

26 Sierpnia 2010 19 stron

CitiMonthly Polska

W skrócie

W ciągu ostatniego miesiąca byliśmy zmuszeni wyraźnie zrewidować swoje oczekiwania dotyczące inflacji. Oczekujemy, że ze względu na wzrost cen żywności oraz podwyżkę VAT inflacja wzrośnie w pierwszej połowie 2011 roku w pobliżu 4%, wychodząc tym samym poza przedział celu inflacyjnego RPP.

Silny wzrost w gospodarce niemieckiej wzmacnia ożywienie w Polsce, przyczyniając się do dynamicznego wzrostu produkcji przemysłowej oraz ożywienia na rynku pracy. Nasze prognozy wskazują, że wzrost PKB w całym 2010 roku przekroczy 3% r/r.

Sierpień był kolejnym miesiącem, kiedy RPP nie zdecydowała się na zmianę stóp procentowych. Oficjalny komunikat władz monetarnych był jednocześnie utrzymany w na tyle wyważonym tonie, że nie wskazuje on jednoznacznie na moment pierwszej podwyżki stóp procentowych.

Biorąc pod uwagę nasze przewidywania dotyczące wzrostu gospodarczego oraz inflacji w Polsce spodziewamy się, że stopy procentowe mogą wzrosnąć już w październiku lub listopadzie br. Do końca przyszłego roku stopa referencyjna może wzrosnąć do około 4,75%, przy czym podwyżki będą przebiegać w małych krokach.

Przedstawiony przez rząd Wieloletni Plan Finansowy zakłada między innymi podwyżki podatków pośrednich oraz niewielkie działania mające na celu ograniczenie wydatków. Przedstawione rozwiązania nie wystarczą jednak by ograniczyć deficyt strukturalny do poziomów „przedkryzysowych”

Z punktu widzenia rynków finansowych istotnym wydarzeniem będzie wrześniowa publikacja szczegółów dotyczących przyszłorocznego budżetu. Naszym zdaniem jeżeli deficyt budżetowy na 2011 rok zostanie ustalony w pobliżu 45 mld zł, będzie to rozczarowujący sygnał dla inwestorów.

Piotr Kalisz

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

Cezary Chrapek

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

Szymon Dubrow

Tabela 1. Prognozy krótkoterminowe

Wskaźnik	Wrz-10	Paź-10	lis-10	Gru-10
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,75	3,75	3,75
EUR/PLN (koniec okresu)	4,00	3,99	3,99	3,98
USD/PLN (koniec okresu)	3,15	3,15	3,16	3,16

Źródło: Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

Koniec z niską inflacją?

Silny wzrost w gospodarce niemieckiej wzmacnia ożywienie w Polsce, przyczyniając się do dynamicznego wzrostu produkcji przemysłowej oraz ożywienia na rynku pracy. Nasze prognozy wskazują, że wzrost PKB w całym 2010 roku przekroczy 3% r/r.

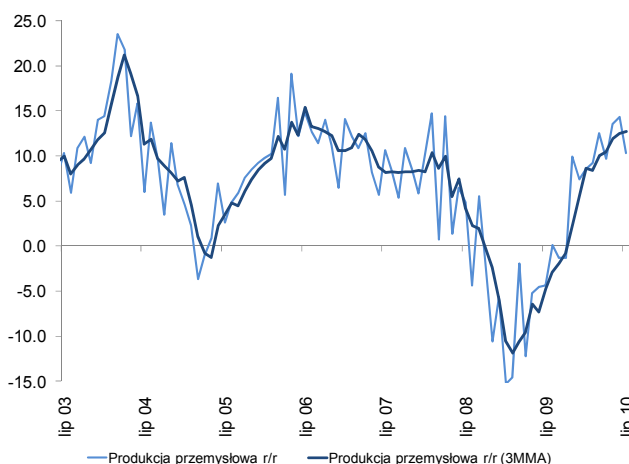
W ciągu ostatniego miesiąca byliśmy zmuszeni wyraźnie zrewidować swoje oczekiwania dotyczące inflacji. Oczekujemy, że ze względu na wzrost cen żywności oraz podwyżkę VAT inflacja wzrośnie w pierwszej połowie 2011 roku w pobliżu 4%, wychodząc tym samym poza przedział celu inflacyjnego RPP.

Dwucyfrowe wzrosty produkcji

W przeciwieństwie do maja i czerwca, dane o aktywności gospodarczej w lipcu okazały się gorsze od oczekiwań rynkowych. Był to jednak przede wszystkim efekt mniej korzystnego rozkładu dni roboczych, a nie rzeczywistego osłabienia aktywności w kraju. Co prawda wzrost produkcji przemysłowej wyhamował w lipcu do 10,3% r/r z 14,3% miesiąc wcześniej, jednak naszym zdaniem wynik ten można wciąż uznać za wyjątkowo dobry. Wskazuje na to choćby fakt, iż był on wyraźnie wyższy niż średni wzrost produkcji z ostatnich lat (6,3%).

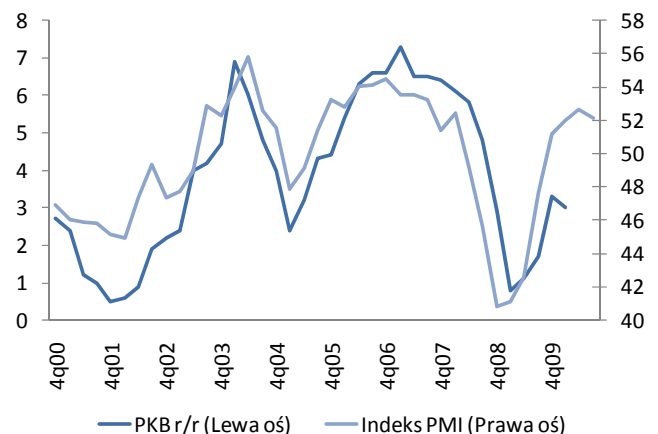
Siłą napędową ożywienia w przemyśle zapewne jest wciąż relatywnie dobra sytuacja w gospodarce niemieckiej, której towarzyszy wzrost zamówień na polskie produkty. W najbliższych miesiącach sytuacja ta nie powinna ulec większej zmianie, choć spowolnienie w Stanach Zjednoczonych może z czasem zacząć negatywnie wpływać na sytuację w kraju.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Indeks PMI oraz wzrost PKB w Polsce

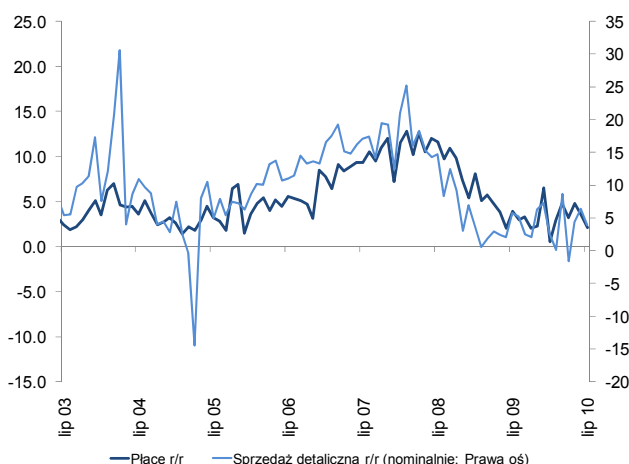


Źródło: GUS, Reuters, Markit, Citi Handlowy

Zarówno dynamika popytu konsumpcyjnego, jak i inwestycji pozostaje na umiarkowanym poziomie. W lipcu sprzedaż detaliczna wzrosła w ujęciu nominalnym o zaledwie 3,9% r/r, a po skorygowaniu o

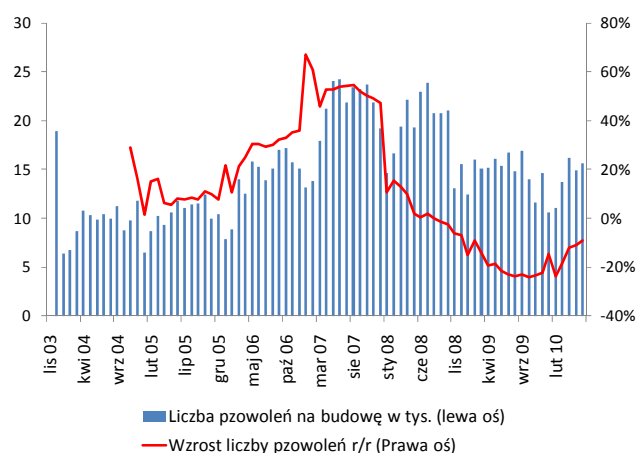
inflację wyniósł on 2,4%. Z kolei wzrosty produkcji budowlanej wyraźnie wyhamowały do zaledwie 0,8% r/r. Co prawda dane o liczbie wydanych pozwoleń na budowę sugerują, że budownictwo mieszkaniowe ma już za sobą dołek, jednak na wyraźną poprawę zapewne będzie trzeba poczekać dłużej (Wykres 8). Tym bardziej, że ostatnie dane o dynamice kredytów bynajmniej nie sugerują w tej kwestii żadnego szybkiego przełomu.

Wykres 7. Sprzedaż detaliczna i płace nominalne



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Liczba pozwoleń na budowę



Źródło: GUS, Citi Handlowy

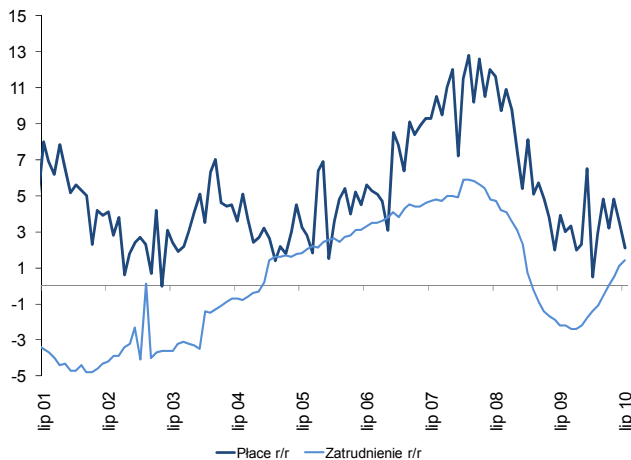
W momencie przygotowywania niniejszego raportu nie były jeszcze znane dane o PKB w II kwartale, jednak przypuszczamy, że wynik ten wyraźnie przekroczył 3%. Podobnie jak w poprzednich kwartałach, wzrost zapewne był efektem odbudowy zapasów oraz pozytywnych tendencji w handlu zagranicznym. Niemniej po bardzo dobrym drugim kwartale, ostatnie miesiące 2010 roku mogą przynieść niewielkie wyhamowanie PKB, szczególnie jeżeli utrzymają się negatywne trendy w USA oraz niektórych gospodarkach strefy euro. Nawet pomimo tego wyhamowania wzrost gospodarczy w całym bieżącym roku sięgnie około 3,2% r/r, a w 2011 roku może sięgnąć 3,5-4,0% r/r.

Więcej pracy i płacy

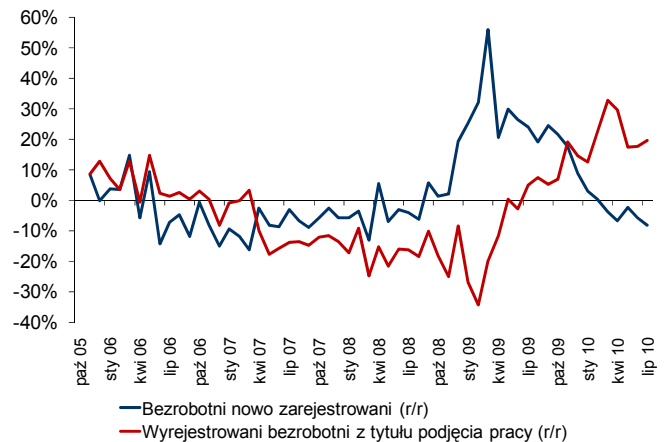
Oznaki przyspieszenia gospodarczego nie ominęły rynku pracy. Co prawda wzrost wynagrodzeń w lipcu (2,1% r/r) okazał się słabszy od prognoz, jednak zatrudnienie wciąż wyraźnie rośnie – w lipcu o 1,4% r/r. Optylizmem napawać może fakt, iż rosnącemu zatrudnieniu towarzyszy: a) wyraźny spadek liczby nowych bezrobotnych, b) wzrost liczby ofert pracy oraz c) większa liczba osób wyrejestrowujących się z rejestrów bezrobotnych. Naszym zdaniem pozytywne trendy na rynku pracy świadczą o trwałości oraz sile ożywienia w polskiej gospodarce.

Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach dynamika wynagrodzeń ponownie wyraźnie przyspieszy, jednak wciąż nie będzie stanowił większego zagrożenia dla stabilności cen. Naszym zdaniem przeciętny wzrost wynagrodzeń w okresie sierpień-grudzień może wynieść około 3,9% w ujęciu nominalnym, co by odpowiadało realnemu wzrostowi na poziomie 1,3%.

Wykres 9. Wzrost płac i zatrudnienia w przedsiębiorstwach Wykres 10. Liczba nowych bezrobotnych



Źródło: GUS, Citi Handlowy

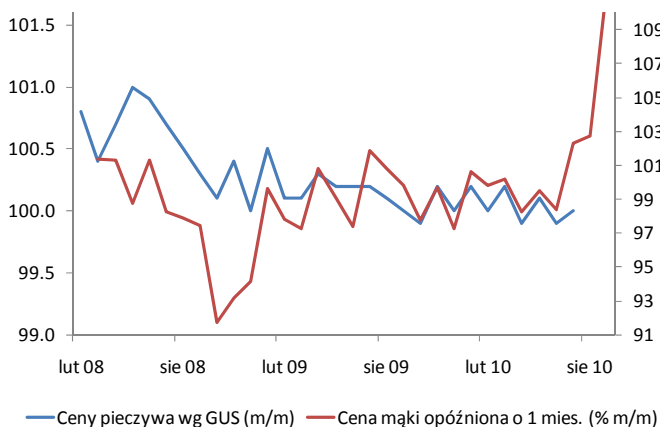


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Nadszedł czas na wzrost inflacji

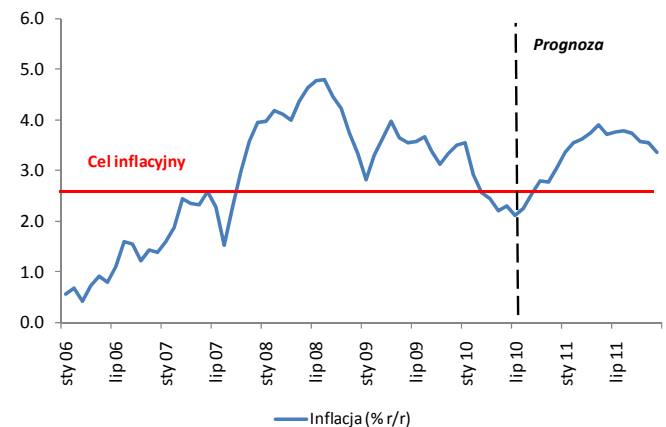
Najpoważniejsza zmiana w naszym scenariuszu makroekonomicznym dotyczy perspektyw inflacji. W ciągu ostatniego miesiąca podnieśliśmy naszą prognozę CPI do poziomu około 3% na koniec 2010 roku oraz – co bardziej istotne – do niemal 4% w pierwszej połowie 2011. Przed korektą nasza prognoza zakładała, że wskaźnik inflacji na początku 2011 roku pozostanie poniżej 3%. Zmiana prognozy wynika zarówno z przewidywanego wzrostu cen żywności, jak i planowanej podwyżki podatku VAT.

Wykres 11. Ceny mąki oraz pieczywa (% m/m)



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 12. Prognoza inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Niekorzystne warunki pogodowe najprawdopodobniej zaważą na wielkości zbiorów zbóż oraz owoców w 2010 roku. Efekt inflacyjny może być tym silniejszy, że podobne problemy pogodowe wystąpiły również w innych krajach europejskich, co zmniejsza szanse na tani import towarów żywnościowych. Najnowsze dane krajowe pokazują wyraźny wzrost cen pszenicy i innych zbóż, który powinien z kilkumiesięcznym opóźnieniem wpływać na ceny pieczywa (Wykres 11). Oczekujemy również

wyraźnego wzrostu cen owoców i warzyw, który zapewne ujawni się w okresie powakacyjnym – tzn. w danych za wrzesień oraz październik.

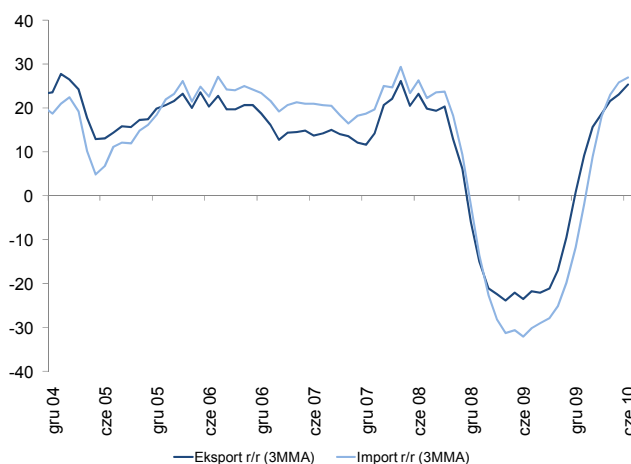
W 2011 roku jednym ze źródeł wzrostu cen będzie planowana podwyżka podatku VAT. Według naszych szacunków efekt inflacyjny wyniesie około 0,5 punktu procentowego, na co złożą się podwyżki w niemal wszystkich kategoriach koszyka inflacyjnego poza żywnością. W powyższych obliczeniach zakładamy, że zmiany VAT zostaną przeniesione na ceny w 75%, a pozostała część podwyżki zostanie zaabsorbowana przez niższe marże. Dla porównania, w 2009 roku na Węgrzech podwyżka VAT została przeniesiona na konsumentów w około 65%.

Powyższe argumenty skłaniają nas do oczekiwania wzrostu inflacji do niemal 4% r/r w pierwszej połowie 2011 r. Tym samym dynamika cen po raz kolejny wzrosłaby wyraźnie powyżej celu inflacyjnego, a nawet powyżej górnej granicy przedziału odchyłeń wokół celu (1,5-3,5%). Biorąc pod uwagę, że polska gospodarka jest w fazie stopniowego ożywienia, dynamika cen mogłaby łatwiej utrwalić się na podwyższonym poziomie, sprawiając, iż jej późniejsze obniżenie stałoby się odpowiednio trudniejsze.

Niski deficyt w rachunku bieżącym

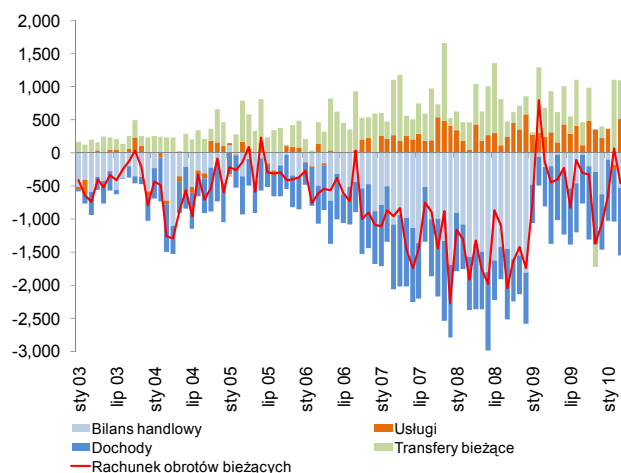
Czerwiec przyniósł pogorszenie w rachunku obrotów bieżących, którego deficyt wyniósł 1004 mln euro, wobec 232 mln euro deficytu rok wcześniej. Pogorszenie było związane przede wszystkim z mniejszym napływem funduszy unijnych do Polski, po wcześniejszym bardzo silnym napływie na początku roku. Jednocześnie utrzymała się bardzo wysoka dynamika eksportu oraz importu, która zbliżyła się do 30% r/r.

Wykres 13. Eksport oraz import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 14. Rachunek bieżący - dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Ożywienie w handlu zagranicznym nie powinno być nadmiernym zaskoczeniem, szczególnie w świetle bardzo dobrych danych o wzroście gospodarczym w Niemczech, a więc w gospodarce pozostającej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Wysoka dynamika eksportu jest również spójna z wcześniejszymi wskazaniem badań koniunktury NBP, które sugerowały, że obecny poziom kursu złotego zapewnia polskim firmom wyraźną przewagę konkurencyjną.

Oczekujemy, że stopniowe ożywienie popytu krajowego będzie przyczyniać się do wzrostu deficytu w rachunku obrotów bieżących. W całym 2010 deficyt może sięgnąć około 2,5% PKB, a w przyszłym roku przekroczy 3%. Ponieważ deficyt jest w pełni finansowany napływem inwestycji bezpośrednich, jego wzrost nie powinien mieć większego wpływu na sytuację na rynku walutowym. Dlatego pomimo przewidywanego pogorszenia salda rachunku bieżącego oczekujemy, że najbliższe kwartały przyniosą stopniowe umocnienie złotego (strona 12).

Polityka pieniężna i fiskalna

Podwyżka dopiero w IV kwartale

Sierpień był kolejnym miesiącem, kiedy RPP nie zdecydowała się na zmianę stóp procentowych. Oficjalny komunikat władz monetarnych był jednocześnie utrzymany w na tyle wyważonym tonie, że nie wskazuje on jednoznacznie na moment pierwszej podwyżki stóp procentowych.

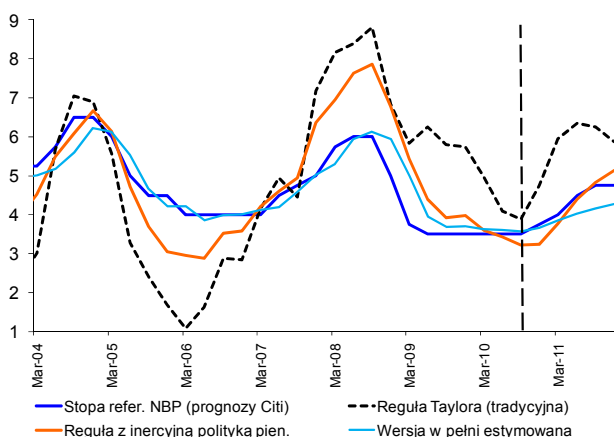
Biorąc pod uwagę nasze przewidywania dotyczące wzrostu gospodarczego oraz inflacji w Polsce spodziewamy się, że stopy procentowe mogą wzrosnąć już w październiku lub listopadzie br.

Do końca przyszłego roku stopa referencyjna może wzrosnąć do około 4,75%, przy czym podwyżki będą przebiegać w małych krokach.

RPP czeka na dodatkowe dane

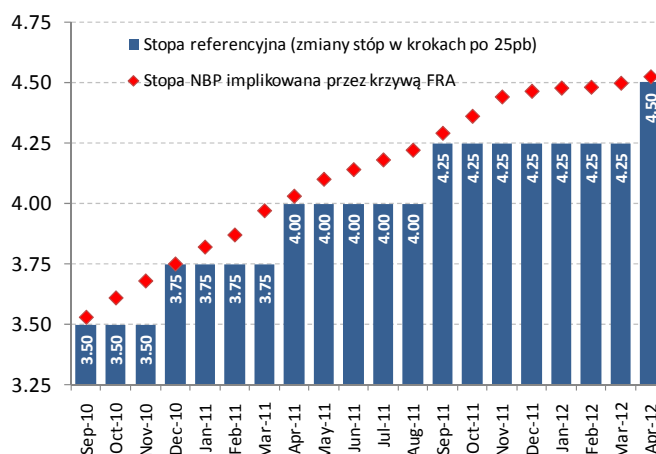
Sierpniowa decyzja RPP o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian nie wywołała większych emocji wśród inwestorów. Z jednej strony władze monetarne podkreśliły niepewne perspektywy wzrostu w Stanach Zjednoczonych oraz niektórych krajach strefy euro, co przemawiałoby za utrzymywaniem przez dłuższy czas stóp procentowych na dotychczasowym poziomie. Z drugiej strony jednak przedstawiciele RPP wyraźnie zasygnalizowali, że inflacja osiągnęła już najniższy poziom i w najbliższych miesiącach powinna rosnąć. Ten niejednoznaczny wydźwięk komunikatu sugeruje, że Rada postanowiła poczekać na więcej informacji z polskiej gospodarki, w tym między innymi na dane dotyczące PKB w II kwartale oraz na wskaźniki inflacji za sierpień oraz wrzesień.

Wykres 15. Reguła Taylora



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 16. Ścieżka stóp procentowych zdyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP

Jeżeli potwierdzą się nasze optymistyczne prognozy PKB oraz przewidywania dotyczące wzrostu inflacji, konsensus niezbędny do podwyżki stóp procentowych powinien pojawić się już pod koniec roku. Naszym zdaniem do pierwszej podwyżki może dojść już w październiku (lub listopadzie), a więc po publikacji nowej projekcji inflacyjnej. Wówczas RPP będzie dysponowała dokładniejszą analizą

tendencji zachodzących w polskiej gospodarce i będzie mogła powoli rozpoczynać proces normalizacji stóp procentowych.

Kiedy wzrosną stopy?

Jedno z najważniejszych pytań dotyczy tego, czy polskie władze monetarne będą rzeczywiście starać się „wyjść przed szereg” i podnosić stopy, gdy Fed oraz EBC zapowiadają ich pozostawienie na niskim poziomie przez dłuższy czas. Dostrzegamy poważne ryzyko dla wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i dlatego spodziewamy się, że zacieśnienie polityki monetarnej w kraju będzie powolne. Niemniej biorąc pod uwagę, że polska gospodarka radzi sobie zdecydowanie lepiej niż gospodarki rozwinięte oraz uwzględniając wyraźne pogorszenie perspektyw inflacyjnych, nadmierne zwlekanie z podwyżkami nie wydaje się najlepszą strategią. Warto bowiem zauważyć, że stopa referencyjna na poziomie 3,5% oznaczałaby praktycznie spadek realnej stopy procentowej do 0%. Wraz z relatywnie słabym złotym oznaczałoby to utrzymanie wyraźnego wsparcia monetarnego w gospodarce, której wzrost gospodarczy jest tylko nieco niższy od potencjału.

Bezpiecznym wyjściem z tej sytuacji wydaje się rozpoczęcie bardzo powolnego procesu zacieśnienia monetarnego. Po pierwsze sprowadzałby się on do podwyżek stóp w bardzo małych krokach po 25 pb. Po drugie, podwyżki mogłyby być dokonywane stopniowo, w odstępach 3-4 miesięcznych. Dzięki temu Rada Polityki Pieniężnej mogłaby zakończyć proces zacieśnienia monetarnego na wczesnym etapie, gdyby zmaterializowały się zagrożenia związane z możliwością spowolnienia wzrostu w strefie euro. Wolne tempo podwyżek pozwoliłoby również na ograniczenie ryzyka związanego z możliwością aprecjacji złotego (szczególnie jeżeli RPP wyraźnie zasignalizowałaby swój zamiar podnoszenia stóp w wolnym tempie).

Nasz scenariusz zakłada, że do pierwszej podwyżki o 25pb dojdzie około października-listopada bieżącego roku. W 2011 r. spodziewamy się wzrostu stóp łącznie o 100 pb do około 4,75%, przy czym podwyżki będą rozłożone w miarę równomiernie na przestrzeni roku.

Podatki w górę ale problem pozostaje

Przedstawiony przez rząd Wieloletni Plan Finansowy zakłada między innymi podwyżki podatków pośrednich oraz niewielkie działania mające na celu ograniczenie wydatków. Przedstawione rozwiązania nie wystarczą jednak by ograniczyć deficyt strukturalny do poziomów „przedkryzysowych”

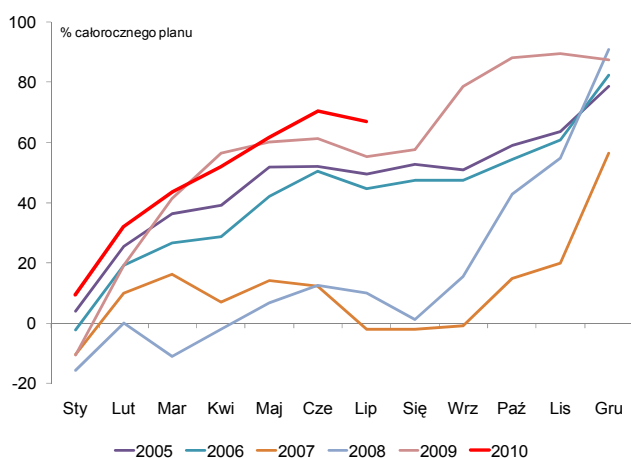
Jeżeli deficyt budżetowy na 2011 rok zostanie ustalony w pobliżu 45 mld zł, będzie to rozczarowujący sygnał dla uczestników rynków finansowych.

W ostatnich tygodniach najważniejszym wydarzeniem w polityce fiskalnej było przedstawienie przez rząd Wieloletniego Planu Finansowego Państwa. Plan zawierał kilka rozwiązań, dotyczących zarówno podwyżek podatków, ograniczenia wydatków, oraz szybszej prywatyzacji.

Bez rewolucji w wydatkach

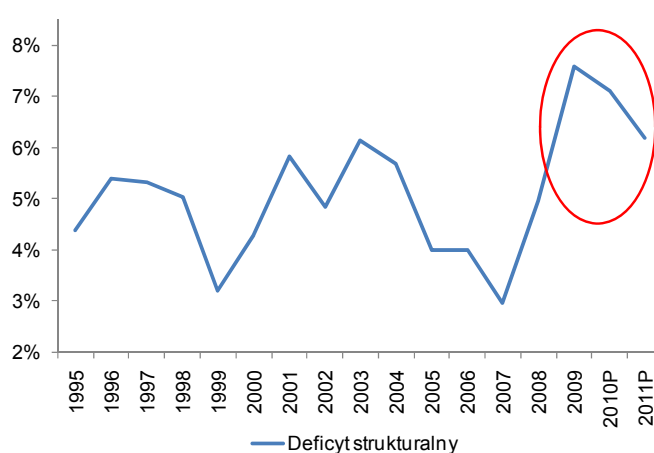
Próby poprawy sytuacji fiskalnej obejmowały między innymi **wprowadzenie nowej reguły wydatkowej**, która ograniczałaby wzrost wydatków elastycznych budżetu do 1% (w ujęciu realnym). Jak argumentowaliśmy już w poprzednim raporcie miesięcznym, rozwiązanie to powinno nieznacznie zmniejszyć deficyt fiskalny, jednak z pewnością nie wystarczy aby istotnie poprawić perspektywę polskich finansów publicznych. Niepokojące jest to, że jeżeli wprowadzeniu reguły nie będzie towarzyszyć uelastycznienie pozostałych wydatków, sama reguła może z czasem prowadzić do dalszego zmniejszenia udziału wydatków elastycznych. Innymi słowy – reguła wydatkowa ma duży sens, ale wyłącznie wtedy gdy towarzyszyć jej będą dalsze głębokie zmiany mające na celu uelastycznienie budżetu.

Wykres 17. Realizacja deficytu budżetowego (% planu)



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

Wykres 18. Deficyt strukturalny (% PKB)



Źródło: Szacunki własne na podstawie danych KE

Pozostałe rozwiązania przewidują między innymi **zamrożenie wzrostów wynagrodzeń w sektorze publicznym** (poza nauczycielami) oraz uelastycznienie wydatków na obronę narodową. Co prawda na ten

ostatni cel ma wciąż trafiać 1,95% PKB, jednak okres rozliczeniowy zostałby wydłużony do 6 lat, co umożliwiłoby przejściowe obniżanie wydatków w niektórych latach. Rząd zamierza również trzymać się minimalnej dopuszczalnej skali waloryzacji emerytur oraz rent (CPI + 20% realnego wzrostu wynagrodzeń).

Wyższe podatki nie takie straszne

Największe kontrowersje w debacie publicznej wywołała decyzja dotycząca podwyżki podatku VAT. Stawka VAT ma wzrosnąć od 2011 roku o 1 punkt procentowy na niemal wszystkie produkty, poza żywnością. W przypadku żywności zmiany są nieco bardziej skomplikowane, ponieważ stawka na produkty nieprzetworzone ma zwiększyć się o 2 punkty proc. do 5%, a stawka na produkty słabo przetworzone ma spaść o 2 punkty (również do 5%). Dzięki temu ceny żywności powinny na skutek VAT nieznacznie spaść, a w pozostałych kategoriach powinny one wzrosnąć.

Nie dzielimy kontrowersji, które otaczają próby zmiany VAT. Jednym z argumentów pojawiających się w dyskusji jest to, iż zamiast podwyższać podatki rząd powinien skoncentrować się na redukcji wydatków. Naszym zdaniem obniżanie wydatków byłoby rzeczywiście lepszym rozwiązaniem, ale jego efekty pojawiłyby się z dużym, opóźnieniem (najprawdopodobniej dopiero po 2011 r.). Dlatego w naszej opinii od początku niemal oczywiste było, że w krótkim okresie nie obejdziesz się bez pewnej formy podwyżki podatków, choć najczęściej wspominanymi były podwyżki składki rentowej oraz zmiany PIT. Na tym tle wzrost VAT (oraz akcyzy) wydaje się mimo wszystko najlepszym z rozwiązań, ponieważ jego skutki dla rynku pracy powinny okazać się mniej niekorzystne.

W naszej ocenie rzeczywisty problem nie polega na samym wzroście VAT, lecz raczej na tym, że towarzyszące mu próby ograniczania wydatków są niewystarczające. Wyższe podatki mogłyby być bowiem ceną jaką gospodarka musi zapłacić w okresie przejściowym, zanim uda się zredukować wydatki. Ponieważ jednak takie działania nie są podejmowane (a przynajmniej w niewystarczającej skali), za cenę wyższych podatków Polska nie będzie w stanie „kupić” trwałego zmniejszenia nierównowagi fiskalnej. Innymi słowy, okazja stworzona przez zmianę podatków pośrednich może zostać zmarnowana. O niewystarczającej skali zacieśnienia fiskalnego świadczy choćby fakt, że proponowane działania zapewne nie wystarczą nawet aby zrekompensować negatywny wpływ rozluźnienia fiskalnego w okresie „przedkryzysowym”. Jak pokazuje wykres 18 deficyt strukturalny w najbliższych latach spadnie tylko nieznacznie i pozostanie znacznie powyżej poziomów z 2007-2008 roku.

Naszym zdaniem w najbliższych tygodniach na uwagę zasługuje będzie projekt budżetu na 2011 rok, który pokaże na ile rząd stara się dokonać zacieśnienia fiskalnego w skali przekraczającej tę z Planu Wieloletniego. Jeżeli deficyt budżetowy na przyszły rok zostanie ustalony na poziomie zbliżonym do 45 mld zł, będzie to raczej rozczarowujący wynik. Z kolei deficyt poniżej 40 mld mógłby być dla inwestorów sygnałem, że MF jest zdeterminowane do poprawy nierównowagi fiskalnej. Niestety biorąc pod uwagę przyszłoroczne wybory parlamentarne, ryzyko nieprzyjemnych niespodzianek wydaje się w tym przypadku większe.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

Kurs EUR/PLN dosyć stabilny w sierpniu, wzrost USD/PLN za sprawą umocnienia dolara na światowych rynkach.

Czynniki fundamentalne wciąż uzasadniają w dłuższym terminie dalsze umocnienie złotego, w krótkim terminie negatywny wpływ na krajową walutę może mieć ewentualna transakcja sprzedaży BZ WBK przez AIB krajowemu podmiotowi.

Oczekujemy stopniowego umocnienia złotego wobec euro do 3,75 do końca 2011 r.

W sierpniu notowania złotego były dosyć stabilne wobec euro szczególnie, jeśli wziąć pod uwagę dynamikę wydarzeń na międzynarodowych rynkach finansowych oraz duże umocnienie na rynku obligacji. Od początku miesiąca kurs EUR/PLN niemal się nie zmienił (jest blisko poziomu 4,0), z kolei kurs USD/PLN wzrósł o 3,3% do 3,174. Początek miesiąca stał pod znakiem stabilizacji kursu złotego do euro w przedziale 3,97-4,02 z tendencją do umocnienia złotego przy niewielkiej poprawie nastrojów na światowych rynkach akcji. W dalszej części miesiąca doszło do niewielkiego osłabienia złotego mimo dużych spadków na rynkach akcji przy negatywnych niespodziankach w danych makroekonomicznych z zagranicy szczególnie z USA (słabe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem). W połowie sierpnia po posiedzeniu Fed doszło do dużych zakupów długoterminowych obligacji na rynkach bazowych i wschodzących, w tym także w Polsce, co doprowadziło do umocnienia złotego. Sprzyjało temu także niewielkie odreagowanie na rynkach akcji. Kurs EUR/PLN obniżył się do ok. 3,92. Ta bariera okazała się trudna do sforsowania i przy kolejnej fali pogorszenia nastrojów na rynkach światowych i spadkach na rynkach akcji doszło do korekty notowań złotego ponownie powyżej 4,00 wobec euro.

Złoty stracił wyraźnie na wartości wobec dolara z 3,0 na początku sierpnia do ok. 3,17 za sprawą znacznego odreagowania dolara na rynkach międzynarodowych (spadek kursu EUR/USD do 1,265 z ponad 1,30), które zainicjowały znacznie słabsze od prognoz dane z amerykańskiego rynku pracy o zatrudnieniu poza rolnictwem za lipiec. Później umocnienie dolara było kontynuowane przy spadkach na rynkach akcji w reakcji na komunikat amerykańskiego banku centralnego wskazujący na słabszy wzrost gospodarczy w USA oraz kolejne słabe dane z amerykańskiej gospodarki, m.in. z rynku nieruchomości.

Fundamenty wskazują na dalsze umocnienie złotego

Dobra sytuacja fundamentalna wciąż wspiera złotego w długim terminie. Składają się na nią wciąż wysokie tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech, które wspiera krajowy eksport, wciąż dosyć niska relacja deficytu obrotów bieżących do PKB, który dodatkowo jest pokryty przez napływ kapitału długoterminowego, niski poziom kursu opłacalności eksportu (3,70 na koniec czerwca wg ostatniej ankiety NBP). Ponadto odreagowanie realnego kursu walutowego REER po przecenie na początku 2009 r. było mniejsze niż innych walut w regionie, co wskazuje

na potencjał do dalszej aprecjacji złotego. Krajową walutę powinny też wspierać przepływy na rynku -walutowym związane z kolejnymi prywatyzacjami. W rocznym horyzoncie w kierunku mocniejszego złotego będą oddziaływały także podwyżki stóp procentowych.

W naszym podstawowym scenariuszu spodziewamy się stopniowego umocnienia złotego do ok. 3,98 na koniec roku i 3,75 na koniec 2011. Najbliższe poziomy wsparcia to 3,95 i 3,92. Ten ostatni będzie trudny do pokonania. W krótkim okresie widzimy ryzyka dla trendu aprecjacyjnego.

... w krótkim terminie utrzymuje się niepewność

Dalsze pogorszenie apetytu na ryzyko i nasilenie obaw o trwałość wzrostu gospodarczego na świecie może działać przeciw złotemu w najbliższym czasie. Aprecjacja złotego mogłaby zostać zahamowana szczególnie w przypadku, gdyby nie sprawdził się nasz dosyć optymistyczny scenariusz dotyczące niemieckiej gospodarki. Na horyzoncie pozostaje także kwestia sprzedaży banku BZ WBK. Gdyby irlandzki AIB zdecydował się na sprzedaż banku PKO BP wówczas mogłoby dojść do osłabienia złotego za sprawą zakupu euro na rynku. Najprawdopodobniej ze względu na brak rozstrzygnięcia kwestii nabywcy banku ewentualne przepływy z transakcji raczej nie są jeszcze zabezpieczone.

Inwestorzy pozostaną także wyczuleni na rozwój sytuacji na Węgrzech wraz ze zbliżaniem się wyborów samorządowych na początku października szczególnie, że ze strony rządu węgierskiego płyną mieszane sygnały odnośnie dalszej współpracy z MFW.

Przeciw wagą dla czynników wskazujących na osłabienie złotego w najbliższym okresie byłby dalszy zakup krajowych obligacji przez inwestorów zagranicznych, jednak po tak znaczącym napływie kapitału w ostatnich tygodniach powinno dojść do korekty.

Tabela 3. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	26/08/2010	III kw. '10	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11
USD/PLN	3,1452	3,15	3,16	3,09	3,03
EUR/PLN	3,9927	4,00	3,98	3,93	3,88
GBP/PLN	4,8819	4,59	4,53	4,42	4,36
CHF/PLN	3,0554	2,98	2,97	2,91	2,83

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek długu

W sierpniu doszło do wyraźnego umocnienia obligacji i spadku stóp rynkowych szczególnie na długim końcu krzywej w reakcji na zachowanie stóp w strefie euro i USA i zwiększone zainteresowanie zagranicznych inwestorów polskimi obligacjami.

Dosyć dobre perspektywy wzrostu w niemieckiej gospodarce i spodziewany przez nas wzrost inflacji przyczyni się do większej skali i szybszych podwyżek stóp niż wycenia rynek. Naszym zdaniem rynek przereagował i istnieje potencjał do wzrostu stóp FRA i IRS oraz niewielkiego wystromienia krzywej obligacji.

Sierpień stał pod znakiem znacznego umocnienia na rynku długu oraz spadku rynkowych stóp procentowych, szczególnie na długim końcu krzywej.

Zagranica napędza umocnienie na rynku długu

Początek miesiąca był dosyć spokojny na rynku długu po niewielkim umocnieniu obligacji w lipcu. Na posiedzeniu Fed w połowie sierpnia, amerykański bank centralny zapowiedział, że stopy procentowe w USA pozostaną na niskim poziomie przez długi czas stwierdzając, że ożywienie gospodarcze w USA będzie słabsze niż wcześniej oczekiwano. Po posiedzeniu Fed wzrosły oczekiwania rynków finansowych na późniejsze zacieśnienie polityki fiskalnej w strefie euro i USA. To zaowocowało spadkiem długoterminowych stóp IRS w USA oraz w strefie euro, co wpłynęło także na krajową krzywą swap, doprowadzając do jej silnego wypłaszczenia. 2-letnie stopy IRS spadły od początku miesiąca o 17 pb do 4,45%, 5-letnie IRS'y spadły o 30 pb do 4,84% a 10-letnie IRS o 46 pb do 4,85%.

Jednocześnie doszło do znacznego umocnienia długoterminowych obligacji na bazowych rynkach długu. To spowodowało wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych polskimi obligacjami na fali poszukiwania papierów skarbowych na świecie oferujących wysokie rentowności. Po silnym wzroście spreadów rentowności między zagranicznymi i krajowymi obligacjami (spread do 10-letnich Bundów na poziomie 340 pb blisko rekordowo wysokiego poziomu z czerwca) ceny polskich papierów skarbowych podobnie jak w innych krajach rozwijających się okazały się bardzo atrakcyjne i doprowadziły do napływu kapitału na polski rynek obligacji. Rentowności 2-letnich obligacji spadły od początku miesiąca o 22 pb do 4,53%, rentowności 5-letnich obligacji spadły o 35 pb do 5,05% a 10-letnich obligacji o 53 pb do 5,35%. Umocnienie na rynku długu nastąpiło mimo wzrostu stawek 5-letnich CDS dla Polski o ok. 10 pb do początku sierpnia do 140 pb.

Spodziewane podwyżki stóp w tym roku

Rynki stopy procentowej są wyjątkowo spójne na scenariusz niewielkiego ożywienia gospodarczego na świecie przy utrzymującej się znacznej niepewności. Nasza prognoza wzrostu gospodarczego na świecie nie zakłada powrotu recesji w największych gospodarkach, ale ożywienie gospodarcze spowolni w Chinach, Japonii i USA i w kolejnych kwartałach nie będzie tak szybkie jak pod koniec 2009 r. i na początku 2010 r. Spodziewamy się, że stopy procentowe w USA zostaną podwyższone pod koniec 2011 r., a strefie euro w III kw. 2011.

Jednocześnie zrewidowaliśmy nasze prognozy wzrostu gospodarczego dla Niemiec w górę o 1,2 pkt. proc. na 2010 r. i 0,7 pkt proc. na 2011 r. Dobre wyniki niemieckiej gospodarki powinny wspierać Polską gospodarkę i co przy zakładanym przez nas scenariuszu inflacyjnym wspiera naszą prognozę wzrostu stóp procentowych NBP.

Większy potencjał do osłabienia obligacji

W związku z tym oczekujemy wystromienia krzywej IRS przy bardzo niskim obecnie spreadzie 10-2 lat na poziomie 40 pb. 10-letni IRS na poziomie 4,85% wycenia średnio 3-4 podwyżki stóp procentowych w ciągu najbliższych 10-lat a 2-letni IRS 2-ie podwyżki stóp w ciągu 2 lat, co jest zdecydowanie poniżej naszego podstawowego scenariusza. Widzimy potencjał do wzrostu stóp IRS i wystromienia krzywej swap, czemu sprzyjać powinny publikowane dane z polskiej gospodarki (wciąż wysoka dynamika produkcji przemysłowej, odreagowanie płac i sprzedaży detalicznej oraz stopniowy wzrost inflacji). Wraz ze wzrostem krzywej IRS może dojść do osłabienia obligacji. Istotny w kontekście rynku obligacji oraz rentowności długoterminowych obligacji może być projekt budżetu na 2011 r., który ma zostać przedstawiony przez rząd do końca września. Naszym zdaniem rząd zdecyduje się zapisać w budżecie na przyszły rok nieco mniejszy deficyt od 45 mld zł zapisanych w Wieloletnim Planie Finansowym do ok. 40 mld zł, o których wspominano wcześniej. Będzie to krok w stronę oczekiwań rynku, jednak naszym zdaniem rząd mógłby się pokusić o większą redukcję deficytu, szczególnie w związku z niepewnością odnośnie planów prywatyzacyjnych PKO BP i PZU w 2011 r., które wg planów rządu miałyby zmniejszyć przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe.

Ryzyko ze strony rynków bazowych

Skala wzrostu stóp rynkowych może być ograniczona przez zachowanie krzywych na rynkach bazowych. Przy utrzymaniu negatywnego nastawienia odnośnie wzrostu gospodarczego na świecie i utrzymaniu niskich rentowności obligacji niemieckich i amerykańskich popyt z zagranicy na polski dług może się utrzymać, biorąc pod uwagę wciąż niższą relacją długu do PKB w porównaniu od innych krajów UE oraz relatywnie dobre perspektywy gospodarki. Jednak naszym zdaniem także na bazowych rynkach jest miejsce do korekty po znacznym umocnieniu w ostatnim czasie.

Oczekujemy, że pod koniec roku rentowności obligacji dwuletnich osiągną 4,80%, a rentowności dziesięcioletnie osiągną 5,65%.

Tabela 4. Prognozy stóp procentowych (wartości na koniec okresu)

	26/08/2010	III kw. '10	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11
Stopa referencyjna	3,50%	3,50%	3,75%	4,25%	4,50%
WIBOR3M	3,81%	3,98%	4,43%	4,56%	4,81%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2009					2010						
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII
Strefa Realna												
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0.1	-1.3	-1.3	9.9	7.4	8.5	9.2	12.5	9.7	13.5	14.3	10.3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-4.4	15.0	1.9	-3.2	-5.4	-5.4	3.1	19.1	-9.2	1.6	6.8	-6.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	0.9	-1.0	-1.1	11.4	8.3	10.1	10.8	13.9	11.1	14.5	15.5	10.9
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	11.0	5.7	2.7	9.9	3.2	-15.3	-24.7	-10.9	-6.3	2.3	9.6	0.8
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	5.2	2.5	2.1	6.3	7.2	2.5	0.1	8.7	-1.6	4.3	6.4	3.9
Stopa bezrobocia (%)	10.8	10.9	11.1	11.4	11.9	12.7	13.0	12.9	12.3	11.9	11.6	11.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-2.2	-2.4	-2.4	-2.2	-1.8	-1.4	-1.1	-0.6	0.0	0.5	1.1	1.4
Ceny												
Inflacja (% r/r)	3.7	3.4	3.1	3.3	3.5	3.5	2.9	2.6	2.4	2.2	2.3	2.0
Inflacja (% m/m)	-0.4	0.0	0.1	0.3	0.0	0.6	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	-0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2.2	1.6	2.0	1.9	2.1	0.2	-2.4	-2.6	-0.4	1.9	2.1	3.9
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.4	-0.2	0.4	-0.4	-0.2	0.4	-0.1	-0.2	1.4	2.0	1.0	0.3
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.0	3.3	2.0	2.3	6.5	0.5	2.9	4.8	3.2	4.8	3.5	2.1
Przepływy zagraniczne												
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-116	-250	-330	-1,376	-1,070	-672	67	-458	-336	-889	-1,004	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.6	-2.1	-1.8	-1.8	-1.6	-1.5	-1.8	-1.9	-1.8	-1.9	-2.2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-420	59	-200	-291	-627	-104	-177	-526	-262	-450	-287	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	7,685	9,428	9,685	9,217	8,000	8,420	9,164	10,309	9,848	9,897	10,656	-
Eksport (% r/r)	-20.6	-17.0	-10.9	1.0	12.6	14.0	20.5	21.5	22.9	24.7	28.6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	8,105	9,369	9,885	9,508	8,627	8,524	9,341	10,835	10,110	10,347	10,943	-
Import (% r/r)	-27.0	-26.8	-20.8	-11.0	-3.3	8.3	21.7	24.6	23.0	29.9	27.8	-
Strefa monetarna*												
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.0	9.6	11.9	8.0	8.1	6.3	5.1	5.5	6.1	7.7	7.1	7.8
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	20.6	19.9	19.3	17.5	15.3	13.0	11.4	9.5	8.9	9.3	9.3	9.4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.7	3.3	3.5	7.0	10.4	6.3	7.8	10.4	13.3	15.0	13.2	12.1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	27.9	26.3	20.4	18.5	12.0	8.6	5.5	5.7	8.4	9.6	13.1	13.7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.6	6.8	3.1	-0.3	-3.3	-5.2	-7.0	-9.0	-7.3	-5.5	-4.4	-3.5
Rynki finansowe												
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
WIBOR 3M (średnio)	4.16	4.17	4.18	4.19	4.23	4.24	4.17	4.13	3.92	3.85	3.86	3.84
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.18	4.18	4.18	4.19	4.27	4.19	4.15	4.10	3.86	3.86	3.87	3.82
Bony 52 tyg. (średnio)	4.49	4.43	4.34	4.26	4.27	3.90	3.89	3.89	3.71	3.91	4.15	4.03
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.11	5.14	5.02	5.10	5.18	4.94	4.92	4.55	4.64	4.68	4.85	4.74
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.66	5.73	5.70	5.69	5.90	5.58	5.48	5.15	5.16	5.29	5.41	5.40
EUR/PLN (koniec okresu)	4.10	4.22	4.24	4.14	4.11	4.06	3.98	3.86	3.90	4.08	4.15	4.01
USD/PLN (koniec okresu)	2.87	2.89	2.86	2.75	2.85	2.91	2.93	2.87	2.93	3.31	3.39	3.07
EUR/USD (koniec okresu)	1.43	1.46	1.47	1.50	1.43	1.39	1.36	1.35	1.33	1.23	1.22	1.30
Wskaźniki fiskalne												
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	15.0	15.6	21.5	24.0	24.4	4.8	16.7	22.7	27.0	32.1	36.8	34.9
Def. budżetowy kum. (% planu)	82.7	57.5	79.0	88.4	89.8	9.3	32.1	43.5	51.8	61.6	70.5	66.9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	254	304	342	426	533	432	456	511
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	925	983	1,060	1,175	1,273	1,342	1,424	1,521
PKB per capita (USD)	6,642	7,970	8,970	11,168	13,982	11,314	11,952	13,399
Populacja (mln)	38.2	38.2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.1	38.1
Stopa bezrobocia (%)	19.5	18.2	14.9	11.2	9.5	11.9	12.0	11.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	3.6	6.2	6.7	5.0	1.8	3.2	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.4	6.5	14.9	17.6	8.2	-0.4	0.4	6.0
Konsumpcja (% r/r)	4.3	2.7	5.2	4.7	6.3	2.1	2.1	3.4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.7	2.1	5.0	5.0	5.9	2.3	2.2	3.5
Eksport (% r/r)	14.0	8.0	14.6	9.1	7.1	-8.0	9.2	8.7
Import (% r/r)	15.8	4.7	17.3	10.9	8.0	-13.5	10.1	10.0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4.3	0.5	1.4	4.0	3.3	3.5	3.1	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	3.6	2.1	1.1	2.5	4.5	3.5	2.7	3.6
Płace nominalne (% r/r)	4.2	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	4.3	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.50	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.75	4.75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.46	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	4.07	4.87
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.13	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	5.40	5.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.01	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	3.16	2.86
USD/PLN (Średnia)	3.65	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.09	3.01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.08	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.98	3.75
EUR/PLN (Średnia)	4.54	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	4.00	3.87
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-10.0	-3.7	-9.4	-20.3	-26.8	-7.2	-11.2	-17.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.0	-1.2	-2.7	-4.8	-5.0	-1.7	-2.5	-3.3
Saldo handlu zagranicznego	-5.6	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.8	-7.4	-12.3
Eksport	81.8	96.5	117.4	145.3	178.7	139.5	154.8	180.3
Import	87.5	99.2	124.5	162.4	204.7	144.3	162.2	192.6
Saldo usług	0.1	0.7	0.7	4.8	5.0	5.4	4.8	6.4
Saldo dochodów	-8.2	-6.7	-9.7	-16.4	-14.2	-14.3	-15.8	-19.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	12.3	7.0	10.7	18.0	11.6	8.5	10.0	9.0
Rezerwy międzynarodowe	36.0	42.2	48.2	65.5	62.2	79.6	93.5	103.0
Amortyzacja	21.3	30.1	23.5	30.2	32.4	24.6	34.7	35.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-5.7	-4.1	-3.6	-1.9	-3.7	-6.6	-6.8	-5.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2.9	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.2	-4.1	-2.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.7	47.5	47.8	44.9	47.0	49.9	52.5	53.4
Dług krajowy	34.5	34.5	35.6	34.3	34.9	36.9	38.9	40.4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 7. Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Realny wzrost PKB (% r/r)	1.8	3.2	3.6	4.8	4.1	3.7
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.7	3.6	2.8	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.7	-2.5	-3.3	-4.2	-4.3	-3.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.75	4.75	5.00	5.00	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.87	3.16	2.86	2.71	2.67	2.67
USD/PLN (Średnia)	3.11	3.09	3.01	2.79	2.67	2.67
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.98	3.75	3.55	3.50	3.50
EUR/PLN (Średnia)	4.33	4.00	3.87	3.63	3.50	3.50

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Kalendarz Publikacji Danych

Tabela 8. Kalendarz Publikacji Danych i

Data	Godzina	Źródło	Wskaźnik lub wydarzenie	Okres	Ostatnie dane
Wrzesień					
10.09.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Lipiec	-1 004 mln EUR
14.09.	14:00	GUS	Inflacja	Sierpień	2,0% r/r
14.09.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Sierpień	7,8% r/r
Ok. 15.09.	-	MF	Wynik budżetu	Sierpień	Deficyt 34,9 mld zł
16.09.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sektor przedsiębiorstw)	Sierpień	2,1% r/r
16.09.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw)	Sierpień	1,4% r/r
17.09.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Sierpień	3,9% r/r
17.09.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Sierpień	10,3% r/r
21.09.	14:00	NBP	Inflacja bazowa	Sierpień	1,2% r/r
23.09.	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Sierpień	11,4%
23.09.	10:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Sierpień	3,9% r/r
28-29.09.	-	NBP	Posiedzenie RPP	Wrzesień	Bez zmian
Październik					
10.10.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Sierpień	-
13.10.	14:00	GUS	Inflacja	Wrzesień	-
14.10.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Wrzesień	-
Ok. 15.10.	-	MF	Wynik budżetu	Wrzesień	-
18.10.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sektor przedsiębiorstw)	Wrzesień	-
18.10.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw)	Wrzesień	-
19.10.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Wrzesień	-
19.10.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Wrzesień	-
20.10.	14:00	NBP	Inflacja bazowa	Wrzesień	-
-	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Wrzesień	-
-	10:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Wrzesień	-
26-27.10.	-	NBP	Posiedzenie RPP	Październik	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz

Główny Ekonomista

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Analitik Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Poland

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie