

29 marca 2013 □ 19 stron

CitiMonthly

W skrócie

- Tym razem w naszym raporcie więcej uwagi poświęcamy próbom pobudzenia gospodarki przez rząd, który sięga po niestandardowe rozwiązania.
- Uruchomienie gwarancji dla małych i średnich przedsiębiorstw może pomóc uniknąć głębszego spowolnienia w kraju. Z kolei program Inwestycje Polskie, choć obiecujący, pierwsze zauważalne efekty przyniesie zapewne dopiero w przyszłym roku.
- Z punktu widzenia konsumpcji, jako pozytywny sygnał można traktować złagodzenie Rekomendacji T. Oczekujemy, że krok ten może przyczynić się do ożywienia konsumpcji dodając do jej wzrostu około 0,5 punktu procentowego pod koniec 2013 roku.
- Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oraz słabe dane z gospodarki publikowane w ostatnich tygodniach spodziewamy się, że po osiągnięciu minimum w pierwszym kwartale, w dalszej części roku wzrost gospodarczy przyspieszy i w całym 2013 r. sięgnie 1,3% r/r. W przyszłym roku spodziewamy się przyspieszenia do 2,8%.
- Spośród wydarzeń minionego miesiąca, na uwagę zasługuje przede wszystkim decyzja RPP o obniżeniu stóp procentowych o 50 pb, a więc w większej skali niż powszechnie zakładano. W naszym podstawowym scenariuszu oczekujemy stabilizacji stóp procentowych na obecnym poziomie, choć dostrzegamy szansę na jeszcze jedną niewielką obniżkę.
- Sądzymy, że utrzymujące się oczekiwania rynku na dalsze obniżki stóp procentowych oraz duże zapadalności długu mogą wspierać ceny obligacji w najbliższych tygodniach, ale oczekujemy wzrostu rentowności w II połowie roku.
- Szybka realizacja potrzeb pożyczkowych może częściowo ograniczyć negatywny wpływ na dług spodziewanej przez nas nowelizacji budżetu i podwyższenia deficytu budżetowego na bieżący rok.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

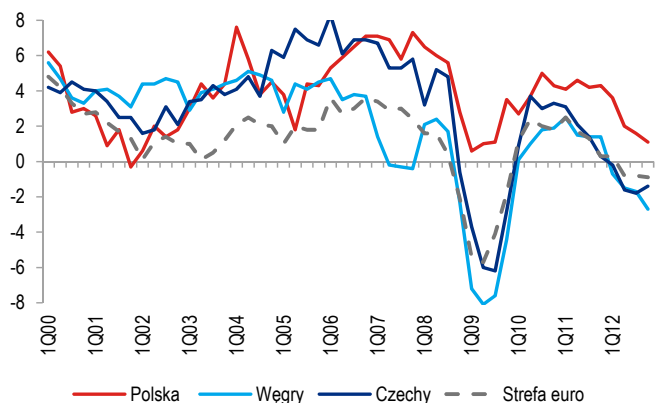
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

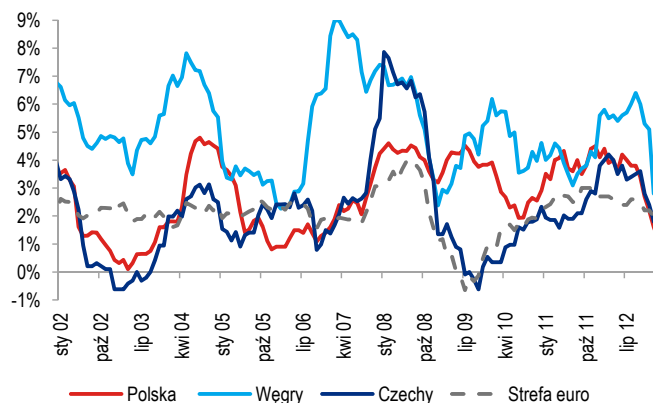
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



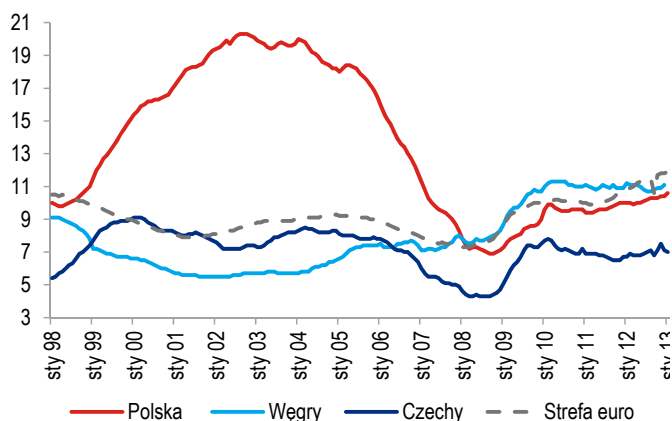
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



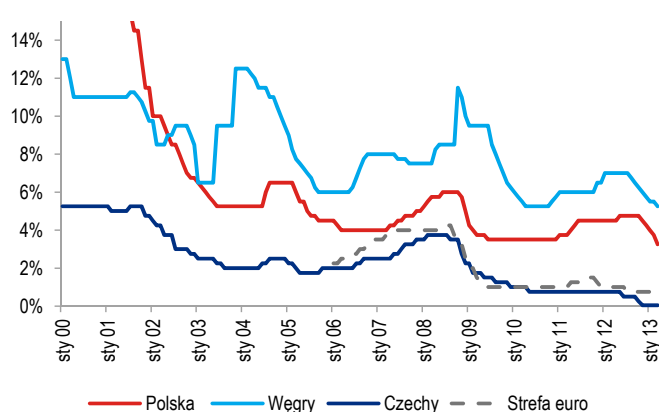
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	3.4	2.7	-3.1	48.0
Węgry	5.4	7.6	-3.4	78.7
Polska	3.5	4.9	-3.4	57.0
Rumunia	3.6	6.6	-2.4	38.1
Kryterium konwergencji	<u>2.7</u>	<u>3.6</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2013, opublikowane w lutym 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.

Temat Miesiąca¹

Jak kreatywnie wesprzeć wzrost?

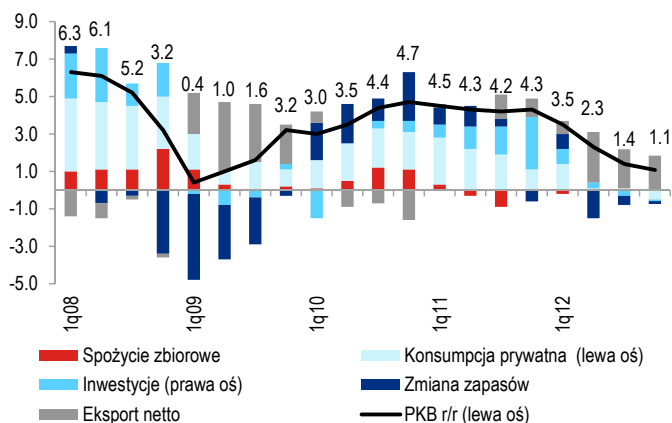
- Uruchomienie gwarancji dla małych i średnich przedsiębiorstw może pomóc uniknąć głębszego spowolnienia w kraju. Z kolei program Inwestycje Polskie, choć obiecujący, pierwsze zauważalne efekty przyniesie zapewne dopiero w przyszłym roku.
- Z punktu widzenia konsumpcji, jako pozytywny sygnał można traktować złagodzenie Rekomendacji T. Oczekujemy, że krok ten może przyczynić się do ożywienia konsumpcji dodając do jej wzrostu około 0,5 punktu procentowego pod koniec 2013 roku.
- Biorąc pod uwagę powyższe czynniki spodziewamy się, że po osiągnięciu minimum w pierwszym kwartale, w dalszej części roku wzrost gospodarczy przyspieszy i w całym 2013 r. sięgnie 1,3% r/r. W przyszłym roku spodziewamy się przyspieszenia do 2,8%.

Mieszanka (zbyt) ostrożnej polityki pieniężnej, zacieśnienia fiskalnego oraz restrykcyjnej polityki regulacyjnej doprowadziła do gwałtownego spowolnienia wzrostu w 2012 roku. Choć polskie władze starają się przeciwdziałać temu spowolnieniu, przestrzeń do prowadzenia antycyklicznej polityki budżetowej jest ograniczona. A to przede wszystkim dlatego, że na skutek wcześniejszego luzowania polityki budżetowej w 2009 i 2010 roku, dług publiczny utrzymuje się obecnie niebezpiecznie blisko zapisanego w polskim prawie progu 55% PKB, po przekroczeniu którego Polska zmuszona byłaby do gwałtownego ograniczenia deficytu. Ponieważ zwiększanie deficytu i długu publicznego nie wydaje się w tych warunkach dostępną opcją, ciężar wspierania gospodarki musi spoczywać gdzie indziej. Biorąc pod uwagę wysoki poziom realnych i nominalnych stóp procentowych, polityka pieniężna wydaje się dysponować odpowiednią amunicją do wspierania gospodarki. Niemniej RPP pokazała w ostatnich tygodniach, że jest niechętna dalszym istotnym obniżkom stóp procentowych i dlatego naszym zdaniem nie należy spodziewać się ze strony polityki monetarnej dalszego znacznego wsparcia dla gospodarki.

Chcąc uniknąć pogorszenia sytuacji fiskalnej, rząd musiał poszukać bardziej kreatywnych sposobów przyspieszenia wzrostu niż tradycyjne cięcia podatków lub ekspansja wydatków. Z tego względu zaproponowano ostatnio rozwiązania, które mogą pobudzać PKB, nie mając niekorzystnego wpływu na deficyt i dług sektora publicznego. Zawierają one między innymi gwarancje dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), finansowanie dużych projektów inwestycyjnych w ramach programu Inwestycje Polskie oraz poluzowanie regulacji dotyczących kredytów dla gospodarstw domowych.

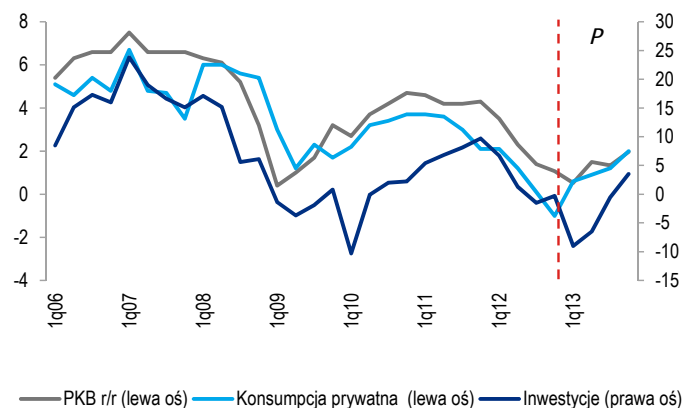
¹ Poniższa sekcja raportu powstała w oparciu o raport „Poland Macro View: How to boost growth creatively?” 27.03.2013.

Wykres 5. Główne składowe wzrostu PKB (kontrybucja do PKB)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Główne składowe wzrostu PKB (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Gwarancje dla MŚP

Program gwarancji dla firm został zaplanowany w ten sposób, aby wesprzeć przedsiębiorstwa MŚP, które potencjalnie zostały najpoważniej dotknięte przez zaostrzenie warunków kredytowych. Gwarancje mają być udzielane przez BGK i mogą wynieść do 30 mld zł, co umożliwiłoby akcję kredytową sięgającą nawet 50 mld zł. Odpowiadałoby to 3,1% PKB, choć efekt byłby rozłożony w czasie (gwarancje mają być dostępne do końca 2013 roku, obejmując jednak swoim zakresem również 2014 rok). Naszym zdaniem większość tej kwoty najprawdopodobniej będzie odzwierciedlać pożyczki, które byłyby i tak udzielone, a więc ich ostateczny wpływ na wzrost gospodarczy powinien być znacznie niższy niż sugerowałyby nominal gwarancji. Naszym zdaniem jednak powyższy instrument może pomóc ograniczyć ryzyko zwiększających się zatorów płatniczych, w ten sposób przyczyniając się do wzrostu gospodarczego.

Biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą wpływu gwarancji na aktywność, w naszych prognozach zakładamy arbitralnie, że około 1/5 wygenerowanej akcji kredytowej będzie odpowiadała zupełnie „nowym” pożyczkom, a reszta będzie odzwierciedlała kredyty, które byłyby i tak udzielone, choć wówczas ryzyko spoczywałoby wyłącznie na bankach. Przy takich założeniach program gwarancji mógłby dodać do wzrostu PKB w 2013 roku około 0,1-0,3 punktu procentowego, w zależności od zainteresowania gwarancjami.

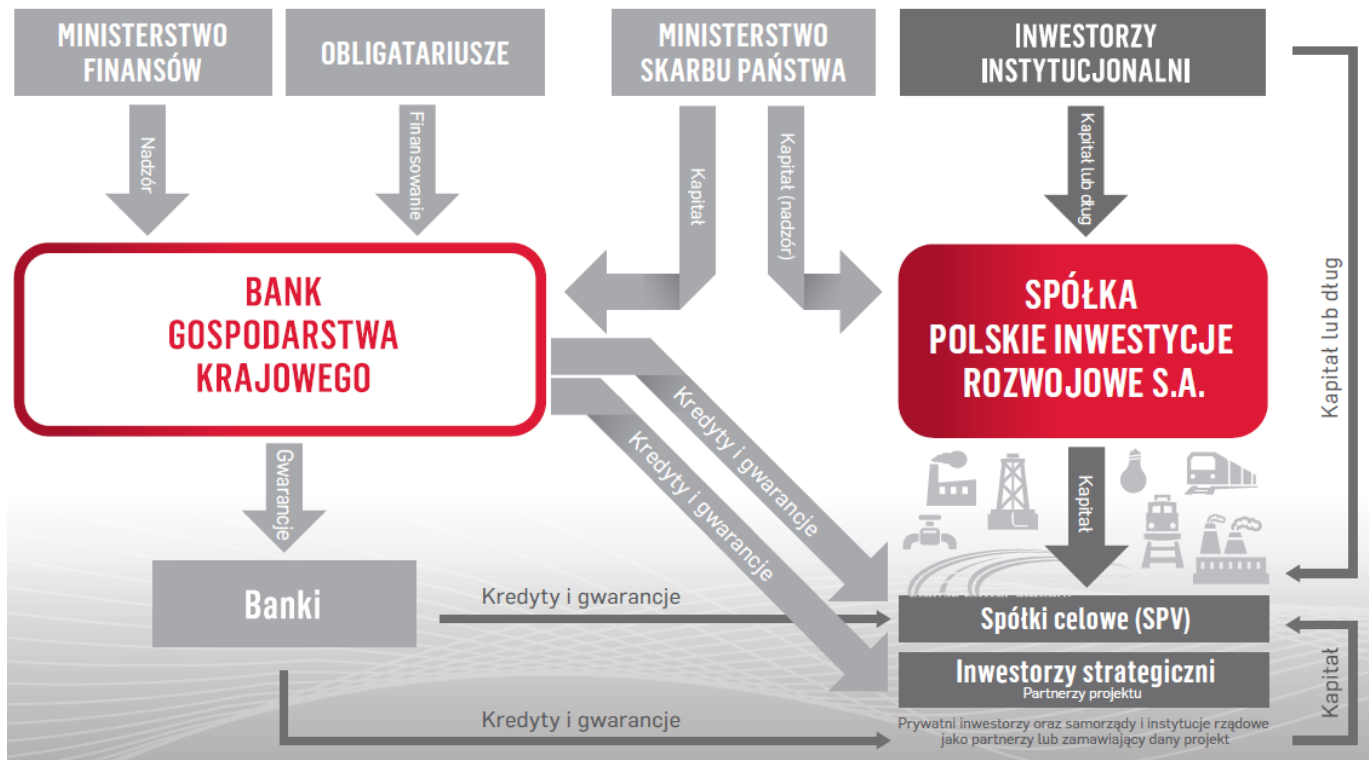
Finansowanie długoterminowych projektów

Poza samymi gwarancjami rząd rozpoczął również program Inwestycji Polskich, który zakłada, że nowa spółka PIR (Polskie Inwestycje Rozwojowe) będzie wspierała finansowanie długoterminowych projektów inwestycyjnych. Potencjalne projekty najprawdopodobniej będą powiązane między innymi z planami inwestycji energetycznych lub infrastrukturalnych i według szacunków rządowych mogą sięgnąć w najbliższych latach 400-500 mld zł (rocznie: 60 mld zł lub 3,7% PKB).

Program zakłada, że oprócz kapitału zapewnionego przez PIR, inwestycje mogą być współfinansowane przez BGK oraz inne banki/inwestorów. Założeniem stojącym u podstaw programu jest to, że prywatni inwestorzy mogą obawiać się ryzyka związanego z długoterminowymi inwestycjami, a

przez to dostępność środków z PIR może okazać się kluczowa w przyciągnięciu prywatnego kapitału. W szczególności PIR oraz BGK mają z założenia wyklądać „pierwszą lub ostatnią złotówkę”, podczas gdy prywatni inwestorzy lub inne banki dostarczają pozostałe kwoty. Spółka PIR została dokapitalizowana za pomocą akcji spółek przeznaczonych do prywatyzacji. Z tego względu cały program powinien okazać się neutralny dla budżetu i poziomu długu publicznego.

Wykres 7. Struktura program Inwestycje Polskie



Źródło: MSP, Citi Handlowy

Biorąc pod uwagę nadzieje, jakie rząd pokłada w Inwestycjach Polskich, zaskakujące może być to, jak mało jest dostępnych informacji na temat potencjalnego wpływu tego programu na wzrost PKB. Według doniesień prasowych, dzięki dokapitalizowaniu bank BGK będzie w stanie wygenerować dodatkowe finansowanie rządu 40 mld zł (2,5% PKB). Te środki powinny częściowo ograniczyć ryzyko, że niektóre projekty mogłyby zostać opóźnione lub anulowane ze względu na brak finansowania z sektora prywatnego. Niemniej biorąc pod uwagę, że spółka PIR została niedawno utworzona, a jej prezes dopiero został powołany, naszym zdaniem może minąć dużo czasu zanim efekty realizowanych inwestycji zaczną się materializować. W naszej prognozie zakładamy, że wzrost gospodarczy w 2013 roku praktycznie nie odczuje efektów PIR, a w przyszłym roku wzrost PKB może być z tego tytułu tylko nieco wyższy (o 0,2 punktu procentowego, z ryzykiem słabszego wyniku).

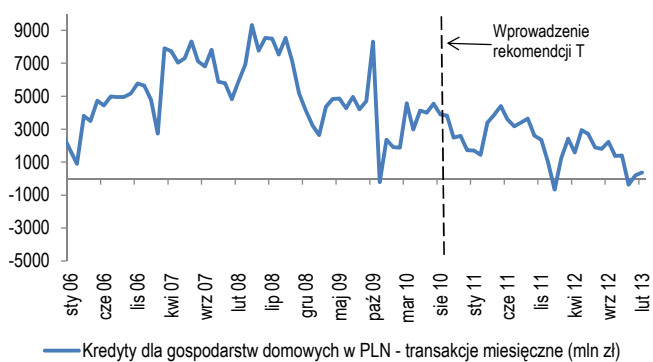
Zmiany regulacyjne

Przykłady kreatywnego wspierania gospodarki nie są ograniczone tylko i wyłącznie do projektów inwestycyjnych, lecz dotyczą również konsumpcji. Wyraźne spowolnienie konsumpcji z pierwszych kwartałów 2012 zamieniło się w istotny spadek konsumpcji w ostatnim kwartale minionego roku. Niemniej jednak niedawna decyzja KNF o złagodzeniu Rekomendacji T,

definiującej dobre praktyki dla banków udzielających kredytów konsumpcyjnych, może pomóc odwrócić te tendencje. Nowe regulacje ułatwiają w szczególności udzielanie kredytów klientom, którzy posiadają dłuższe relacje ze swoim bankiem. Co więcej, po zmianie uproszczone procedury analizy wiarygodności kredytowej mogą być wykorzystywane przez wszystkie banki, a nie tylko te, z dobrą sytuacją płynnościową i kapitałową.

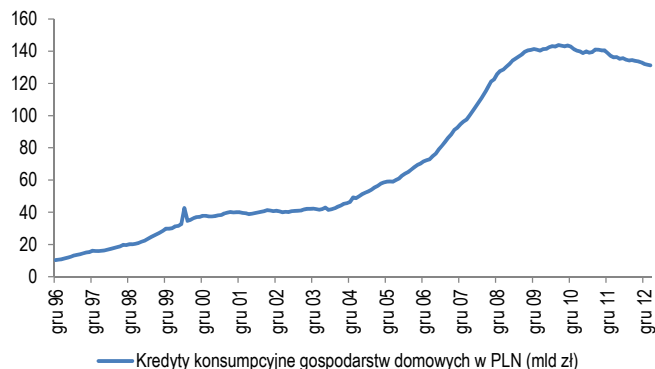
Nowe regulacje czynią pożyczki konsumpcyjne łatwiejszymi do udzielenia i spodziewamy się, że część banków chętnie wykorzysta pojawiające się możliwości. Wciąż nie jest jasne, czy potencjalnie większa podaż kredytu napotka odpowiedni popyt ze strony gospodarstw domowych, które w ostatnich kwartałach stały się ostrożniejsze przy podejmowaniu istotnych decyzji finansowych. Niemniej naszym zdaniem wielu klientów najprawdopodobniej chętnie skorzysta z dostępnych kredytów konsumpcyjnych, przede wszystkim ze względu na: 1) spadek stóp procentowych do rekordowo niskich poziomów; 2) prawdopodobną aktywną akcją reklamową banków oraz 3) fakt, że w przypadku bardzo trudnej sytuacji na rynku pracy kredyty konsumpcyjne umożliwiają wygładzanie konsumpcji. Zakładając, że zmiany rekomendacji T pozwolą na wyhamowanie dotychczasowego trendu spadkowego w kredytach (-6,9 mld zł w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku), konsumpcja mogłaby z tego tytułu wzrosnąć 0,6 punktu procentowego w drugiej połowie 2013.

Wykres 8. Kredyty dla gospodarstw domowych przed I po wprowadzeniu rekomendacji T (miesięczne transakcje)



Źródło: NBP, Citi Research

Wykres 9. Od wprowadzenia nowych regulacji w 2010 r., kredyty konsumpcyjne stopniowo spadały



Źródło: NBP, Citi Research

Co to oznacza dla wzrostu PKB?

Choć ostatnie dane makroekonomiczne wskazują na wciąż bardzo słabe tempo wzrostu gospodarczego, spodziewamy się jego przyspieszenia w drugiej połowie roku. Od dłuższego czasu nasze prognozy należały do najbardziej pesymistycznych na rynku – jeszcze pod koniec 2011 roku skorygowaliśmy nasze prognozy PKB na 2012 rok do poziomu 1,9%, podczas gdy konsensus rynkowy kształtował się znacznie powyżej 3% (ostatecznie wzrost wyniósł 2%). Również nasze oczekiwania dotyczące wzrostu w bieżącym roku przez długi okres utrzymywały się wyraźnie poniżej konsensusu. W ostatnich miesiącach jednak prognozy rynkowe zostały obniżone i obecnie są bardzo zbliżone do naszych oczekiwań. Chociaż wciąż dostrzegamy pewne zagrożenie gorszym od spodziewanego

wynikiem wzrostu gospodarczego, naszym zdaniem tym razem potencjał dla negatywnych niespodzianek jest zdecydowanie mniejszy niż jeszcze kilka kwartałów temu.

Jeżeli chodzi o składowe PKB, obecnie jesteśmy umiarkowanie optymistyczni, co do perspektyw konsumpcji w 2013 roku. Jak podkreślaliśmy powyżej, rozluźnienie regulacji kredytowych powinno mieć pewien pozytywny wpływ na dynamikę konsumpcji. Drugim czynnikiem wspierającym popyt konsumpcyjny może być niższa od wcześniejszych oczekiwań inflacja. Według naszych najnowszych szacunków średnioroczna inflacja w 2013 może wynieść 1,5%, wobec 2,2% zakładanych jeszcze cztery miesiące temu. Ta pozytywna „niespodzianka” oznaczałaby, że przy takim samym wzroście nominalnych dochodów, realne dochody rosłyby w tempie o 0,7 pp szybszym. Nawet zakładając nieco niższą niż zazwyczaj skłonność do konsumpcji, mogłoby to dodać około 0,5 pp do dynamiki konsumpcji. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że spożycie indywidualne w całym roku wzrośnie o około 1%, wobec prognoz banku centralnego na poziomie 0,5%.

Jeżeli chodzi o inwestycje, spodziewamy się ich umiarkowanego spadku o 3-4% r/r w 2013 roku, przede wszystkim pod wpływem ponad 10% spadku inwestycji publicznych. Zakładamy, że działania podjęte przez rząd (w tym otworzenie drogi dla gwarancji dla sektora MŚP) mogą mieć pozytywny wpływ na nastroje wśród przedsiębiorców i powinny pomóc ograniczyć problem zatorów płatniczych. Niemniej jesteśmy bardziej sceptyczni, jeżeli chodzi o oczekiwania bezpośredniego przełożenia się tych programów na wzrost aktywności inwestycyjnej.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, a także dotychczasowe obniżki stóp procentowych, oczekujemy, że wzrost gospodarczy odnotuje minimum (+0,7% r/r) w I kwartale, a następnie zauważalnie przyspieszy. Szacujemy, że w całym 2013 roku wzrost gospodarczy sięgnie 1,3% r/r, a w 2014 roku przyspieszy do 2,8%.

Gospodarka w skrócie²

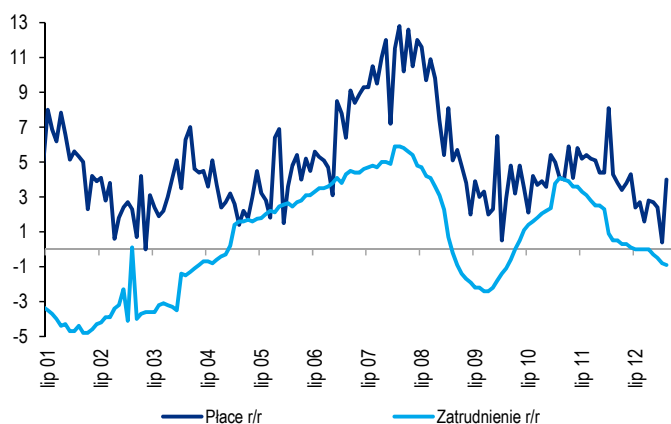
Gospodarka wciąż słaba

- Dane z krajowej gospodarki publikowane w ostatnim czasie w większości okazały się niższe od oczekiwań i sygnalizują kontynuację spowolnienia gospodarczego w I kwartale.
- Spośród wydarzeń minionego miesiąca, na uwagę zasługuje przede wszystkim decyzja RPP o obniżeniu stóp procentowych o 50 pb, a więc głębiej niż powszechnie zakładano. W naszym podstawowym scenariuszu oczekujemy stabilizacji stóp procentowych na obecnym poziomie, choć dostrzegamy szansę na jeszcze jedną niewielką obniżkę.
- Szybka realizacja potrzeb pożyczkowych może częściowo ograniczyć negatywny efekt spodziewanej przez nas nowelizacji budżetu i podwyższenia deficytu budżetowego na bieżący rok

Dane z gospodarki wciąż stosunkowo słabe

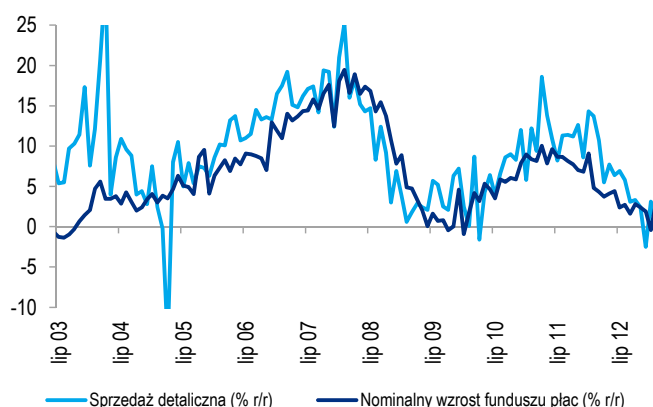
Najnowsze dane pokazały, że po wyjątkowo słabym styczniu, przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lutym o 4% r/r. Samo przyspieszenie płac było oczekiwane przez nas oraz konsensus rynkowy, przede wszystkim ze względu na bardzo niską bazę odniesienia związaną z przesunięciem płatności wynagrodzeń na początku 2012 (efekt podwyżki składki rentowej). Niemniej skala wzrostu płac okazała się i tak większa od oczekiwań. Jednocześnie przeciętne zatrudnienie obniżyło się w lutym o 0,8%, nieco mniej niż oczekiwaliśmy. Choć dane za luty zaskoczyły nieznacznie w górę, to nie zmieniły naszej ogólnej oceny sytuacji na rynku pracy, którą uznajemy za wciąż słabą.

Wykres 10. Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 11. Sprzedaż detaliczna i nominalny fundusz płac



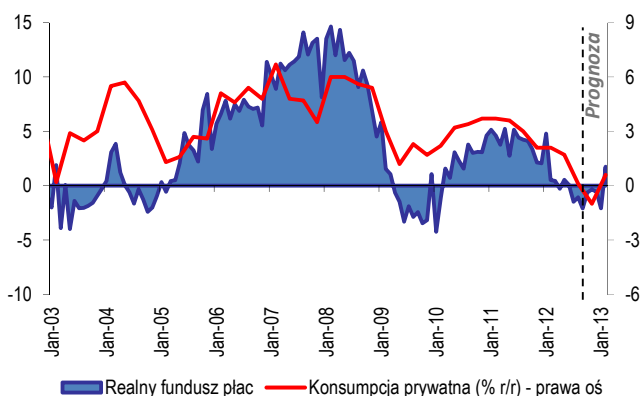
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport *EMMSO* z dnia 21.03.2013.

Sprzedaż detaliczna spadła o 0,8% r/r wobec wzrostu o 3,1% r/r w styczniu, co było poniżej oczekiwań rynkowych (0,7% r/r) oraz naszej prognozy (3,1%). Do spowolnienia sprzedaży ogółem przyczynił się przede wszystkim wyraźny spadek tempa wzrostu sprzedaży samochodów (do -1,9% r/r z 11,9% r/r w styczniu), sprzedaży paliw (do -7% r/r z 0,9% r/r w styczniu) oraz pozostałej sprzedaży w sklepach niewyspecjalizowanych (-5,2% r/r z 16,5% r/r w styczniu). Do spowolnienia sprzedaży przyczynił się także spadek inflacji w lutym do 1,3% r/r z 1,7% r/r w styczniu.

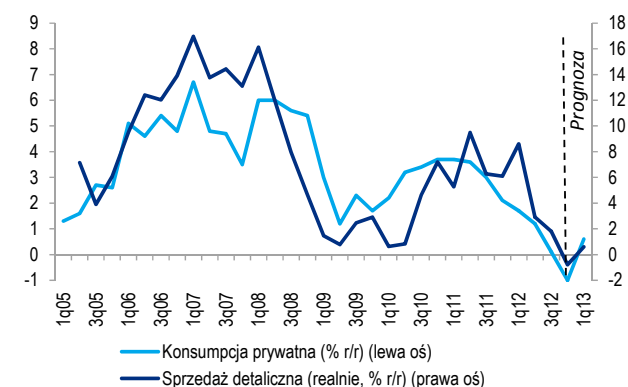
Naszym zdaniem konsumpcja prywatna mimo pewnego odreagowania pozostaje słaba, ale kolejne kwartały powinny przynieść stopniowe ożywienie. Warunki na rynku pracy wciąż pozostają słabe i utrzymuje się niepewność odnośnie przyszłego wzrostu gospodarczego, co przekłada się na decyzje o wydatkach gospodarstw domowych i ogranicza konsumpcję. Jednak, choć wzrost nominalnego funduszu płac spowolnił do 1,3% r/r w okresie styczeń luty z 2,3% r/r w IV kw. 2012, a nominalny wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył odpowiednio jedynie do 1,2% r/r z 1,1% r/r, to po uwzględnieniu inflacji w ujęciu realnym te miary przedstawiają się już korzystniej. Realny fundusz płac przyspieszył w okresie styczeń-luty do -0,2% r/r z -0,5% r/r w IV kwartale ub.r., z kolei realny wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 0,6% r/r z -0,8% r/r. Tym samym podtrzymujemy prognozę odreagowania konsumpcji prywatnej w I kwartale do ok. 0,5% r/r wobec spadku o 1% r/r w IV kwartale.

Wykres 12. Realny fundusz płac



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 13. Realny wzrost sprzedaży detalicznej i konsumpcja prywatna

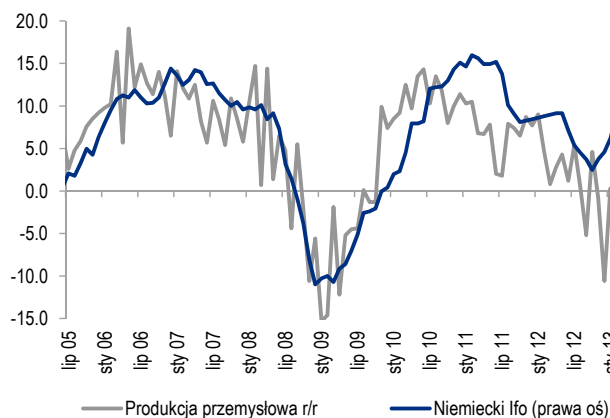


Źródło: NBP, Citi Handlowy.

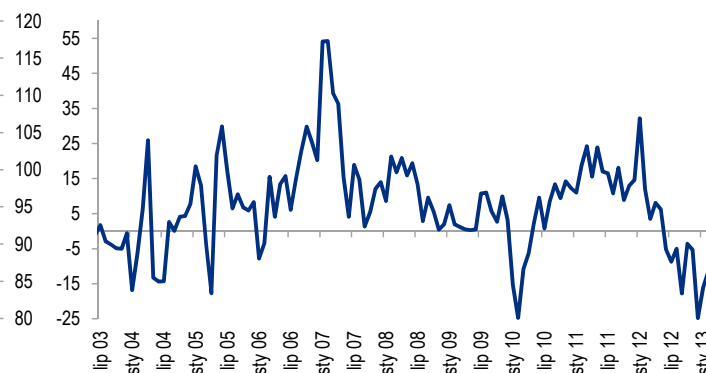
Również produkcja przemysłowa zaskoczyła negatywnie, spadając o 2,1% r/r, co stanowi wyraźne pogorszenie po styczniowym niewielkim wzroście. Dokładniejsze rozbięcie danych pokazuje, że spowolnieniu w przetwórstwie przemysłowym towarzyszyło również wyraźne pogorszenie dynamiki w sekcji wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i gorącą wodę. W znacznym stopniu wynikało ono z czynników kalendarzowych (różnica w liczbie dni roboczych), choć również po wyeliminowaniu tych czynników produkcja przemysłowa pogłębiła spadek do 2,4% r/r. Z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, negatywnym czynnikiem jest również informacja o głębszym od zakładanego spadku produkcji budowlano-montażowej. Według GUS spadła ona o 11,4% w lutym, wobec 16,1% spadku w styczniu.

Spodziewamy się niskiej dynamiki produkcji przemysłowej również w najbliższych miesiącach, choć druga połowa roku powinna przynieść już zauważalną poprawę. Indeks koniunktury PMI od kilku miesięcy notuje powolne wzrosty (z dołka odnotowanego pół roku temu na poziomie 47), sugerując nieco wolniejszy spadek aktywności w przemyśle. Jeżeli sytuacja w Niemczech będzie wciąż się stopniowo poprawiać i przełoży się na wzrost zamówień na polskie produkty, produkcja powinna „odczuć” to w połowie roku.

Wykres 14. Produkcja przemysłowa i niemiecki indeks Ifo Wykres 15. Produkcja budowlana (% r/r)



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Deficyt obrotów bieżących wzrósł w styczniu do ok. 1,5 mld € z 1,2 mld € w grudniu. W styczniu nastąpił znaczny sezonowy spadek napływu środków unijnych na rachunek transferów. Ponadto, salda na rachunkach usług i dochodów były gorsze od naszych prognoz. Jednak ten efekt został w sporej części zniwelowany przez znacznie lepszy wynik w handlu zagranicznym. W styczniu bilans handlowy poprawił się z -423 mln € do 5 mln € za sprawą zarówno duże lepszego od oczekiwań eksportu jak również słabszego od prognoz importu. Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących obniżył się do 3,4% PKB i oczekujemy dalszego spadku poniżej 3% PKB do końca roku.

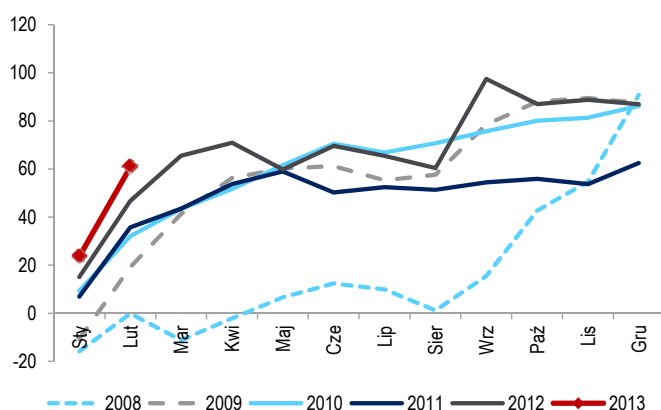
Oczekujemy rewizji deficytu budżetowego w górę

Realizacja deficytu budżetowego po lutym wyniosła 61% rocznego planu (tj. 21,7 mld zł), co jest najwyższą wartością w ostatnich latach. Szybka realizacja deficytu wynikała ze słabej realizacji dochodów budżetowych (14,3% planu) oraz przyspieszonej realizacji wydatków (19,3% planu). Dochody z tytułu podatków pośrednich spadły w ujęciu rocznym o ok. 18%. Z kolei po stronie wydatkowej nastąpiło przyspieszenie realizacji subsydiów i dotacji dla FUS (10,7 mld zł, tj. 29% rocznego planu) i samorządów (14 mld zł, tj. 27,3% planu) oraz płatności odsetek z tytułu długu zagranicznego.

Spodziewamy się rewizji deficytu budżetowego w ciągu roku i negatywnego wpływu na rynek długu, choć podtrzymujemy prognozę deficytu sektora finansów publicznych na poziomie ok. 3,5% PKB. Dane o deficycie budżetowym za pierwsze dwa miesiące potwierdziły negatywny wpływ słabych wyników konsumpcji prywatnej oraz bardzo niskiej inflacji na dochody budżetu. Minister finansów Jacek Rostowski zasugerował, że wyniki budżetu w marcu były trochę lepsze niż w lutym,

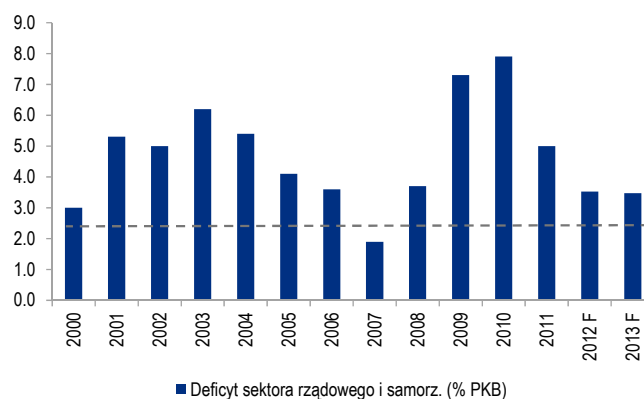
ale przyznał, że jeśli będzie taka potrzeba to Ministerstwo Finansów będzie gotowe znowelizować budżet. Uważamy, że założenia budżetu zakładające wzrost dochodów o 4,1% r/r wobec 3,6% w 2012 r., a szczególnie dochodów z tytułu podatków pośrednich o 5,7% r/r wobec 0,9% r/r w 2012 są mało realistyczne. Tym samym podtrzymujemy oczekiwania na rewizję deficytu budżetowego o ok. 10-15 mld zł. Jednak do tego czasu resort finansów będzie chciał zrealizować jak najwięcej z potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok przy ok. 60% zrealizowanych dotychczas. Biorąc pod uwagę plan podaży długu przedstawiony przez resort finansów na II kwartał sądzimy, że na koniec czerwca Ministerstwo Finansów zrealizuje ok. 80-85% potrzeb pożyczkowych. Mimo rewizji budżetu centralnego zakładamy stabilizację deficytu sektora finansów publicznych na poziomie ok. 3,5% r/r PKB.

Wykres 16. Realizacja deficytu budżetowego (% planu rocznego)



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 17. Prognoza deficytu sektora finansów publicznych



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Inflacja spadnie w okolice 1% r/r

Inflacja obniżyła się w lutym do 1,3% r/r z 1,7% r/r w styczniu, poniżej rynkowego konsensusu oraz naszej prognozy na poziomie 1,5% r/r. Zaskoczenie wynikało przede wszystkim z bardzo niskiego tempa wzrostu cen żywności (pierwszy spadek w lutym od 2005 r.) oraz znacznego spadku cen w kategorii łączność (-3% m/m). Wzrost cen był nieco mniejszy niż zakładaliśmy także w większości pozostałych kategorii. W przeciwieństwie do oczekiwań efekt zmian wag w koszyku CPI na inflację był minimalny.

Tabela 2. Wagi w koszyku CPI (%)

Rok	żywność i napoje bezalk.	napoje alk. i wyr.tyton.	odzież i obuwie	użytk. mieszkania i nośniki energii	wypos. mieszkania i prowadz. gosp. dom.	zdrowie	transport	łączność	rekreacja i kultura	edukacja	restauracje i hotele	inne towary i usługi
2012 (%)	24.2	6.1	4.9	21.3	4.6	5.0	9.1	4.3	7.8	1.2	6.4	5.1
2013 (%)	24.3	6.3	4.8	20.8	4.6	5.0	9.4	4.1	7.9	1.2	6.4	5.1
Zmiana (pkt proc.)	0.1	0.2	-0.1	-0.5	0.0	0.0	0.3	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0

Źródło: Reuters, GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Nasza aktualna prognoza inflacji wskazuje na jej spadek w okolice 1% r/r w kwietniu. Oczekujemy odreagowania inflacji w drugiej połowie roku w kierunku 2% r/r na koniec tego roku. Jednocześnie szacujemy, że średnioroczna inflacja wyniesie w tym roku ok. 1,5% r/r, co jest poniżej celu inflacyjnego RPP, ale zgodne z najnowszą projekcją NBP. Niska inflacja jest wynikiem zarówno minimalnej presji popytowej (bank centralny oczekuje w najnowszej projekcji utrzymania ujemnej luki popytowej w 2013 r. na poziomie -1,6% PKB, w 2014 r. na poziomie -1,8% PKB a w 2015 r. na poziomie -1,5% PKB) jak i korzystnymi efektami bazy. Jednak w przeciwieństwie do projekcji NBP oczekujemy wzrostu inflacji w stronę celu inflacyjnego w 2014 r. zakładając brak redukcji stawki VAT w 2014 r. w związku z niechęcią rządu do rezygnacji z dodatkowych dochodów, co w ostatnich komentarzach potwierdził premier.

Wykres 18. Prognoza nominalnych i realnych stóp procentowych

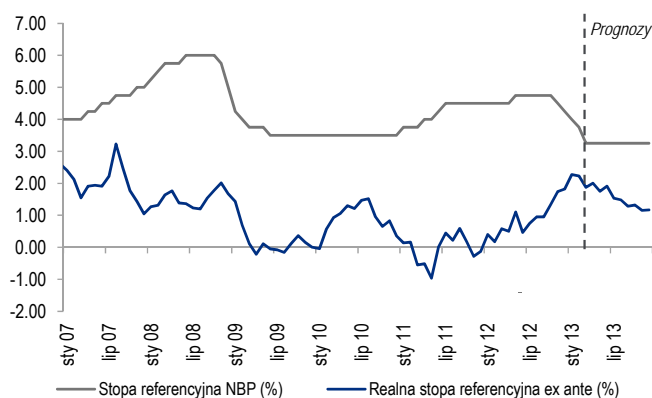


Tabela 3. Projekcje NBP vs. oczekiwania Citi i rynku

		Projekcja listopadowa NBP	Projekcja marcowa NBP	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy (Reuters)
PKB (%r/r)	2013	1,5	1,3	1,3	1,5
	2014	2,3	2,6	2,8	2,8
	2015		3,2	3,3	3,2
CPI (%r/r)	2013	2,5	1,6	1,8	1,9
	2014	1,6	1,6	2,4	2,5
	2015		1,6	2,5	2,5

Źródło: Reuters, GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

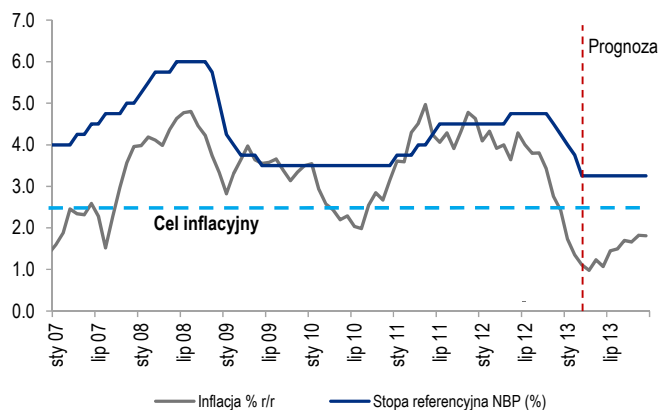
Źródło: Reuters, GUS, prognoza Citi Handlowy.

Oczekujemy utrzymania stóp bez zmian

Zaskakująca obniżka stóp o 50 pb w marcu najprawdopodobniej zakończyła cykl łagodzenia polityki pieniężnej, choć jeszcze jedna dostosowawcza obniżka stóp nie może być wykluczona, gdyby dane z gospodarki zaskoczyły w dół. W marcu Rada Polityki Pieniężnej zaskoczyła wszystkich uczestników rynku obniżając stóp procentowe o 50 pb do rekordowo niskiego poziomu 3,25%. Zaskoczenie wynikało z faktu, że od początku kadencji Rady jej członkowie wielokrotnie sugerowali, że ruchy stóp procentowych w większej niż 25 pb skali są nieadekwatne w sytuacji polskiej gospodarki, która nie doświadcza kryzysu gospodarczego, a jedynie przechodzi poszczególne fazy standardowego cyklu koniunkturalnego. Co więcej w ostatnich miesiącach nastąpiła zmiana retoryki Rady, zarówno w komunikacie, jak i komentarzach poszczególnych jej członków na coraz mniej gołębią, która sygnalizowała coraz mniejszą przestrzeń do obniżek stóp procentowych oraz zbliżającą się pauzę w łagodzeniu polityki pieniężnej. Po obniżce stóp w marcu RPP zaszyfrowała koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej oraz zmianę podejścia na „poczekamy-zobaczymy”. Rada nie zamknęła definitywnie drzwi do dalszych obniżek stóp procentowych, jednak byłyby one możliwe jedynie w przypadku, gdyby dane z gospodarki znacząco zaskakiwały w dół lub gdyby inflacja CPI trwale spadła poniżej celu NBP. Mimo kolejnego

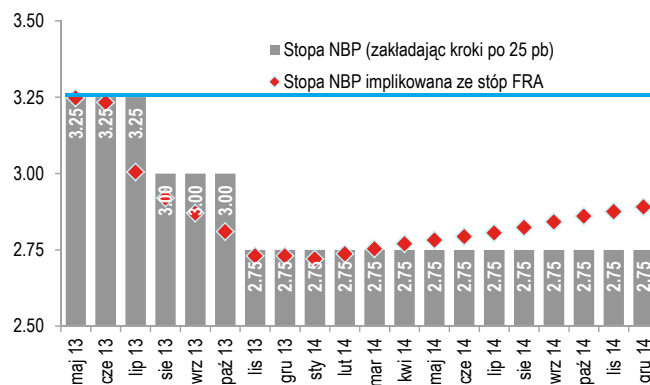
rozczarowania w komunikacji RPP z rynkiem sądzimy, że decyzja o obniżce stóp procentowych do najniższego poziomu w historii była korzystna dla gospodarki i traktujemy ją, jako próbę rehabilitacji za strony RPP oraz nadrobienia straconego czasu.

Wykres 19. Prognoza inflacji i stopy referencyjnej



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 20. Implikowana stopa NBP ze stawek FRA



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Rentowności obligacji wzrosną w II-jej połowie roku

Sądzimy, że utrzymujące się oczekiwania rynku na dalsze obniżki stóp procentowych oraz duże zapadalności długu mogą wspierać ceny obligacji w najbliższych tygodniach, ale oczekujemy wzrostu rentowności w II połowie roku. Pozostawienie otwartych drzwi do obniżek stóp procentowych oraz dalszy spadek inflacji utrzymuje oczekiwania rynku na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej (obecnie rynek wycenia obniżki stopy referencyjnej o 50 pb do 2,75%), co pozytywnie wpływa na dług. Ponadto wsparciem dla rynku długu jest wysoka realizacja potrzeb pożyczkowych (ok. 60% rocznego planu na poziomie 145 mld zł) jak również znaczne zapadalności papierów skarbowych w najbliższych tygodniach, które do końca kwietnia przewyższą emisję resortu finansów o ok. 7-15 mld zł, co może zwiększyć popyt na obligacje na rynku wtórnym. Jednak nasz podstawowy scenariusz wciąż zakłada stabilizację stóp na obecnym poziomie (z prawdopodobieństwem 2/3) oraz nowelizację budżetu w trakcie roku. Takie środowisko najprawdopodobniej zwiększy presję na wzrost rentowności obligacji w drugiej połowie roku. Ponadto długi koniec krzywej rentowności powinien znaleźć się pod presją w związku z oczekiwanym wzrostem rentowności w USA.

Tabela 4. Prognozy stóp procentowych (na koniec kwartału)

	28/03	II kw 13	III kw 13	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14
Stopa NBP	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	3,39	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
5-letnie obligacje	3,45	3,55	3,75	3,90	4,05	4,20
10-letnie obligacje	3,93	4,07	4,31	4,45	4,55	4,70
10-letnie Treasuries (US)	1,85	2,05	2,30	2,60	2,85	3,00
Stopa EBC	0,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25
10-letnie Bundy (DE)	1,29	1,40	1,65	1,55	1,35	1,55

Źródło: Prognozy Citi Research.

Oczekujemy niewielkiego osłabienia złotego w kolejnych miesiącach.

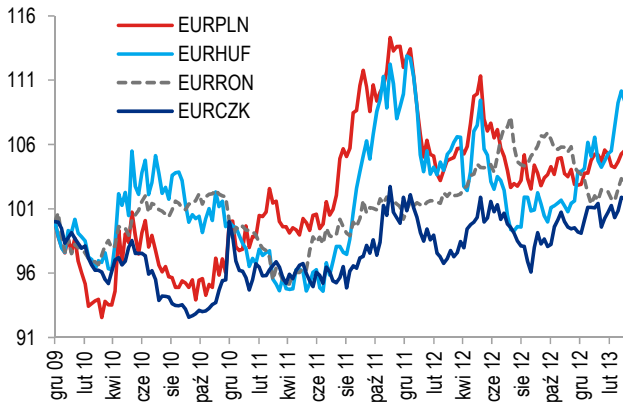
Sądzimy, że stosunkowo niewielka reakcja złotego na większą od prognoz obniżkę stóp procentowych w marcu oraz wyniki wyborów parlamentarnych we Włoszech i sytuację na Cyprze jak również poprawiające się perspektywy krajowej gospodarki (szczególnie w II połowie roku) mogą ograniczyć przestrzeń do osłabienia złotego w tym roku). Jednak wciąż oczekujemy wzrostu kursu EUR/PLN do 4,25 do końca roku biorąc pod uwagę osłabienie wzrostu gospodarczego w porównaniu do 2012 r. oraz oczekiwane osłabienie euro wobec dolara przy utrzymaniu obaw o wzrost gospodarczy w strefie euro w kolejnych kwartałach.

Tabela 5. Prognozy wybranych par walutowych (na koniec kwartału)

	28/03	II kw 13	III kw 13	IV kw. 13	I kw 14	II kw 14	III kw 14	IV kw 14
EURUSD	1,2860	1,30	1,30	1,29	1,29	1,29	1,30	1,30
USDJPY	94,1	99	98	97	95	94	93	91
EURCHF	1,216	1,25	1,25	1,25	1,26	1,27	1,28	1,29
EURGBP	0,845	0,88	0,90	0,91	0,90	0,88	0,87	0,86
EURCZK	25,78	25,89	26,01	26,04	25,73	25,41	25,08	24,76
EURHUF	304,4	307	303	300	298	296	294	292
EURPLN	4,1768	4,18	4,22	4,24	4,17	4,10	4,03	3,96

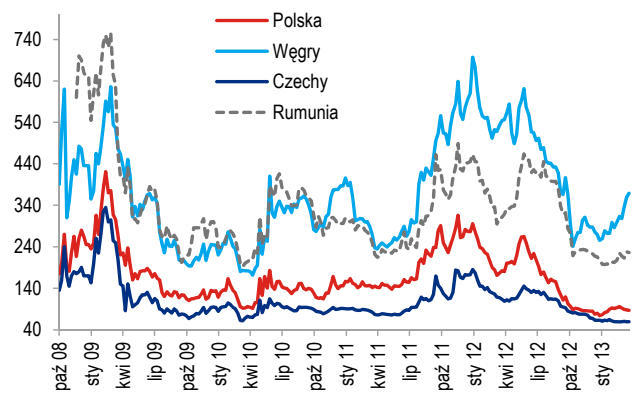
Źródło: Prognozy Citi Research.

Wykres 21. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



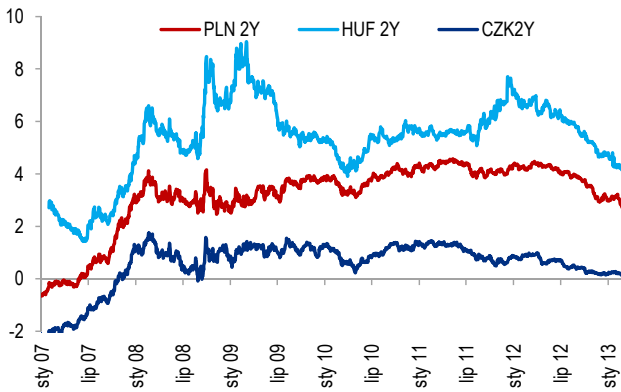
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Stawki CDS (5-letnie)



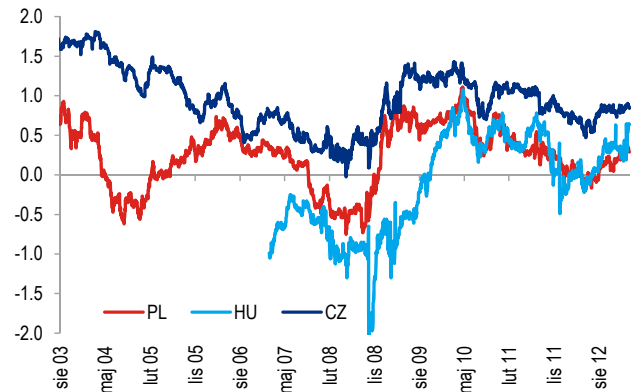
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 23. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



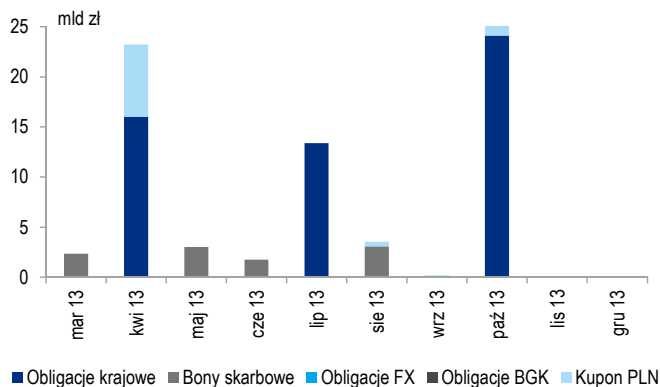
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



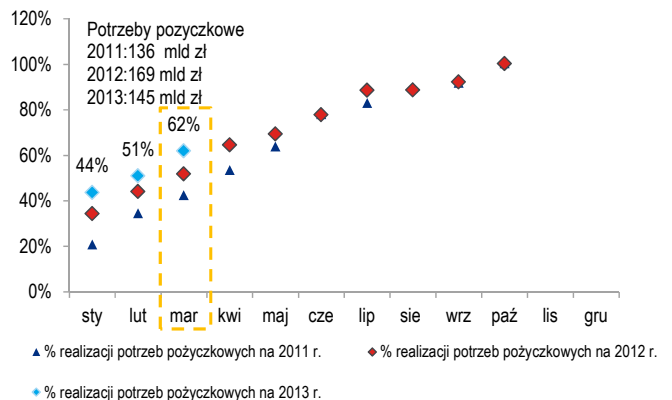
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 25. Profil zapadalności papierów skarbowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów, stan na dzień 28.3.2013.

Wykres 26. Realizacja potrzeb pożyczkowych (% planu rocznego)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy. Realizacja potrzeb pożyczkowych według stanu na dzień 28.3.2013 r.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 6. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2012												2013	
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4.6	0.8	2.8	4.3	1.2	5.4	0.5	-5.2	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-0.8	10.7	-7.6	4.2	-2.0	-2.1	-0.7	6.1	7.8	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5.0	1.1	3.0	5.0	1.8	6.0	0.7	-5.6	4.6	-1.1	-12.2	-0.4	-1.9	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	12.0	3.5	8.1	6.2	-5.2	-8.7	-5.0	-17.8	-3.6	-5.3	-24.8	-16.1	-11.4	
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	13.7	10.7	5.5	7.7	6.4	6.9	5.8	3.1	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	
Stopa bezrobocia (%)	13.5	13.3	12.9	12.6	12.4	12.3	12.4	12.4	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	4.3	3.9	4.0	3.6	4.3	4.0	3.8	3.8	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	
Inflacja (% m/m)	0.4	0.5	0.6	0.2	0.2	-0.5	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	6.0	4.4	4.4	5.2	4.4	3.6	3.0	1.8	1.0	-0.1	-1.1	-1.2	-0.4	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.5	0.1	0.7	0.4	-0.5	-0.4	0.0	0.5	-0.7	-0.2	-0.6	0.1	0.3	
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.3	3.8	3.4	3.8	4.3	2.4	2.7	1.6	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,909	-585	-655	-454	-1,092	-1,005	-901	-1,457	-755	-1,477	-1,204	-1,546	-	
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-5.3	-5.1	-4.9	-4.9	-4.6	-4.4	-4.2	-4.1	-3.7	-3.8	-3.5	-3.4	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-883	-544	-420	-846	-372	-367	-98	44	221	-382	-1212	5	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	11,717	12,755	11,821	12,019	11,891	12,097	11,954	12,518	14,143	13,022	10,640	12,178	-	
Eksport (% r/r)	4.4	2.5	2.4	-1.6	0.6	9.8	3.7	-0.8	15.4	7.8	-0.2	7.3	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	12,600	13,299	12,241	12,865	12,263	12,464	12,052	12,474	13,922	13,404	11,852	12,173	-	
Import (% r/r)	5.6	1.5	-3.3	-2.0	-5.3	2.1	-3.2	-3.2	7.5	4.3	0.4	1.1	-	
Strefa monetarna*														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	12.5	9.3	10.3	11.3	11.1	11.1	9.8	7.6	8.0	5.7	4.5	4.4	5.6	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	13.4	12.3	11.9	13.0	13.1	12.4	11.9	10.3	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.5	7.9	4.2	4.7	2.4	4.1	2.0	-2.7	-1.2	-7.3	-7.6	-6.6	-5.7	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	9.5	9.7	10.0	9.7	7.5	3.6	3.5	1.2	1.8	-0.2	0.2	2.0	2.8	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	14.8	15.0	13.3	14.1	12.1	10.7	10.6	7.7	6.5	2.8	1.5	2.7	3.0	
Rynki finansowe														
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	
WIBOR 3M (średnio)	4.75	4.72	4.71	4.86	4.91	4.91	4.90	4.90	4.83	4.62	4.35	4.13	3.86	
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.74	4.72	4.72	4.92	4.91	4.91	4.90	4.89	4.78	4.51	4.22	4.03	3.81	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.45	4.50	4.63	4.81	4.80	4.55	4.12	4.01	3.61	3.06	3.06	3.41	3.46	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.67	4.61	4.70	4.80	4.63	4.21	4.09	4.05	3.91	3.40	3.15	3.25	3.48	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.86	4.86	4.88	5.04	4.73	4.42	4.34	4.19	4.10	3.60	3.22	3.48	3.63	
EUR/PLN (koniec okresu)	4.14	4.16	4.18	4.39	4.26	4.11	4.18	4.15	4.15	4.11	4.07	4.19	4.17	
USD/PLN (koniec okresu)	3.07	3.12	3.17	3.54	3.39	3.34	3.34	3.22	3.21	3.16	3.08	3.09	3.18	
EUR/USD (koniec okresu)	1.35	1.33	1.32	1.24	1.26	1.23	1.25	1.29	1.29	1.30	1.32	1.36	1.31	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	16.4	23.0	24.8	20.9	24.3	22.9	21.1	34.1	30.5	31.1	30.4	8.4	21.7	
Def. budżetowy kum. (% planu)	46.8	65.6	70.9	59.8	69.6	65.5	60.4	97.5	87.0%	88.8%	86.9%	23.7%	60.9%	

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 7. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	490	509	553
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,596	1,644	1,734
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,361	12,724	13,208	14,358
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.0	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	0.6	-3.1	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.8	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.5	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.0	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.47	3.97
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.40	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.29	3.05
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.21	3.17
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	3.96
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-26.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.2	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.3	35.5	35.3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 8. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.3	2.0	1.3	2.8	3.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	1.5	2.4	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5	-4.0	-4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	3.25	3.50	4.50	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.29	3.05	2.95	2.89
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.21	3.17	3.00	2.92
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.24	3.96	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.19	4.10	3.93	3.90

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 jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.