów.

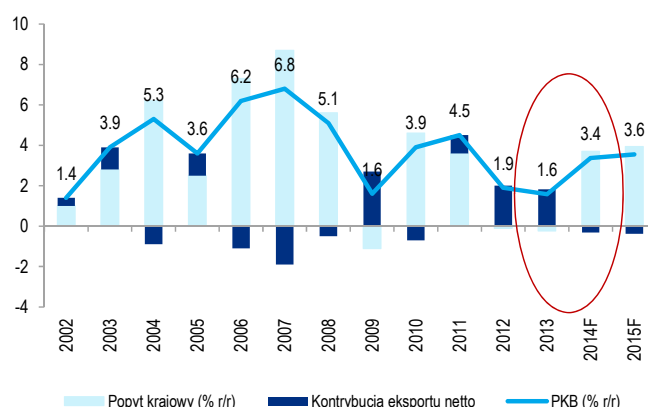
Nasza obecna prognoza zakłada spadek inflacji do około 0,5% w marcu i utrzymywanie się jej poniżej (lub blisko) 1% do lipca. W dalszym horyzoncie wskaźnik CPI najprawdopodobniej będzie rósł i pod koniec bieżącego roku może osiągnąć 1,5%, a na początku 2015 roku sięgnie celu inflacyjnego na poziomie 2,5%. Biorąc pod uwagę ukraińsko-rosyjski kryzys istnieje poważne ryzyko związane z cenami żywności oraz energii w najbliższych miesiącach, jednak na razie przyjmujemy założenie wzrostu cen żywności zgodnie z średnim trendem z ostatnich lat.

Wykres 13. Oczekujemy dalszego wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarki ...



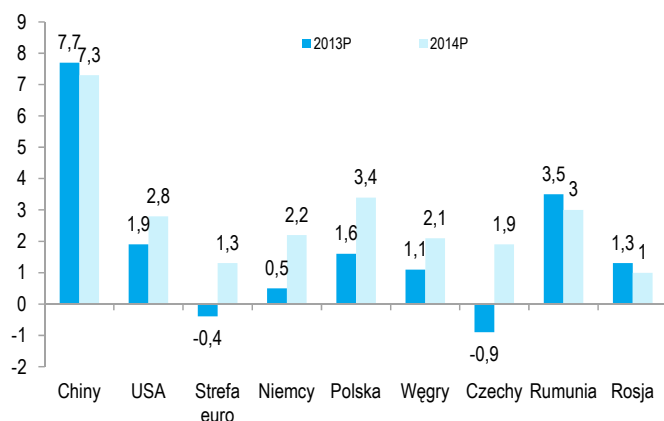
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 14. ... głównie za sprawą popytu krajowego



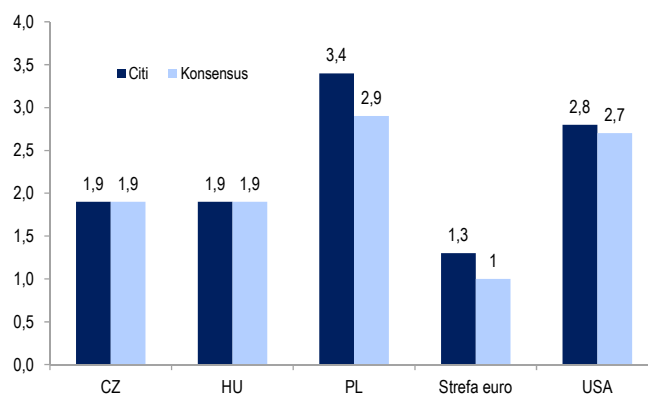
Źródło: AMECO, Citi Handlowy.

Wykres 15. Oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego w wybranych krajach (Citi)



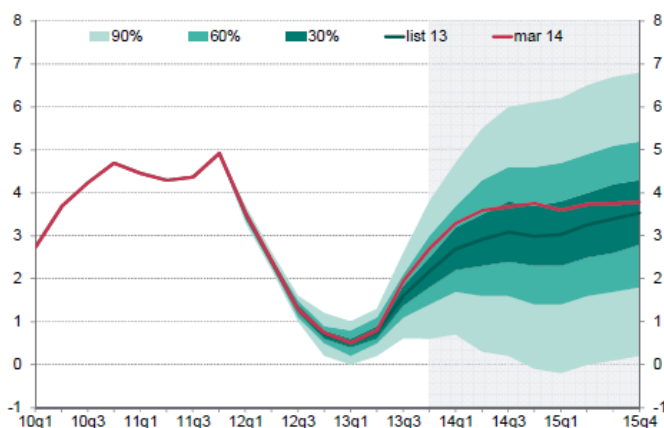
Źródło: Citi Handlowy.

Wykres 16. Porównanie prognoz Citi z konsensusem



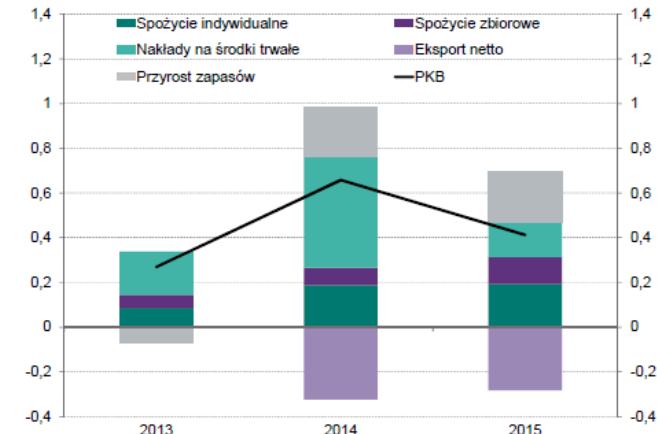
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 17. Projekcja PKB banku centralnego



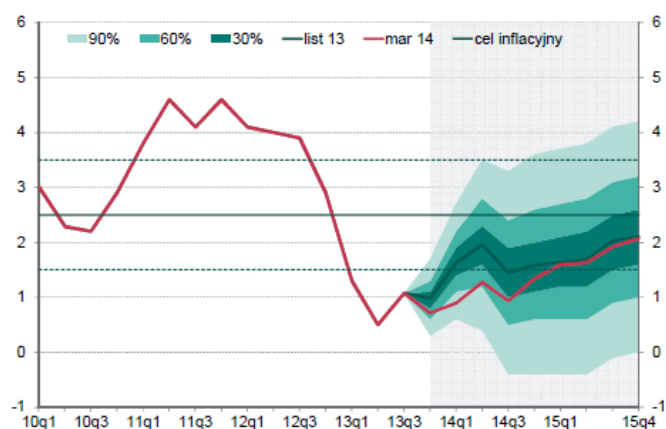
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 18. Dekompozycja zmiany projekcji PKB między rundą marcową a listopadową (pkt proc.).



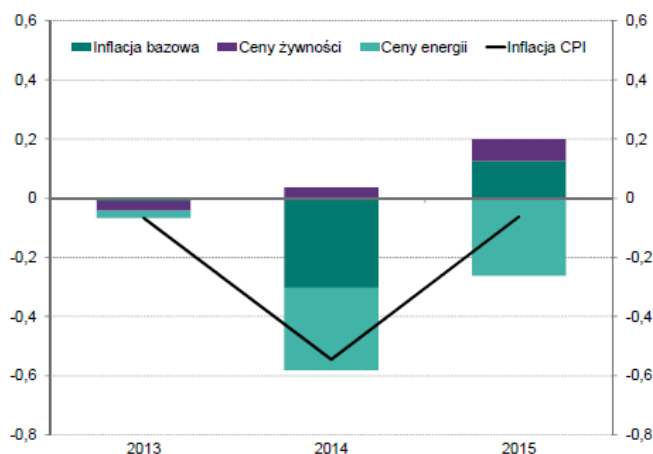
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 19. Projekcja inflacji banku centralnego



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 20. Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (pkt proc.).



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Stopy bez zmian na dłużej

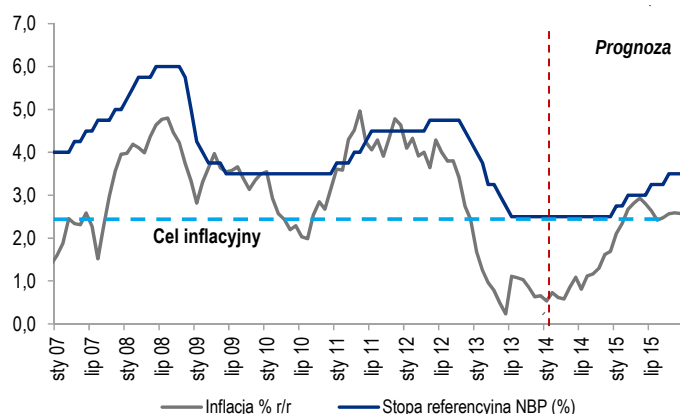
Chociaż Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła na marcowym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian, zaskoczyła nas oraz innych uczestników rynku wydłużając deklarowany okres, przez który stopy procentowe mają pozostać bez zmian. RPP stwierdziła, że stopy procentowe nie zmienia się przynajmniej do końca III kwartału (poprzednio II kwartału), a prezes Belka zasugerował nawet, że ten okres może być jeszcze dłuższy.

Głównym argumentem przemawiającym za taką decyzją była publikacja projekcji inflacyjnej, która pokazała, że CPI może powrócić do poziomu celu dopiero pod koniec 2016 roku. Jednocześnie RPP zrewidowała w górę projekcję PKB i obecnie spodziewa się przyspieszenia wzrostu gospodarczego powyżej 3,5% w bieżącym roku. Tym samym w swoich prognozach NBP jest bardziej optymistyczny niż nasza – już i tak optymistyczna - prognoza.

Biorąc pod uwagę wydłużenie „*forward guidance*” spodziewamy się obecnie, że cykl zacieśnienia monetarnego rozpocznie się na początku 2015, że pewnym ryzykiem nawet wcześniejszej podwyżki, o ile inflacja zaskoczyłaby w górę. Naszym zdaniem po pierwszej podwyżce nastąpiłaby seria kilku kolejnych podwyżek w niewielkich krokach (po 25pb), dostarczanych co około 2-3 miesiące.

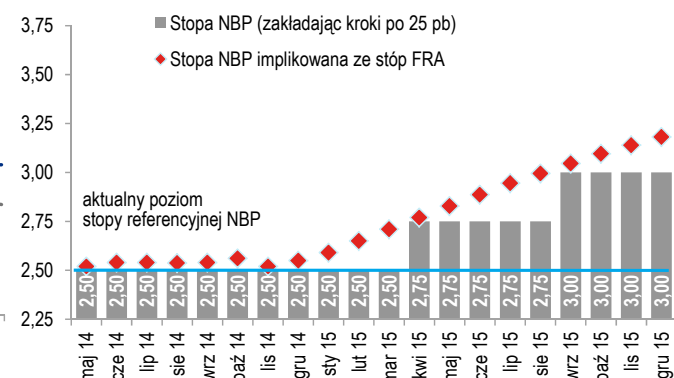
Najważniejszym zagrożeniem dla naszego scenariusza są planowane zmiany w składzie RPP, związane z próbą wprowadzenia zaciągających się kadencji w Radzie, co oznaczałoby tymczasowe powiększenie składu do 13 osób. Sama zmiana powinna być korzystna dla jakości prowadzenia polityki pieniężnej w kraju, jednak na skutek zmian zapewne dojdzie do przejściowego wzrostu niepewności dotyczącej kierunku polityki pieniężnej. Wpływ zmian może być bowiem istotny dla decyzji RPP, w zależności kto zostanie powołany do Rady.

Wykres 21. Oczekujemy obecnie sporo niższej ścieżki inflacji w kolejnych miesiącach i pierwszej podwyżki stóp dopiero w 2015 r.



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 22. ... ale wciąż wcześniej niż oczekuje tego rynek

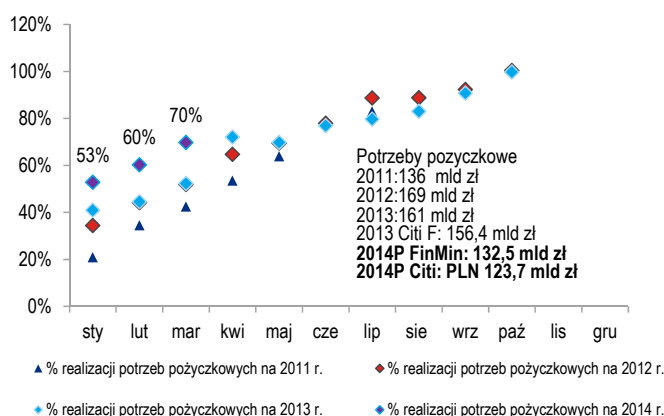


Źródło: NBP Reuters, Citi Handlowy.

Wolniejszy wzrost rentowności

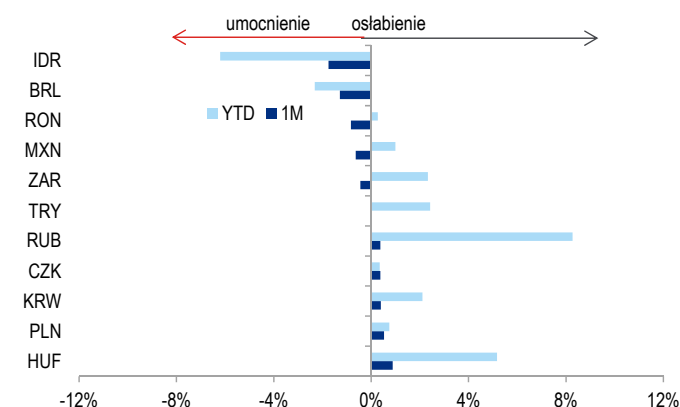
W horyzoncie roku wciąż spodziewamy się wzrostu rentowności polskich obligacji w związku z mniej gołębimi wypowiedziami amerykańskiego Fed oraz w związku z przyspieszeniem krajowej gospodarki. W porównaniu z poprzednimi miesiącami obecnie spodziewamy się jednak, że ścieżka wzrostu rentowności będzie przebiegać inaczej - w krótkim okresie rynek obligacji będzie wspierany przez gołębie komentarze RPP i wciąż niską inflacją. Dodatkowo rynek będzie stabilizowany przez wysoki stopień realizacji potrzeb pożyczkowych (około 70% całorocznego planu pod koniec marca). Wyraźniejszego wzrostu rentowności spodziewamy się w dalszej części roku, gdy sygnały świadczące o możliwych podwyżkach stóp w Stanach oraz w Polsce staną się bardziej przekonujące.

Wykres 23. Realizacja potrzeb pożyczkowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 24. Waluty regionu nieznacznie się osłabiły w ciągu miesiąca



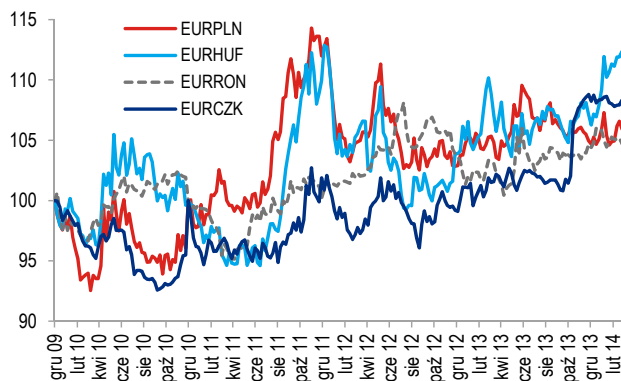
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Złoty może być słabszy

Naszym zdaniem, choć Polska posiada silne fundamenty, złotemu trudno byłoby oprzeć się trendowi spadkowemu w przypadku osłabienia walut EM. Oczekujemy, że perspektywa zaostrzenia polityki pieniężnej przez Fed przełoży się na odpływ kapitału z rynków wschodzących oraz osłabienie walut gospodarek rozwijających się, w tym złotego. Dodatkowe potencjalne zagrożenie jest związane z możliwością zaognienia konfliktu

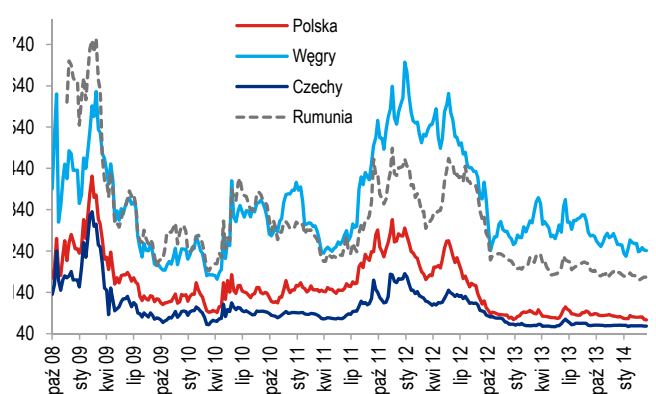
geopolitycznego na Ukrainie, co przekładałoby się na wzrost niepewności oraz awersję do ryzyka. Wyższe realne stopy procentowe w kraju powinny być wsparciem dla złotego, ale w przypadku nasilenia oddziaływania negatywnych czynników geopolitycznych, wysokie stopy mogą nie wystarczyć aby w pełni powstrzymać osłabienie PLN. Biorąc pod uwagę te wszystkie czynniki oczekujemy, że kurs EUR/PLN w krótkim horyzoncie pozostanie relatywnie stabilny, a w dalszej części roku może przejściowo wzrosnąć do około 4,35 przede wszystkim pod wpływem odpływu kapitału zagranicznego z rynków EM.

Wykres 25. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



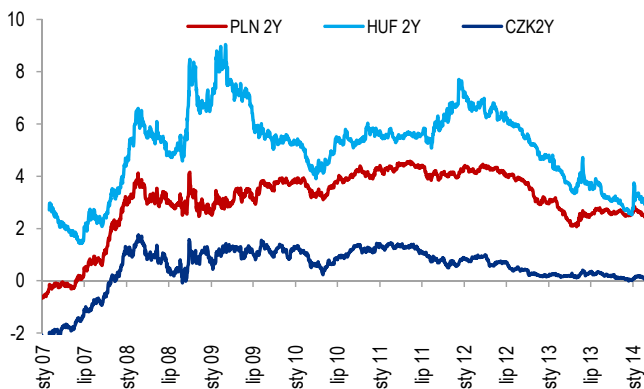
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Stawki CDS (5-letnie)



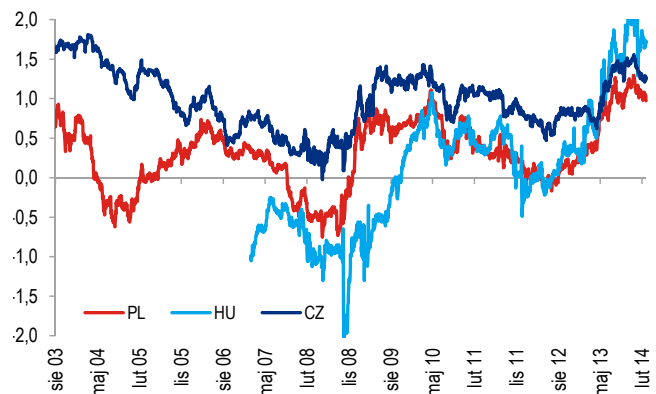
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 27. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 28. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2013												2014
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	3,0	6,3	2,2	6,2	4,4	2,9	6,6	4,1	5,3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-2,8	9,3	-2,2	-0,7	2,8	1,5	-4,5	9,6	6,0	-6,2	-9,7	2,9	-1,8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-1,9	-3,3	3,0	-2,0	3,7	6,8	2,3	6,8	5,0	3,3	8,3	5,9	7,3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-11,4	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	14,4
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	4,8
Stopa bezrobocia (%)	14,4	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	14,0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7
Inflacja (% m/m)	0,0	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,3	-0,3	-0,7	0,1	0,7	0,2	-0,3	0,1	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-668	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-213	-957	-843	-1 135	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-3,3	-3,1	-2,8	-2,8	-2,3	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,5	-1,5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	426	-502	630	1	570	78	264	677	68	64	-232	419	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12 352	12 780	13 303	12 256	12 773	13 125	12 422	13 897	14 696	13 665	11 662	13 503	-
Eksport (% r/r)	4,3	-1,2	11,0	0,3	5,4	6,6	1,9	8,1	0,7	1,7	10,6	10,6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	11 926	13 282	12 673	12 255	12 203	13 047	12 158	13 220	14 628	13 601	11 894	13 084	-
Import (% r/r)	-6,2	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	2,8	-0,9	3,2	2,8	-0,7	1,6	6,6	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,5	5,3	7,4	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	5,7	6,2	5,4	5,2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8,1	9,2	8,9	7,7	7,6	7,0	6,7	6,3	6,0	5,6	5,6	5,5	5,2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-5,7	-0,8	2,8	2,1	4,5	4,8	4,7	7,4	7,5	7,5	10,0	8,8	7,7
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,7	2,6	2,0	0,9	2,4	3,3	3,0	4,3	3,7	4,3	4,5	5,4	5,1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	2,9	1,8	1,5	-0,1	1,6	0,5	0,7	0,2	-0,1	0,5	0,8	2,5	2,6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M (średnio)	3,80	3,48	3,29	2,89	2,74	2,71	2,70	2,69	2,67	2,66	2,68	2,71	2,70
WIBOR 3M (koniec okresu)	3,74	3,39	3,03	2,74	2,73	2,70	2,70	2,67	2,66	2,65	2,71	2,70	2,70
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	3,46	3,16	2,68	2,69	2,81	2,66	2,82	2,77	2,63	2,44	2,71	2,88	2,81
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	3,48	3,15	2,62	2,73	3,08	2,82	3,14	3,06	2,92	2,84	3,03	3,25	3,05
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3,98	3,95	3,28	3,59	4,37	4,09	4,46	4,46	4,16	4,53	4,35	4,75	4,39
EUR/PLN (koniec okresu)	4,17	4,18	4,14	4,33	4,32	4,23	4,27	4,22	4,18	4,19	4,15	4,24	4,16
USD/PLN (koniec okresu)	3,18	3,26	3,17	3,27	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,10	3,04	3,13	3,03
EUR/USD (koniec okresu)	1,31	1,28	1,31	1,32	1,30	1,33	1,32	1,35	1,36	1,35	1,36	1,35	1,37
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	21,7	24,4	31,7	30,9	26,0	25,9	26,8	29,6	39,5	38,5	42,5	2,6	11,7
Def. budżetowy kum. (% planu)	42,1%	47,3%	61,6%	60,0%	50,4%	50,4%	51,9%	57,4%	76,5%	74,7%	82,5%	5,6%	24,7%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	516	553	606
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698	1 796
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 353	15 752
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	12,4	11,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	1,6	3,9	4,5	1,9	1,6	3,4	3,6
Akumulacja (% r/r)	9,6	-1,2	9,3	11,2	-4,2	-4,9	8,3	4,5
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	3,4	1,6	1,0	1,1	2,5	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	3,2	2,6	1,2	0,8	2,7	3,2
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,1	7,7	2,8	4,3	5,9	6,5
Import (% r/r)	8,0	-12,4	13,9	5,5	-1,8	0,7	6,7	7,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	1,7	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	1,0	2,7
Płace nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,4	2,6	3,9	4,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,50	3,50
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	5,61	3,76	3,66	4,77	4,21	2,61	2,80	3,77
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	4,65	5,05
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,04	3,10	2,88
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,07	2,98
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,15	4,34	4,06
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,25	4,18
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-25,8	-18,1	-7,8	-13,9	-21,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,0	-3,7	-1,5	-2,5	-3,6
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-14,1	-6,7	2,6	2,1	-2,3
Eksport	178,7	142,1	165,9	195,2	191,0	206,0	233,2	269,9
Import	204,7	146,4	177,7	209,3	197,7	203,4	231,1	272,1
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	5,7	6,0	6,6	6,1	6,2
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-23,6	-22,6	-22,2	-27,8	-32,6
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	12,3	5,2	0,4	4,0	6,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	86,8	96,1	94,0	86,2	87,1
Amortyzacja	32,4	24,6	32,1	42,8	44,5	47,2	44,9	43,6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-4,2	5,7	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,4	-4,6	-5,2	-2,3	-1,1	-1,5	8,2	0,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	53,4	52,7	54,4	46,6	45,9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. * Wzrost PKB, konsumpcji i inwestycji w 2013 r. - wstępne dane GUS; wzrost eksportu i importu - szacunki Citi Handlowy

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,5	1,9	1,6	3,4	3,6	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	1,0	2,7	2,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,0	-3,7	-1,5	-2,5	-3,6	-4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,50	3,50	4,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,44	3,08	3,04	3,10	2,88	2,80
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,07	2,98	2,84
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,46	4,07	4,15	4,34	4,06	3,95
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,19	4,25	4,18	4,01

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

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