

CitiMonthly

Boom, którego dawno nie widziano

- W napływających danych coraz bardziej widoczna staje się bardzo dobra kondycja rynku pracy. Choć wzrost gospodarczy utrzymuje się poniżej poziomów notowanych podczas szczytu koniunktury z lat 2007-2008, stopa bezrobocia spadła już poniżej ówczesnych minimów. Pod wieloma względami rynek pracy wydaje się wkraczać w fazę długo nie obserwowanego boomu.
- Pod tym względem wyjątkiem jest dynamika wynagrodzeń. Co prawda dotychczas płace realne rosły w relatywnie szybkim tempie, ale wciąż było ono wyraźnie niższe niż w 2008 roku. Sytuacja ulega jednak stopniowej zmianie, a polskie firmy coraz częściej sygnalizują narastanie presji płacowej. Ponadto, od przyszłego roku płaca minimalna wzrośnie o około 8%, co będzie miało istotny wpływ na sytuację osób o niskich wynagrodzeniach. Wraz z kurczącą się podażą pracowników, rosnący popyt ze strony firm powinien przekładać się na wzrost płac.
- Narastaniu napięć na rynku towarzyszyć będzie wzrost inflacji. Najnowsze dane o inflacji bazowej pokazują, że dotychczasowy deflacyjny trend zaczął odwracać się jeszcze przed pełnym wprowadzeniem w życie programu 500+. Ponieważ gospodarka rozwija się już w tempie zbliżonym do swojego potencjału, dodatkowe transfery fiskalne prawdopodobnie sprawią, że nominalny wzrost wydatków gospodarstw domowych zostanie częściowo „skonsumowany” przez wyższą inflację.
- Ponieważ inflacja będzie rosła z bardzo niskiego poziomu, może to potrwać zanim osiągnie poziom niepokojący dla Rady Polityki Pieniężnej. Niemniej spodziewamy się, że pod koniec roku wskaźnik CPI przekroczy 0% a w drugiej połowie 2017 roku zbliży się do 2%. Przy takim scenariuszu nie spodziewamy się kolejnych obniżek stóp procentowych, lecz oczekujemy, że pod koniec 2017 roku RPP zdecyduje się na pierwszą podwyżkę.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

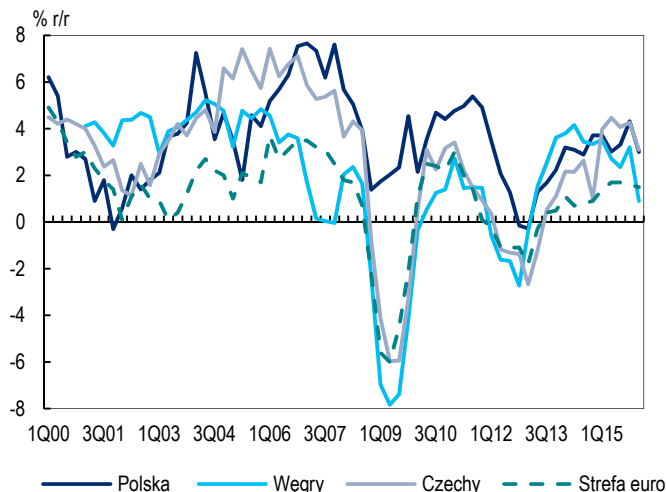
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

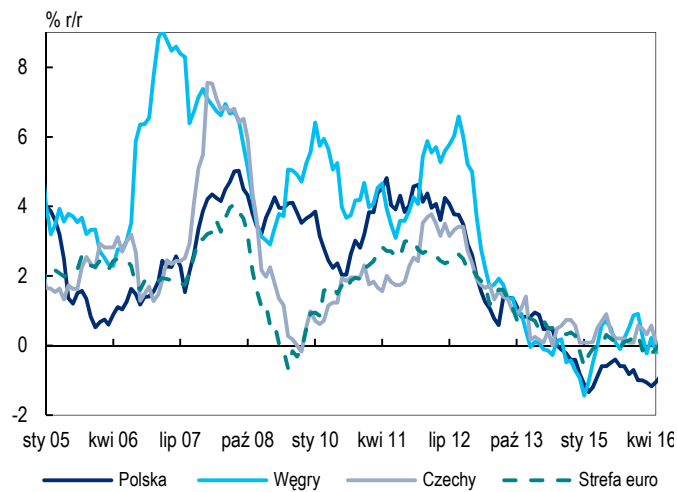
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



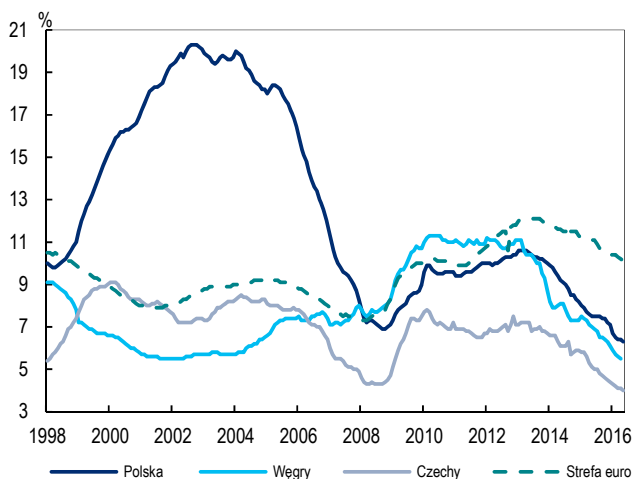
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



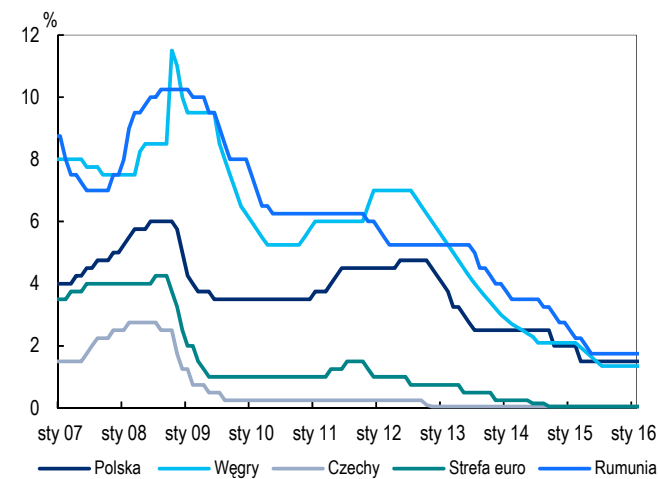
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



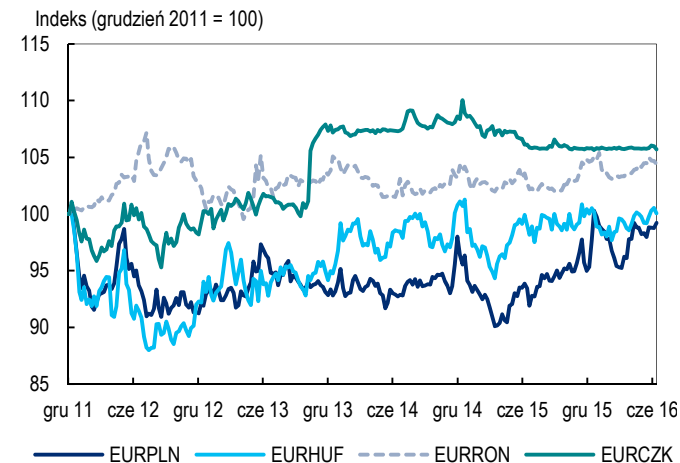
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



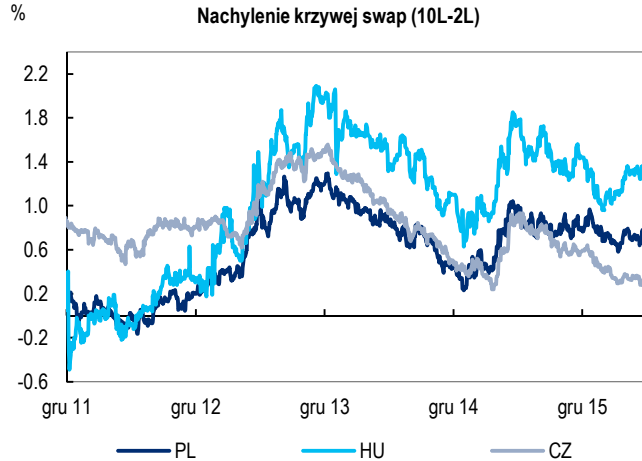
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Nachylenie krzywej swap (10 lat - 2 lata)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

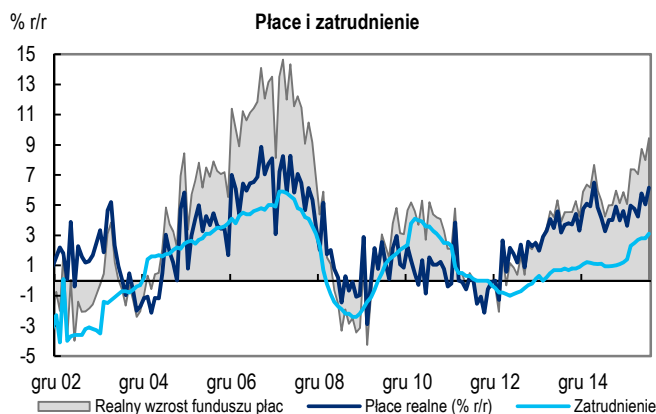
Boom, którego dawno nie widziano

- Najnowsze dane potwierdzają, że rynek pracy jest w bardzo dobrej kondycji i będzie pozytywnie oddziaływał na konsumpcję prywatną.
- Sądzymy, że presja płacowa i inflacyjna będzie rosła coraz szybciej w kolejnych kwartałach. Mimo to wciąż nie oczekujemy podwyżek wcześniej niż pod koniec przyszłego roku w związku z obniżonymi przed miesiącem prognozami wzrostu.
- Po ostatnim umocnieniu złotego możliwa jest korekta powyżej 4,40 do euro w najbliższych tygodniach, jednak w perspektywie roku przewidujemy stopniowe odreagowanie PLN w stronę 4,20. W przypadku obligacji spodziewamy się stopniowego wzrostu rentowności, szczególnie na krótkim końcu i wypłaszczenia krzywej.

Rynek pracy rozgrzany

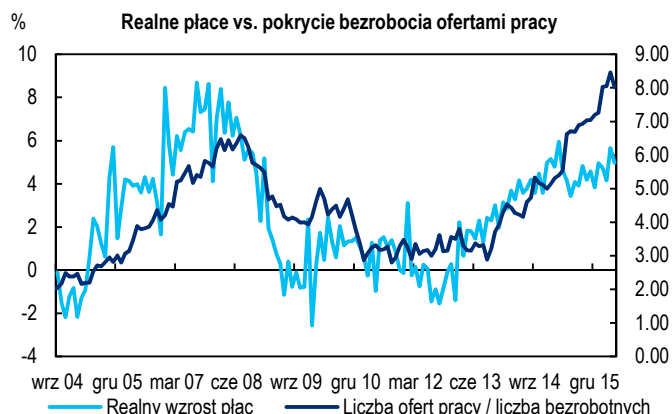
Rynek pracy w kraju jest w najlepszej kondycji od lat. Pomimo spowolnienia wzrostu gospodarczego na początku roku, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw rośnie w szybkim tempie. Najnowsze dane pokazują na przykład, że w czerwcu zwiększyło się ono o 3,1% r/r, podczas gdy płace nominalne wzrosły o ponad 5% (Wykres 7). Jednocześnie liczba ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego utrzymuje się na rekordowych poziomach, a firmy mają trudności ze znalezieniem odpowiednich pracowników. Nie jest to nowe zjawisko. Podobna sytuacja trwa już od kilku kwartałów i na razie nie widać żadnych sygnałów świadczących o odwróceniu tych tendencji. Pod wieloma względami (poziom bezrobocia, liczba ofert pracy) sytuacja na rynku pracy jest lepsza niż nawet w szczycie boomu gospodarczego w latach 2007-2008, pomimo znacznie wolniejszego wzrostu PKB.

Wykres 7. Wzrost płac i zatrudnienia przełożył się na najwyższy wzrost funduszu płac w ujęciu realnym od października 2008 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

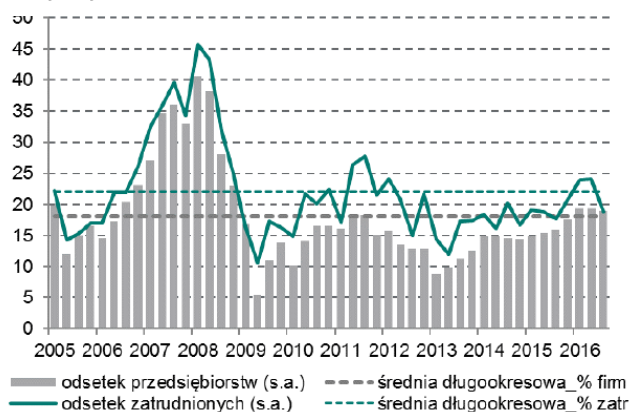
Wykres 8. Rosnąca liczba nowych ofert pracy zapowiada wzrost presji płacowej



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

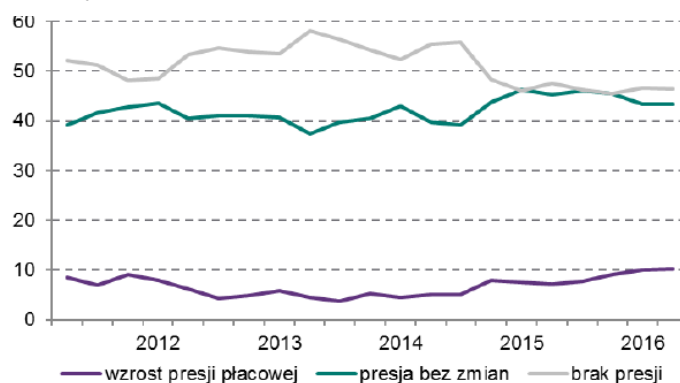
Napięcia na rynku pracy narastają i może to mieć wpływ na żądania płacowe. O ile wzrost liczby przepracowanych godzin lub poprawa efektywności pracy powinny przejściowo pomóc, trudno uwierzyć, że w dłuższym czasie podobna sytuacja może utrzymać się bez tworzenia silniejszej presji na wzrost wynagrodzeń. Ankietowane przez NBP firmy już teraz deklarują stopniowo rosnącą presję płacową (Wykres 10). Z czasem – o ile nie dojdzie do głębszego spowolnienia gospodarczego – presja ta może się jeszcze nasilać. Naszym zdaniem dopiero wyraźny wzrost płac mógłby skłonić osoby nieaktywne zawodowo do wejścia na rynek, w odpowiedzi na rosnące zapotrzebowanie firm. Sytuacja staje się tym trudniejsza, że program 500+ sam w sobie zmniejsza bodźce do podejmowania pracy przez osoby o bardzo niskich dochodach. Może się więc okazać, że w okresie rosnącego popytu na pracę, podaź pracowników będzie zmniejszała się szybciej niż wcześniej zakładano. Uważamy, że w takich okolicznościach wzrost presji płacowej jest kwestią czasu.

Wykres 9. Odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki wynagrodzeń jest wyższy niż przed rokiem



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 10. Odsetek przedsiębiorstw zgłaszających wzrost presji płacowej rośnie stopniowo

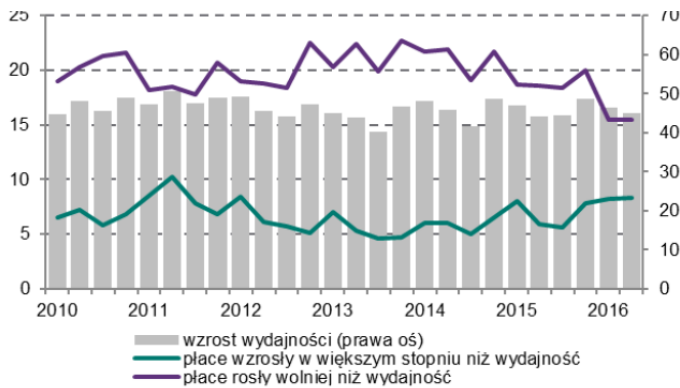


Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Część komentatorów i ekonomistów wciąż zakłada, że przy spadającym bezrobociu dynamika płac oraz inflacja mogą pozostać na niskim poziomie. Taka sytuacja była obserwowana bezpośrednio po wybuchu światowego kryzysu w 2008 roku. Wykres 12 rzeczywiście wskazuje, że w latach 2009-2013 relacja między bezrobociem i dynamiką płac została zaburzona. Niemniej poczynszy od 2014 roku spadki stopy bezrobocia ponownie przekładają się na zmiany realnych wynagrodzeń. Biorąc pod uwagę rekordowo niski poziom bezrobocia, relacja ta zapowiada wyższą presję płacową w kolejnych kwartałach, a im dłużej będzie trwała podobna sytuacja, tym większe będzie dostosowanie po stronie wynagrodzeń.

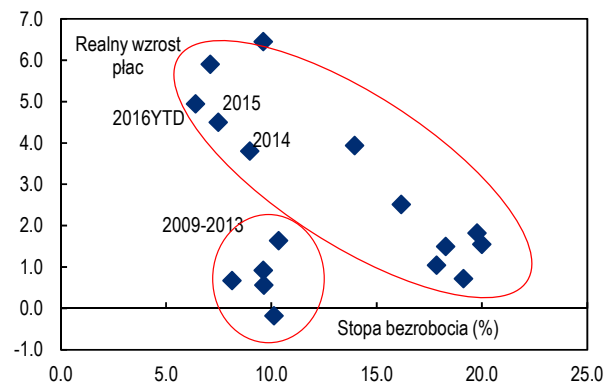
Spodziewamy się również silniejszego wzrostu płac osób pracujących w małych firmach oraz osób o niskich wynagrodzeniach. Przyczyni się do tego wprowadzenie godzinowej płacy minimalnej, która będzie po raz pierwszy dotyczyła osób dotychczas nie objętych tymi regulacjami. Oznacza to, że choć dla pracowników etatowych podwyżka płacy minimalnej wyniesie „zaledwie” 8%, dla osób dotychczas nie objętych regulacjami płacy minimalnej, będzie to wzrost o znacznie większej skali. Biorąc pod uwagę poprawę sytuacji dochodowej gospodarstw domowych, firmy mogą chcieć przerzucić wyższe koszty płacowe na konsumentów poprzez podwyżki cen.

Wykres 11. W większości firm płace rosną jednak wciąż wolniej niż wydajność pracy



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Stopa bezrobocia a płace realne



Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy.

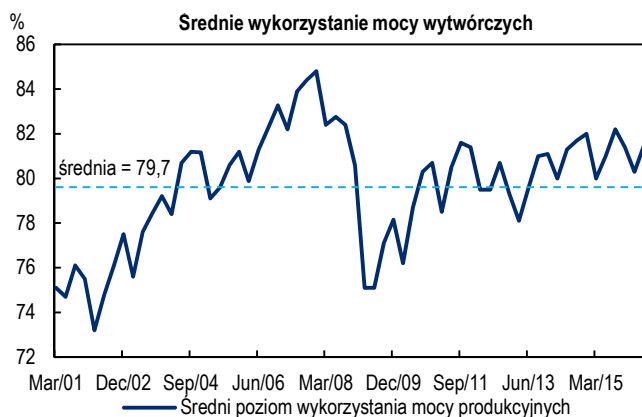
W końcu wzrosty cen?

Naszym zdaniem obecna sytuacja gospodarcza powinna sprzyjać wzrostowi cen, i to w szybszym tempie niż zakłada konsensus. Po pierwsze, bardzo dobra sytuacja na rynku pracy przy umiarkowanym wzroście PKB (jak na standardy poprzednich piętnastu lat) sugeruje, że wzrost potencjału polskiej gospodarki jest niższy niż powszechnie zakładano. Zamiast 3,5% potencjalnego tempa wzrostu, bardziej prawdopodobne wydaje się 2,5-3,0%. Oznacza to, że obecny wzrost PKB powinien doprowadzić do odpowiednio szybszego wykorzystania mocy produkcyjnych oraz domknięcia luki popytowej. Efektem mogą być podwyżki cen.

Po drugie, w sytuacji pojawiających się napięć na rynku pracy i szybko rosnącego funduszu płac gospodarstwa domowe otrzymują mocny zastrzyk finansowy w postaci programu 500+. Ponieważ gospodarka działa już w pobliżu granic swoich możliwości, rozluźnienie fiskalne i wzrost popytu konsumpcyjnego powinny doprowadzić do podwyżek cen. Innymi słowy, wyższe nominalne dochody gospodarstw domowych częściowo przełożą się na realny wzrost konsumpcji, a częściowo na wzrost cen. Biorąc pod uwagę wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, naszym zdaniem bez wzrostu inflacji gospodarka miałaby trudność z „przyjęciem” na siebie szoku w postaci rozluźnienia fiskalnego o 1% PKB.

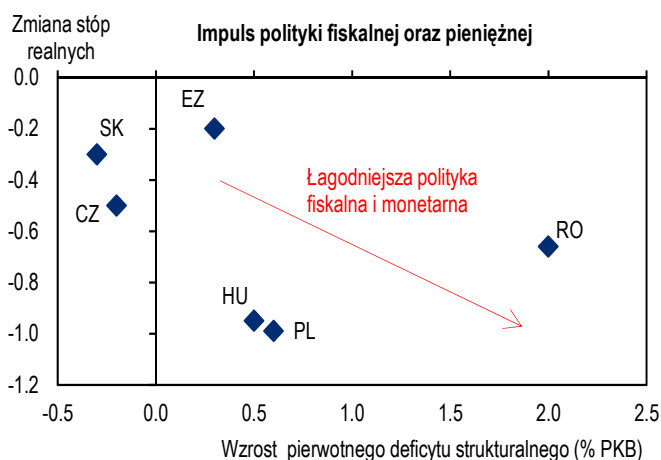
Najnowsze dane dotyczące inflacji bazowej wskazują na stopniowe odwrócenie trendów inflacyjnych. Miesięczne (annualizowane) wskaźniki notują wyraźne wzrosty (Wykres 16) i to jeszcze przed pełnym uruchomieniem transferów z tytułu 500+. W kolejnych miesiącach można spodziewać się utrzymania podobnego trendu, dzięki czemu inflacja bazowa w ujęciu rok-do-roku w końcu powinna wyraźnie wzrosnąć. Dodatkowo dzięki niższej „statystycznej bazie” ceny paliw już pod koniec roku przestaną zaniżać wskaźnik CPI. Biorąc to wszystko pod uwagę, spodziewamy się wzrostu inflacji powyżej zera w listopadzie lub grudniu. Dodatkowo w 2017 roku oczekujemy wzrostu inflacji w pobliżu 2%, a więc powyżej dolnej granicy przedziału wokół celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 punkt procentowy).

Wykres 13. Średnie wykorzystanie mocy wytwórczych jest powyżej długoterminowej średniej



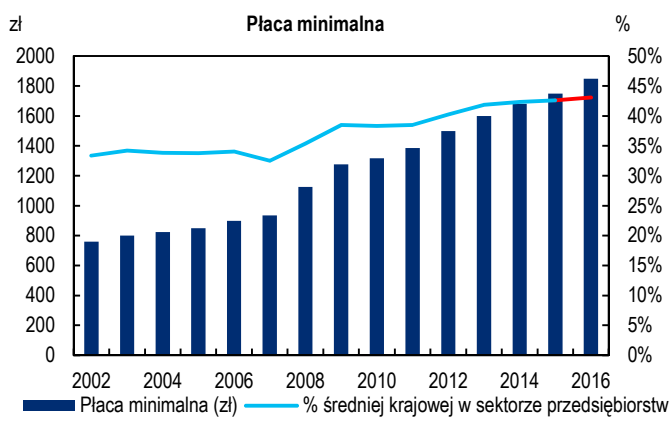
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 14. Polityka fiskalna zostanie wyraźnie złagodzona w tym roku, napędzając wzrost w kraju



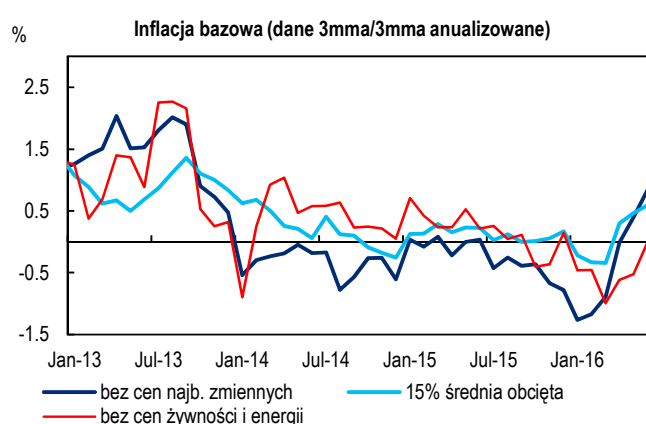
Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy.

Wykres 15. Wzrost płacy minimalnej spowoduje podwyższenie relacji płacy minimalnej do średniego wynagrodzenia krajowego



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 16. Dotychczasowy trend inflacji bazowej ulega odwróceniu



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

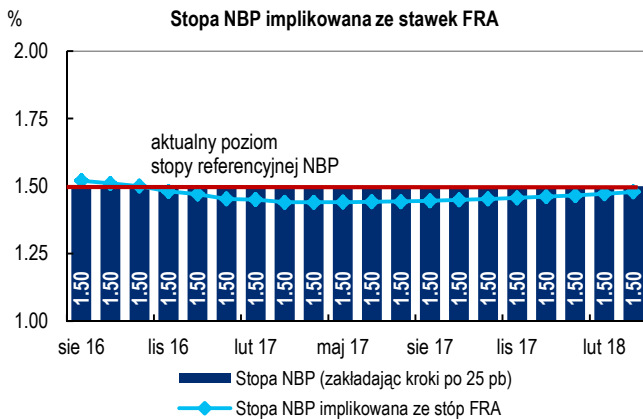
Wciąż bez szans na obniżki

W ostatnich miesiącach regularnie pojawiają się głosy uczestników rynku sugerujących możliwość cięcia stóp procentowych w Polsce. Wynik brytyjskiego referendum w sprawie członkostwa w UE tylko ożywił te nadzieje. Według ankiety agencji Bloomberg osiem spośród 23 ankietowanych instytucji oczekuje obniżek stóp procentowych w Polsce w 2016 roku. Jedna instytucja spodziewa się, że w przyszłym roku stopa banku procentowego osiągnie 0,5%, a więc będzie o jeden punkt procentowy niższa niż obecnie.

Naszym zdaniem szanse na obniżkę w obecnych warunkach są małe i aby Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zdecydowała się na taki ruch gospodarka musiałaby wyraźnie spowolnić, a inflacja musiałaby utrzymać się poniżej zera znacznie dłużej niż zakładają prognozy NBP. Innymi słowy członkowie RPP musieliby czuć się rozczarowani wynikami gospodarki, a do tego potrzeba będzie czasu. Sami przedstawiciele RPP wysyłali w ostatnich miesiącach sygnały świadczące o tym, że nie rozważają luzowania polityki monetarnej. Uważamy, że nie ma w tym nic dziwnego – trudno bowiem zdecydować się na kolejne obniżki w sytuacji gdy rynek pracy jest

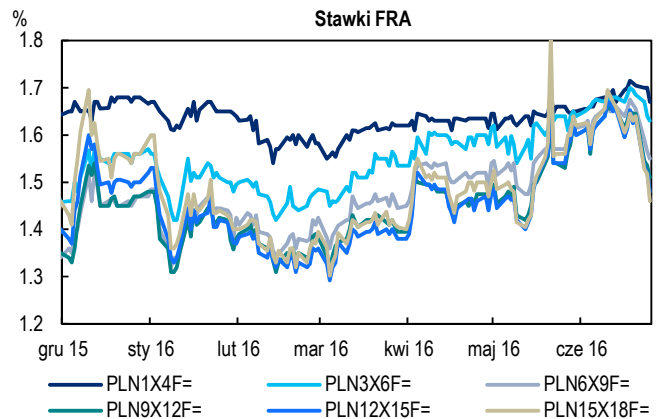
rozgrzany do czerwoności, a inflacja bazowa pokazuje oznaki długiego wyczekiwanego odbicia. W naszym podstawowym scenariuszu spodziewamy się stabilizacji stóp procentowych przez przynajmniej rok, a następnie powolnych podwyżek począwszy od listopada 2017 roku.

Wykres 17. Rynek nie wycenia zmian stóp procentowych w najbliższym czasie ...



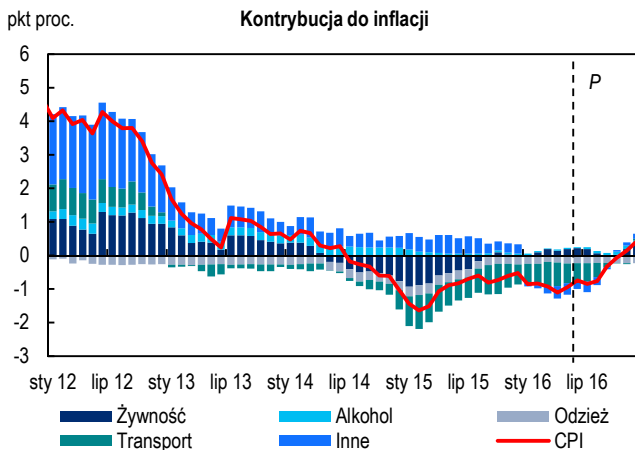
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 18. ... a długoterminowe stawki FRA wyraźnie się obniżyły



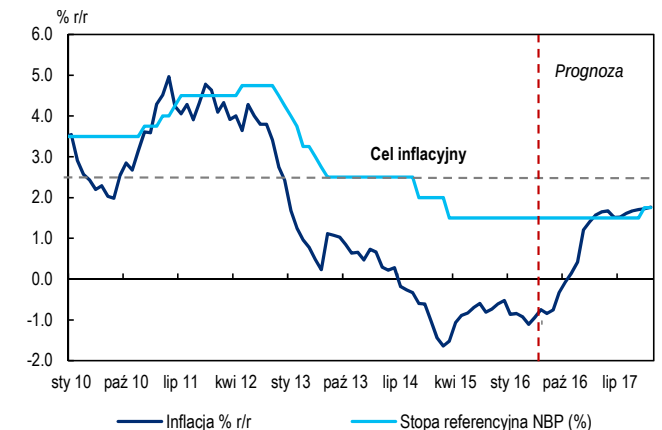
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 19. Inflacja najprawdopodobniej wzrośnie powyżej zera pod koniec roku



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 20. Stopy procentowe pozostaną bez zmian przez ponad rok, a pierwszej podwyżki spodziewamy się pod koniec 2017 r.



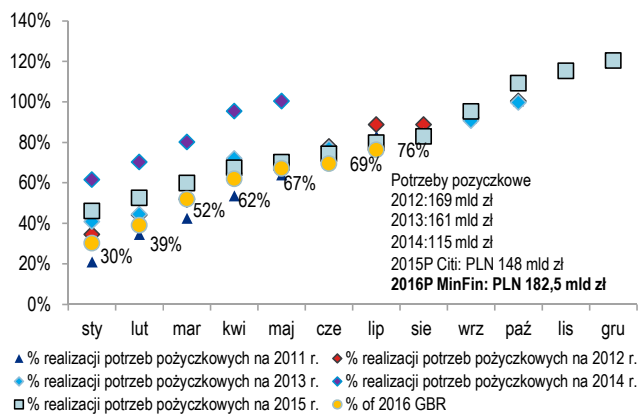
Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Złoty będzie słabszy, ale przejściowo

Zaskakująco szybkie umocnienie złotego i innych walut gospodarek wschodzących po brytyjskim referendum może dać przestrzeń do korekty w krótkim terminie. Przyczyniać się mogą do tego niepewność związana ze zbliżającymi się wyborami prezydenckimi w Stanach Zjednoczonych czy też podwyższone ryzyko polityczne w Europie. Oczekujemy osłabienia złotego do ok. 4,45 wobec euro w najbliższych tygodniach. Jednocześnie zakładamy przy tym stopniowy wzrost kursu EURUSD do 1,12 na koniec roku i 1,17 na koniec 2017 r. W dłuższym terminie w horyzoncie rocznym oczekujemy stopniowego odreagowania złotego. Wsparciem dla krajowej waluty będzie wciąż mocny wzrost gospodarczy napędzany przede wszystkim popytem krajowym przy wciąż niskim deficycie obrotów bieżących.

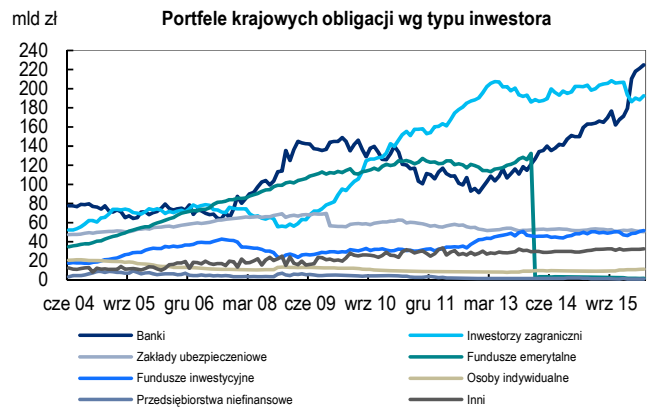
Oczekiwany przez nas stopniowy wzrost inflacji będzie oddziaływał w kierunku wyższych rentowności w kolejnych miesiącach szczególnie na krótszym końcu krzywej. Jednocześnie obniżone w ostatnim czasie prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski, ale także dla strefy euro oraz odsunięcie w czasie podwyżek stóp w USA będą przyczyniać się do stabilizacji poziomu rentowności długoterminowych na bazowych rynkach długu i w Polsce.

Wykres 21. Ministerstwo Finansów zrealizowało dotychczas już 76% potrzeb pożyczkowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 22. Inwestorzy zagraniczni po zmniejszeniu portfeli obligacji krajowych na początku roku utrzymywali stabilne pozycje w ostatnich miesiącach



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2015							2016					
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7.4	3.8	5.3	4.0	2.4	7.8	6.7	1.4	6.8	0.5	6.0	3.5	6.0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	4.5	-1.2	-7.1	15.0	2.0	-2.6	-3.6	-8.0	6.9	6.8	-2.9	-3.6	7.3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8.7	4.6	6.1	4.5	2.8	9.3	8.9	1.8	8.2	1.9	8.3	5.5	7.2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-2.6	-0.1	4.8	-2.5	-5.2	1.2	-0.4	-8.6	-10.6	-15.8	-14.9	-13.7	-13.0
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.8	1.2	-0.3	0.1	0.8	3.3	4.9	0.9	3.9	0.8	3.2	2.2	4.6
Stopa bezrobocia (%)	10.3	10.1	10.0	9.7	9.6	9.6	9.8	10.3	10.3	10.0	9.5	9.1	8.8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	3.1
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8
Inflacja (% m/m)	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.4	-1.8	-2.7	-2.8	-2.3	-1.8	-0.8	-1.2	-1.4	-1.7	-1.2	-0.7	-0.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.6	-0.4	-0.7	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1	0.3	0.9	0.2
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	2.5	3.3	3.4	4.1	3.3	4.0	3.1	4.0	3.9	3.3	4.6	4.1	5.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-963	-1,174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	594	495	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.4	-0.5	-0.7	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-165	-727	-150	19	252	574	294	548	216	204	520	127	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14304	14200	12706	14906	15574	15501	13773	13274	14445	15417	15143	13351	-
Eksport (% r/r)	10.6	5.2	8.1	3.0	4.5	12.6	11.5	-0.4	4.7	-0.1	4.8	-4.2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14469	14927	12856	14887	15322	14927	13479	12726	14229	15213	14623	13224	-
Import (% r/r)	10.3	7.3	6.7	5.2	0.2	6.7	3.8	0.3	7.3	1.7	0.4	-1.6	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.3	8.6	7.3	7.9	8.9	9.3	9.1	10.2	10.1	8.9	11.4	11.5	11.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8.5	8.8	9.1	9.7	9.4	9.5	9.2	9.4	9.1	9.5	10.3	10.4	11.2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.4	11.1	9.3	8.6	10.9	11.4	10.4	12.0	12.2	6.6	13.1	13.2	8.5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	7.9	7.1	6.6	6.1	6.4	6.4	6.6	4.1	5.1	4.2	5.9	4.4	4.5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	4.5	5.5	6.6	7.1	8.0	7.5	7.1	11.4	10.1	7.9	10.7	8.8	6.7
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	1.70	1.72	1.72	1.72	1.73	1.73	1.71	1.67	1.66	1.67	1.69	1.71	1.71
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.72	1.72	1.72	1.71	1.73	1.72	1.70	1.65	1.67	1.67	1.67	1.67	1.69
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.82	1.72	1.67	1.70	1.56	1.57	1.47	1.42	1.38	1.37	1.43	1.52	1.66
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.98	1.81	1.87	1.79	1.65	1.61	1.58	1.54	1.46	1.45	1.52	1.61	1.73
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.74	2.49	2.51	2.39	2.09	2.08	2.23	2.39	2.22	2.20	2.28	2.30	1.86
EUR/PLN (koniec okresu)	4.19	4.15	4.23	4.24	4.26	4.27	4.29	4.42	4.34	4.24	4.37	4.38	4.46
USD/PLN (koniec okresu)	3.76	3.76	3.77	3.80	3.85	4.04	3.95	4.08	4.00	3.72	3.81	3.94	4.04
EUR/USD (koniec okresu)	1.11	1.10	1.12	1.12	1.10	1.06	1.09	1.08	1.09	1.13	1.15	1.11	1.10
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	26.2	26.6	25.9	31.1	34.5	36.1	42.6	-1.7	3.1	9.6	11.1	13.5	18.7
Def. budżetowy kum. (% planu)	57.0%	57.7%	56.1%	67.6%	75.0%	78.5%	85.2%	-3.1%	5.7%	17.5%	20.3%	24.6%	34.1%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	530	500	524	546	475	472	528	583
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1567	1629	1656	1719	1790	1,845	1,936	2,040
PKB per capita (USD)	13740	12983	13615	14197	12371	12,295	13,775	15034
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7	8,2	7,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,2	3,2	2,7
Inwestycje (% r/r)	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	4,2	3,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8	3,9	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1	4,2	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	6,1	4,6	5,4
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	7,7	6,0	6,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,4	1,8	2,3
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,6	2,7
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,75	3,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,08	1,65	1,64	2,13	3,18
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,30	3,60	4,15
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,88	3,64	3,49
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,90	3,70	3,55
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,37	4,24	4,19
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,28	4,20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-1,1	-4,9	-11,2	-14,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	-1,0	-2,1	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,4	-2,3	-8,7	-12,8
Eksport	184,2	181,0	198,1	210,4	190,8	198,4	215,5	230,4
Import	201,6	190,2	198,5	214,7	188,4	200,7	224,2	243,2
Saldo usług	7,3	8,0	10,1	11,4	10,9	11,8	13,2	14,5
Saldo dochodów	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,5	-13,2	-14,2	-14,9
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4	89,4	89,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,6	-2,5	-3,0	-2,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	-0,8	-1,4	-1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	47,9	49,1	49,4	49,6	49,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.3	3.6	3.2	3.2	2.7	2.6
Inflacja CPI (% średnia)	0.0	-0.9	-0.6	1.6	2.7	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.0	-0.3	-1.0	-2.1	-2.5	-2.4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2.00	1.50	1.50	1.75	3.00	3.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.52	3.92	3.88	3.64	3.49	3.35
USD/PLN (Średnia)	3.15	3.77	3.90	3.70	3.55	3.52
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.26	4.37	4.24	4.19	4.15
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.18	4.36	4.28	4.20	4.16

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.