

18 marca 2013 □ 9 stron

CitiWeekly

Kolejne słabe dane w kraju, Fed bez zmian

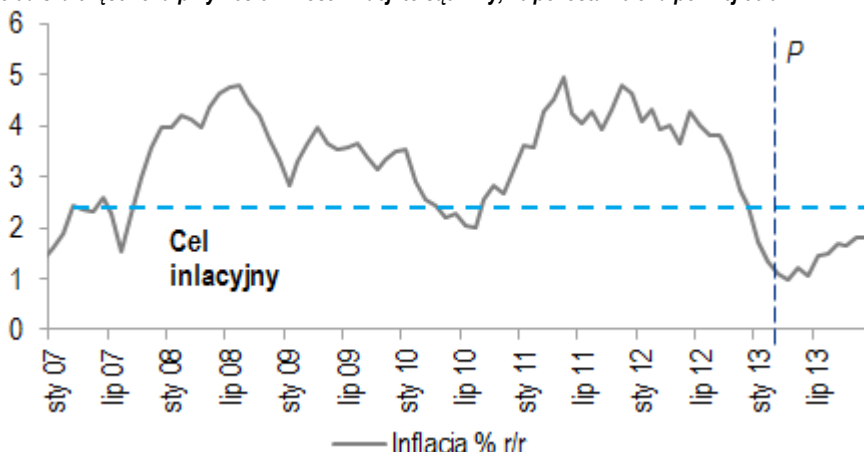
- W tym tygodniu poznamy kolejną serię istotnych danych z gospodarki. Spodziewamy się ponownego osłabienia wzrostu produkcji przemysłowej (do ok. -5,4% r/r), dalszego pogłębienia spadku zatrudnienia oraz pogorszenia wzrostu sprzedaży detalicznej (do 1,7% r/r). Choć w pewnym stopniu do słabych wskaźników z gospodarki przyczyni się efekt kalendarzowy (mniejszej liczby dni roboczych) to sądzimy, że wzrost gospodarczy pozostaje bardzo słaby, a dane wpisują się w scenariusz dalszego wyhamowania wzrostu PKB w I kw. do 0,5% i jedynie stonowanego ożywienia w II połowie roku. Ponadto resort finansów wyemituje kolejną pulę obligacji, która pomoże zwiększyć stopień realizacji potrzeb pożyczkowych do ok. 60%.
- Głównym wydarzeniem na rynkach bazowych będzie posiedzenie Fed, jednak według analityków Citi nie przyniesie ono istotnych zmian. Poznamy też kolejne dane amerykańskiej gospodarki, które powinny pokazać i potwierdzić dalsze stopniowe ożywienie na rynku nieruchomości oraz poprawę na rynku pracy. W strefie euro wstępne indeksy aktywności PMI, a w Niemczech Ifo i ZEW mogą ponownie wzrosnąć.
- Inflacja spadła w lutym do 1,3% r/r z 1,7% r/r, co było poniżej oczekiwań rynku na poziomie 1,5%, głównie za sprawą spadku cen żywności i łączności. Choć oczekiwany przez nas spadek inflacji w okolice 1% w kwietniu podwyższa ryzyko jeszcze jednej obniżki stóp procentowych do 30%, to sądzimy, że doszłoby do niej w przypadku dużego negatywnego zaskoczenia w gospodarce.
- Szybka realizacja deficytu budżetowego (61% po lutym) przy słabych dochodach z podatków pośrednich potwierdza duże ryzyko nowelizacji budżetu, choć podtrzymujemy naszą prognozę deficytu sektora finansów publicznych w tym roku (ok. 3,5% PKB).

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
I KW 13	4,15	3,17	4,77	1,31	3,25	0,75	3,48	4,00	1,55	1,80
I KW 14	4,17	3,23	4,63	1,29	3,25	0,25	3,51	4,60	1,25	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 15.03.2013 r. Pozostałe prognozy z 27.02.2013 r.

Wykres 2. Inflacja spadła do 1,3% r/r, a w kolejnych miesiącach oczekujemy jej dalszego spadku do ok. 1%. Choć dalsza część roku przyniesie wzrost inflacji to sądzimy, że pozostanie ona poniżej celu NBP.



Źródło: Reuters, Citi handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

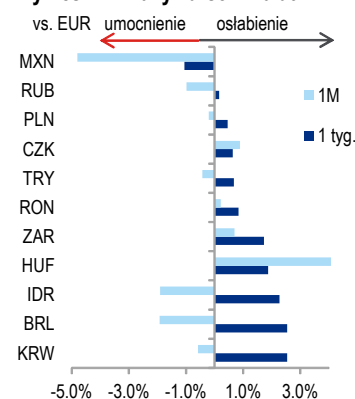
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 15.03.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	15/3/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.15	0.3%	-0.2%	1.8%	-8.8%
USD/PLN	3.17	-0.2%	2.6%	2.8%	-10.3%
EUR/USD	1.31	0.5%	-2.8%	-0.9%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.25	0	-50	-100	-25
WBOR 3M	3.42	-4	-38	-71	-86
FRA1x4	3.27	-10	-41	-54	-113
FRA3x6	3.18	-16	-32	-22	-145
FRA6x9	3.05	-21	-33	1	-168
FRA9x12	3.00	-25	-30	8	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1591.8	0.9%	-3.1%	-4.9%	7.0%
Ropa	110.5	0.4%	-7.7%	1.2%	1.2%
	pkt	%	%	%	%
WG20	2486.3	-0.2%	0.6%	-3.7%	20.4%
S&P	1560.7	0.6%	2.7%	9.4%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.46	-5	-22	15	-52
10Y Treasuries	1.99	-6	-4	23	-12
Rentowność 2Y	3.23	-14	-17	8	-171
Rentowność 5Y	3.35	-24	-30	13	-211
Rentowność 10Y	3.85	-16	-22	11	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	87.7	-2	-3	8	-199

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 mar PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	II			1.2
14:00	PL	Płace	% r/r	II	1.3	2.7	0.4
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	-0.9	-0.9	-0.8
15:00	US	Indeks deweloperów NAHB	pkt	III		47.0	46.0
19 mar WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	60.0	48.0	48.2
13:30	USA	Liczba rozpoczętych budów	tys.	II	940.0	920.0	890.0
13:30	USA	Liczba wydanych pozwoleń na budowę	tys.	II	930.0	928.0	904.0
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	-5.4	-2.0	0.3
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	II	-5.1	-9.8	-16.1
14:00	PL	PPI	% r/r	II	-0.9	-0.5	-1.2
20 mar ŚRODA							
12:00	PL	Aukcja obligacji					
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	III	-23.0	-23.3	-23.6
19:00	USA	Decyzja Fed	%	III	0.25	0.25	0.25
21 mar CZWARTEK							
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	III	48.5		47.9
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	III	48.0		47.9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.		335	341.0	332
14:30	USA	Indeks cen domów	pkt	I			193.8
15:00	USA	Indeks wyprzedzający koniunktury	%	I	0.5	0.3	0.2
15:00	USA	Indeks Philly Fed	%	III	-5.0	-3.0	-12.5
15:00	USA	Sprzedaż domów	mln	II	4.95	5.00	4.92
22 mar PIĄTEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	III	109.0	107.6	107.4
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	1.7	0.6	3.1

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

Zapowiedź tygodnia

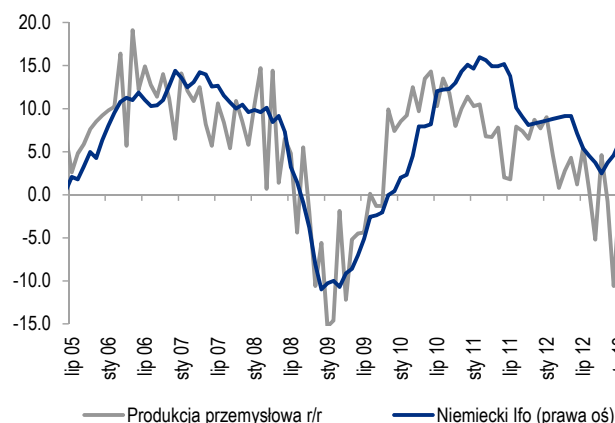
Produkcja przemysłowa

Po pozytywnej niespodziance w styczniu w lutym oczekujemy ponownego wyraźnego spadku produkcji o 5,4% r/r. Odwrócenie styczniowego wzrostu produkcji wynikało naszym zdaniem ponownie przede wszystkim z efektu kalendarzowego, tj. mniejszej liczby dni roboczych niż w lutym 2012 r. Jednocześnie negatywnie zaskoczyły dane PMI za luty wspierając nasz szacunek produkcji. Ponadto w obliczu wciąż słabej konsumpcji prywatnej oraz inwestycji, zamówienia krajowe wciąż się zmniejszają. Jednak stopniowa poprawa indeksów koniunktury w

Oczekujemy spadku produkcji w lutym o 5,4% r/r ...

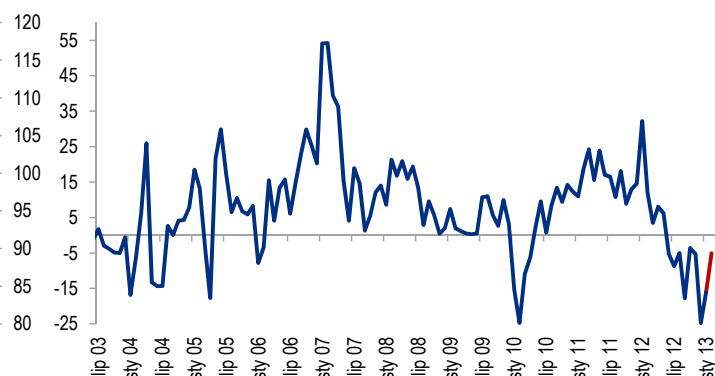
Niemczech jest pozytywnym sygnałem dla polskiego eksportu oraz przemysłu na II połowę roku.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i niemiecki indeks Ifo



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja budowlana (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

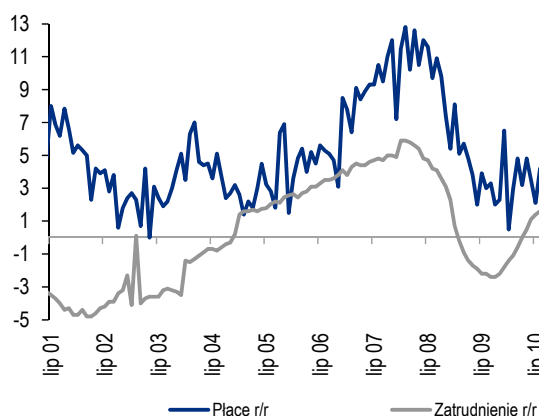
... oraz dalszego pogłębienia spadku zatrudnienia przy lekkim odreagowaniu wzrostu płac

Rynek pracy

Szätzimy, że dane GUS za luty potwierdzą słabość rynku pracy.

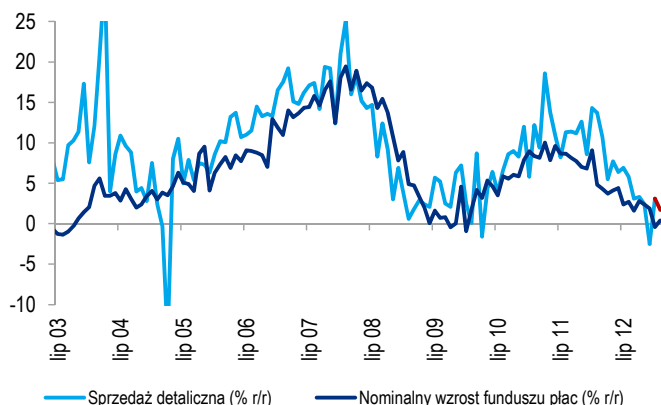
Szacujemy, że spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw pogłębili się do -0,9% r/r z -0,8% r/r w styczniu. Spadek popytu na pracę widoczny jest szczególnie w wybranych sektorach gospodarki, m.in. takich jak budownictwo lub branża motoryzacyjna, które przechodzą zmiany restrukturyzacyjne i przyczyniają się do wyraźniejszego spadku zatrudnienia w całej gospodarce. Z kolei w przypadku płac oczekujemy z lutym lekkiego odreagowania do 1,3% r/r z 0,4% r/r w styczniu za sprawą bardzo niskiej bazy w lutym 2012 w związku z przyspieszeniem wypłat wynagrodzeń w styczniu ub.r. przed wejściem podwyższonej składki rentowej w lutym 2012.

Wykres 5. Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Sprzedaż detaliczna i nominalny fundusz płac



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wzrost sprzedaży detalicznej najprawdopodobniej ponownie spowolni

Sprzedaż detaliczna

Po wyraźnym odreagowaniu sprzedaży w styczniu do 3,1% r/r spodziewamy się jej spowolnienia do 1,7% r/r z ryzykiem w dół. Podobnie jak w przypadku produkcji częściowo do słabszej sprzedaży mogła przyczynić się mniejsza liczba dni roboczych. Dodatkowo za

spowolnieniem sprzedaży przemawia także większy od oczekiwań spadek inflacji w lutym.

Fed

Posiedzenie Fed nie przyniesie istotnych zmian oczekiwań

Analitycy Citi nie oczekują zmian w programie zakupu aktywów ani zmiany komentarza odnośnie zakończenia tego programu na posiedzeniu Fed w tym tygodniu. Choć dane z amerykańskiego rynku pracy poprawiły się w ostatnim czasie to wciąż sytuacja na rynku pracy jest słaba, a członkowie Fed wyraźnie określili w swoich komunikatach, że musiałoby nastąpić znacząca ich poprawa, aby doprowadzić do decyzji zmniejszającej skalę łagodzenia, a następnie zacieśniających politykę pieniężną. Choć członkowie Fed będą pilnie monitorować potencjalną nadpłynność na rynkach finansowych, to wciąż dostrzegają przewagę korzyści na kosztach prowadzenia luźnej polityki pieniężnej.

Miniony Tydzień

CPI

Inflacja spadła aż do 1,3% r/r, poniżej prognoz za sprawą spadku żywności i łączności

Inflacja w lutym zaskoczyła w dół obniżając się do 1,3% r/r z 1,7% r/r w styczniu, za sprawą cen żywności i łączności. Dane GUS okazały się niższe od naszej prognozy i oczekiwań rynku na poziomie 1,5% r/r. Wzrost cen okazał się niższy w większości kategorii, a szczególnie w kategorii żywność (-0,2% m/m - pierwszy spadek cen żywności w lutym od 2005 r.) oraz w kategorii łączność (-3% m/m – za sprawą najprawdopodobniej trwałych obniżek cen za połączenia telekomunikacyjne). Wbrew oczekiwaniom rewizja wag koszyka inflacyjnego nie przyniosła korekty inflacji styczniowej.

Prawdopodobny jest dalszy spadek inflacji do ok. 1% w kwietniu

Oczekujemy spadku inflacji do ok. 1% w kwietniu, ale o ile dane o wzroście gospodarczym nie zaskoczą wyraźnie w dół nie spodziewamy się dalszych obniżek stóp. Nasz prognoza inflacji wskazuje na dalszy spadek inflacji w najbliższych miesiącach do 1% r/r w kwietniu, przy braku presji popytowej w gospodarce oraz korzystnym efekcie bazy z ubiegłego roku. Jednocześnie w dalszej części roku spodziewamy się stopniowego odreagowania inflacji w kierunku 2%. W rezultacie średnioroczna inflacja wyniesie ok. 1,5%, tj. blisko dolnej granicy odchylenia inflacji od celu inflacyjnego NBP i zgodnie z najnowszą projekcją banku centralnego.

Tabela 3. 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.

Wykres 7. Prognoza nominalnych i realnych stóp procentowych

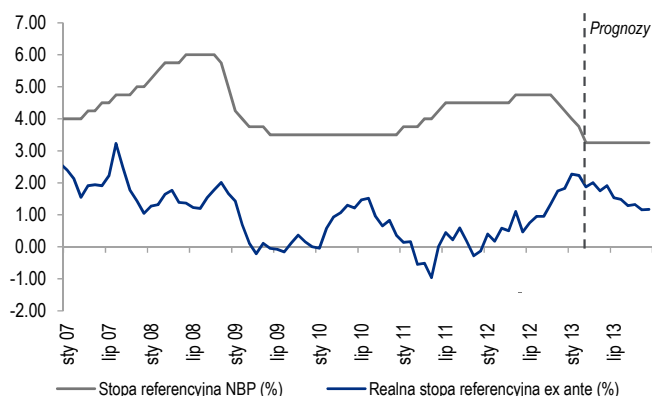


Tabela 4. Prognozy NBP vs. oczekiwania Citi i rynku

		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	2,6
	2015		3,2	3,3	3,4
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, prognozy Citi Handlowy.

Według NBP mimo ożywienia luka popytowa pozostanie ujemna w latach 2013-2015

Projekcja NBP

Mimo zakładanego przez NBP ożywienia gospodarczego w 2014 i 2015 r. projekcja banku centralnego zakłada utrzymanie 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. Według prezesa NBP Marka Belki ujemna luka popytowa w kolejnych latach potwierdza, że RPP nie jest spóźniona z łagodzeniem polityki pieniężnej. Naszym zdaniem wyniki projekcji mogły przekonać RPP do głębszego cięcia stóp o 50 pb w marcu. Jednak w przeciwieństwie do RPP zakładamy, że inflacja w przyszłym roku będzie się kształtowała wyżej niż w 2012 r. i będzie w pobliżu celu inflacyjnego za sprawą braku obniżki stawki podatku VAT. Choć członkowie RPP powtórzyli w ubiegłotygodniowych komentarzach, że RPP jest obecnie w trybie wyczekiwania na dalszy rozwój wydarzeń i nie wyklucza dalszych obniżek stóp procentowych, a rynek zaczął już wyceniać przynajmniej jeszcze jeden ruch o 25 pb, sądzimy, że taka decyzja byłaby możliwa jedynie gdyby dane z gospodarki bardzo istotnie odchyliły się od oczekiwań i od projekcji NBP. Choć w bazowym scenariuszu zakładamy, że do takiego ruchu nie dojdzie po danych o inflacji za luty szacujemy prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych na 30%.

Bilans płatniczy

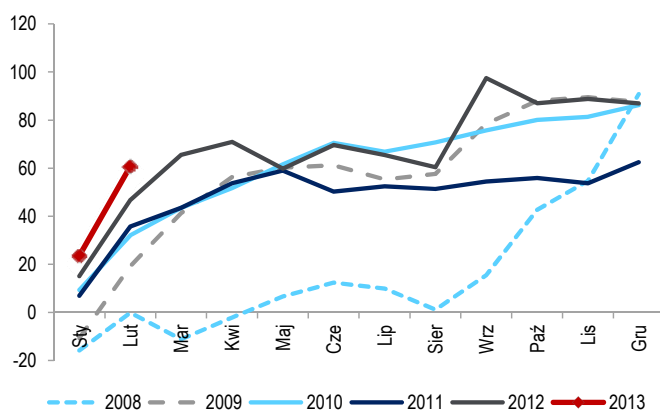
Deficyt obrotów bieżących wzrósł w styczniu do ok. 1,5 mld € z 1,2 mld € w grudniu. W styczniu, tak jak zakładaliśmy, nastąpił znaczny sezonowy spadek napływu środków unijnych na rachunek transferów Ponadto, salda na rachunkach usług i dochodów były gorsze od naszych prognoz. Jednak ten efekt został 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 dużego 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.

Budżet centralny

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.

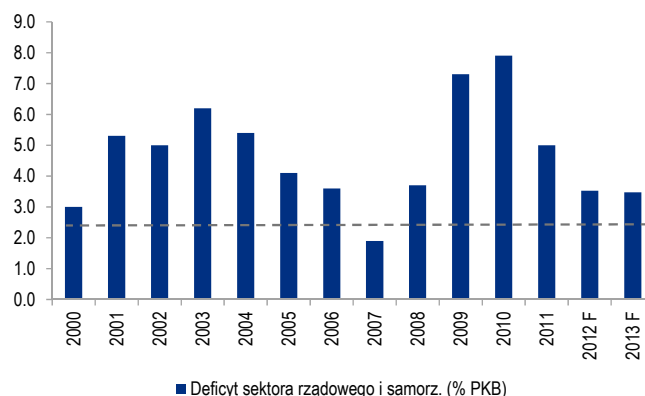
Spodziewamy się rewizji deficytu budżetowego w ciągu roku i negatywnego wpływu na rynek długu, choć podtrzymujemy prognozę deficytu sektora finansów publicznych na poziomie ok. 3,5% PKB. Dane o deficycie budżetowym za pierwsze dwa miesiące potwierdziły negatywny wpływ słabych wyników konsumpcji prywatnej oraz bardzo niskiej inflacji na dochody budżetu. Choć rząd sugeruje, że nie zamierza rewidować budżetu sądzimy, 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 56% zrealizowanych dotychczas. Po aukcji zaplanowanej na ten tydzień stopień realizacji potrzeb może się zbliżyć do 60%. Mimo rewizji budżetu centralnego zakładamy stabilizację deficytu sektora finansów publicznych na poziomie ok. 3,5% r/r PKB.

Wykres 8. Realizacja deficytu budżetowego (% planu rocznego)



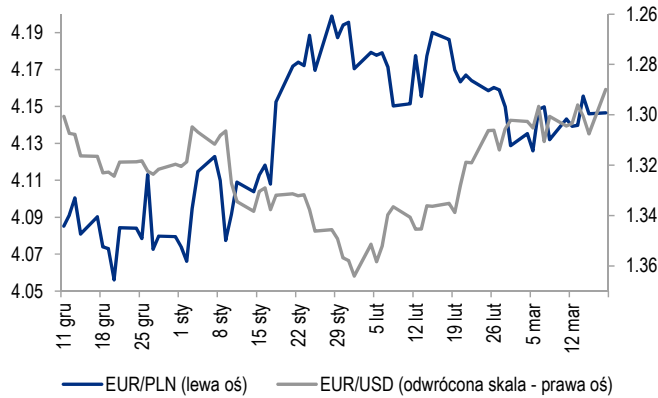
Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 9. Prognoza deficytu sektora finansów publicznych



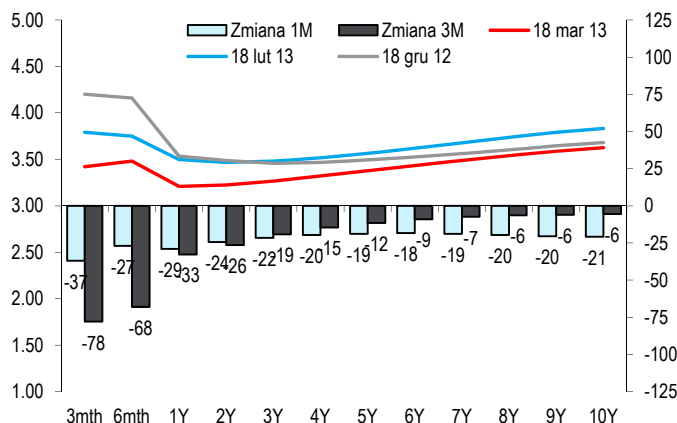
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 10. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



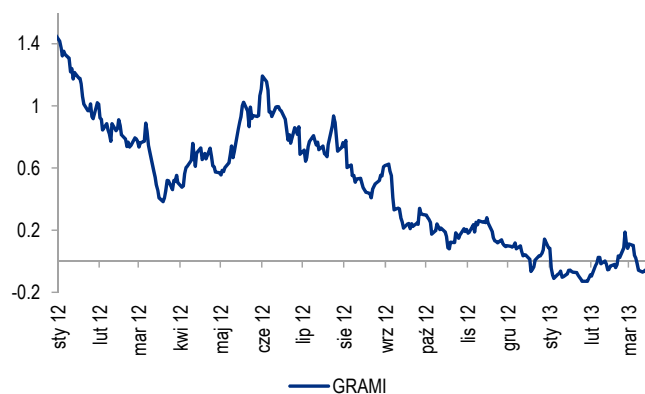
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. Krzywa swap



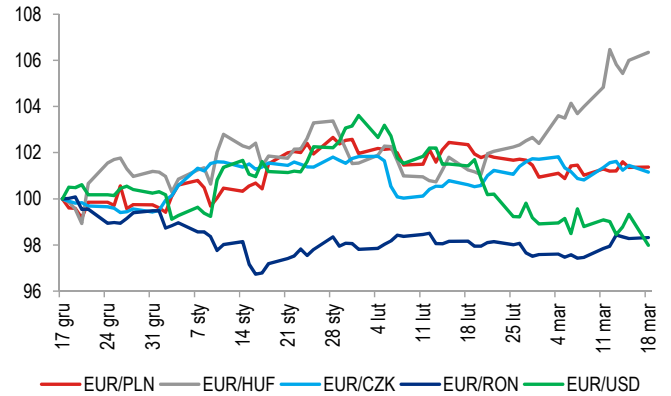
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



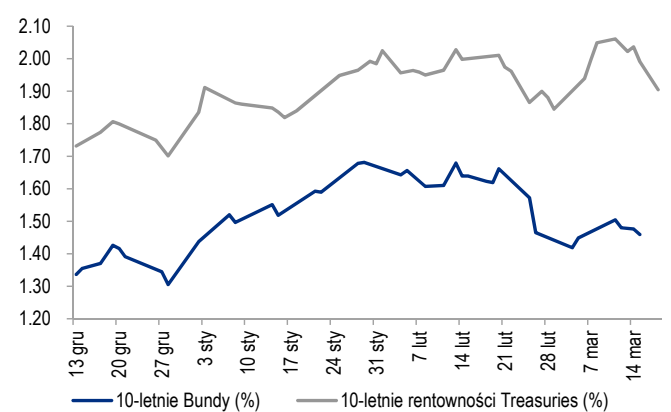
Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 11. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



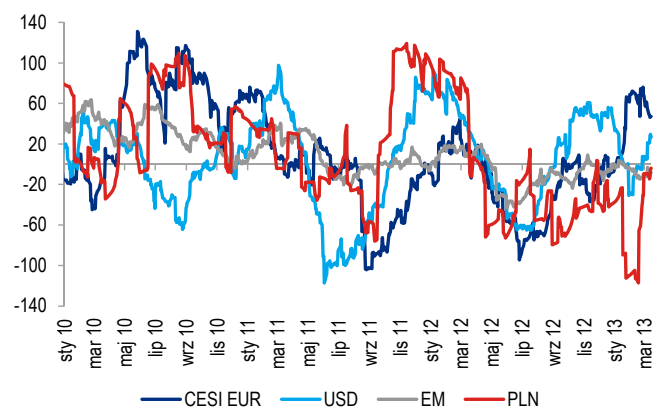
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 13. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	495	522	562
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,610	1,663	1,754
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,209	13,362	12,837	13,554	14,609
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	2.7
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.1	3.1
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	2.2	8.5
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	-0.1	9.0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	2.2	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.8	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.3	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	4.45	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.26	3.04
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.17	3.15
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.27	3.95
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.21	4.11
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.0	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	194.7	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	208.7	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.6	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-22.8	-21.9	-22.6	-26.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	3.6	11.4	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	36.5	35.7	35.5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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