

CitiWeekly

Słabe dane i niska inflacja przemawiają za obniżką stóp

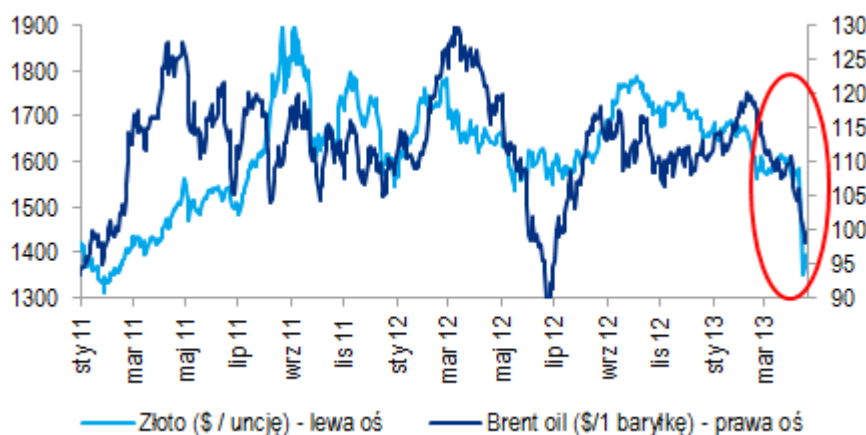
- Dane o sprzedaży detalicznej będą naszym zdaniem słabsze od rynkowego konsensusu (zakładamy spadek sprzedaży o 0,8%), a na słaby wynik poza efektem mniejszej liczby dni roboczych wpłynęła przedłużająca się zima i wciąż słaba sytuacja na rynku pracy. Dane te dołączą do zestawu rozczarowujących danych o produkcji oraz wzroście wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, które były publikowane w minionym tygodniu. Spadek produkcji przemysłowej pogłębił się do -2,9% r/r, a budowlanej do -18,5% (na co wpływ zapewne miała długa zima). Słabość popytu krajowego potwierdził bardzo duży spadek importu w lutym. Jednak najistotniejszą publikacją ostatnich dni były dane o inflacji, które również zaskoczyły w dół. Inflacja spadła do 1% r/r, a w II kwartale utrzyma się poniżej tego poziomu i zacznie rosnąć powoli dopiero w II połowie roku. Jednocześnie raport o koniunkturze NBP nie zawierał przesłanek przemawiających za szybką poprawą perspektyw gospodarki.
- Zestaw ostatnich danych skłonił nas do zmiany scenariusza stóp procentowych i obecnie zakładamy, że RPP zdecyduje się dokonać jeszcze jednej obniżki stóp procentowych w czerwcu lub lipcu. Taki scenariusz wspiera znaczny spadek cen surowców w ostatnim czasie, który powinien działać w kierunku spadku presji inflacyjnej na świecie. Jednak wciąż naszym zdaniem rynek przeszacowuje skalę dalszych obniżek stóp procentowych.
- Ekonomiści Citi prognozują, że indeksy Ifo dla Niemiec oraz wstępne indeksy PMI dla strefy euro rozczarują, po tym jak w minionym tygodniu słabsze od oczekiwań były indeksy ZEW i Philly Fed oraz dane o PKB z Chin. W regionie węgierski bank centralny najprawdopodobniej po raz kolejny obniży stopy procentowe.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
19.04	4,11	3,14	4,79	1,31	3,75	0,75	3,27	3,41	1,25	1,71
II KW 13	4,12	3,15	4,79	1,31	3,25	0,50	3,16	3,50	1,40	1,86
II KW 14	4,09	3,33	4,70	1,23	3,00	0,25	3,22	4,20	1,40	2,83

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 17.04.2013 r.

Wykres 2. Spadek cen surowców może mieć pozytywny wpływ na zmniejszenie presji inflacyjnej w krajach rozwijających się.



Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

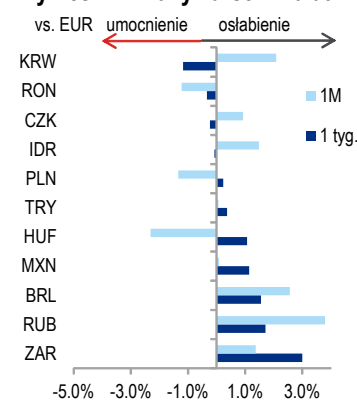
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 12.04.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	19/4/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.11	0.1%	-1.3%	0.9%	-8.8%
USD/PLN	3.14	0.5%	-3.0%	1.9%	-10.3%
EUR/USD	1.31	-0.3%	1.4%	-1.0%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.25	0	0	-100	-25
WIBOR 3M	3.27	-8	-12	-86	-86
FRA1x4	3.06	-13	-21	-76	-113
FRA3x6	2.79	-22	-37	-61	-145
FRA6x9	2.61	-27	-42	-44	-168
FRA9x12	2.58	-25	-41	-34	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1400.1	-5.3%	-13.2%	-16.4%	7.0%
Ropa	99.6	-2.1%	-8.3%	-8.8%	-8.3%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2277.7	-5.0%	-6.0%	-11.8%	20.4%
S&P	1555.3	-2.1%	0.4%	9.0%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.25	-1	-12	-6	-52
10Y Treasuries	1.71	-1	-20	-5	-12
Rentowność 2Y	2.86	-17	-31	-29	-171
Rentowność 5Y	2.97	-19	-42	-25	-211
Rentowność 10Y	3.41	-16	-47	-33	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	81.2	-1	-7	2	-199

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	9

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 kwi PONIEDZIAŁEK							
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	IV	-24,0	-23,6	-23,5
16:00	USA	Sprzedaż domów	% r/r	III	5,00	5,00	4,98
23 kwi WTOREK							
09:58	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IV	45,7	47,0	46,8
09:58	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	IV	45,9	46,6	46,4
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	-0,8	0,6	-0,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	III	14,4	14,4	14,2
14:00	HU	Decyzja MNB	%	IV	4.75	4.75	5.0
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	III	410,0	419,0	411,0
24 kwi ŚRODA							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IV	104,5	106,5	106,7
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% r/r	III	-5,7	-2,9	5,6
25 kwi CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350,0	351,0	352,0
26 kwi PIĄTEK							
04:00	JP	Spotkanie Banku Japonii					
14:30	USA	PKB	% r/r	I kw.	2,8	3,0	0,4
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	IV	75,0	73,5	72,3

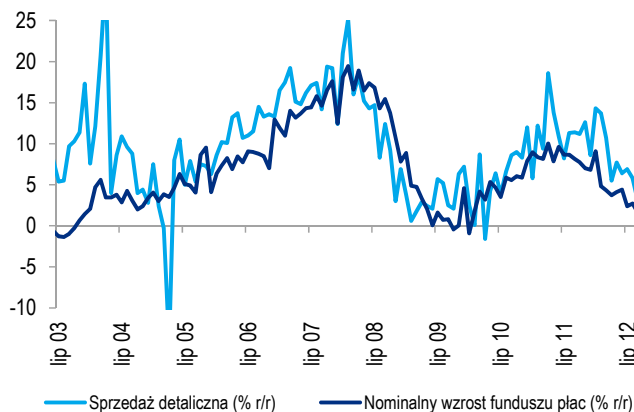
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

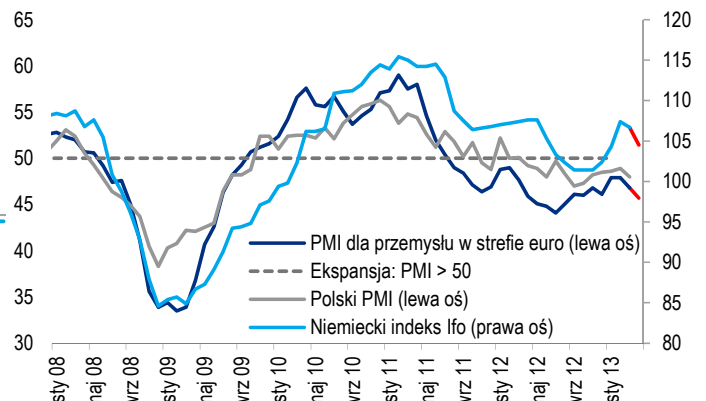
Oczekujemy spadku sprzedaży detalicznej w marcu o 0,8% r/r, podobnie jak w lutym. Na wynik sprzedaży w marcu istotny wpływ ma zapewne mniejsza liczba dni roboczych niż w marcu 2012 r. Ponadto spadek sprzedaży odzwierciedla słabą sytuację na rynku pracy i niski poziom zaufania konsumentów, co przekłada się na decyzja o zakupach. Ponadto w marcu dodatkowym negatywnym czynnikiem była najprawdopodobniej nienajlepsza pogoda. Oczekujemy lekkiej poprawy konsumpcji prywatnej dopiero w II połowie roku.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna vs. nominalny fundusz płac



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Indeksy aktywności gospodarczej (PMI/Ifo)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Indeksy aktywności w strefie euro mogą ponownie spaść

Publikacje i wydarzenia na rynkach zagranicznych

Strefa euro: Analitycy Citi oczekują dalszego spadku indeksów PMI dla strefy euro (do najniższych poziomów od października 2012) w kwietniu za sprawą obaw o rozwój sytuacji na Cyprze, a także z powodu słabych danych w USA i Chinach. Jednocześnie najprawdopodobniej doszło także do spadku indeks Ifo.

Dane o PKB w I kw. lepsze niż w IV kw.

USA: W Stanach Zjednoczonych dane o PKB za I kw. będą najprawdopodobniej znacznie lepsze niż za IV kw., ale głównie za sprawą zmiany zapasów, podczas gdy popyt pozostaje stosunkowo słaby. Dane z rynku nieruchomości będą umiarkowanie optymistyczne pokazując stabilizację sprzedaży nowych domów, natomiast dane o zapasach na dobra trwałe za marzec pokażą znaczny spadek po eliminacji jednorazowych czynników, które pozytywnie oddziaływały na tą miarę w poprzednich miesiącach.

Bank Japonii tym razem nie zaskoczy

Japonia: Ekonomisci Citi zakładają, że po wprowadzeniu bardziej agresywnego od oczekiwań programu skupu aktywów w ostatnim miesiącu Bank Japonii nie zmieni parametrów polityki pieniężnej na posiedzeniu w tym tygodniu, a także w kilku najbliższych miesiącach. Jednak jeśli pojawią się sygnały, że inflacja nie rośnie Bank Japonii najprawdopodobniej wprowadzi do datkowe narzędzia, a zdaniem Citi będzie to możliwe najwcześniej pod koniec października po rewizji półrocznego raportu nt. stanu gospodarki.

Kolejna obniżka stóp na Węgrzech

CEEMEA: Oczekujemy (podobnie jak rynek), że na wtorkowym posiedzeniu bank centralny Węgier zdecyduje się obniżyć stopy procentowe o 25 pb sprowadzając główną stopę procentową do poziomu 4,75%. Jednocześnie możliwe są w niedługim czasie zmiany dotyczące dostępności do zakupów 2-tygodniowych bonów pieniężnych NBH.

Miniony tydzień

CPI

Inflacja niższa od oczekiwań ...

Inflacje zaskoczyła w dół w marcu spadając do 1% r/r z 1,3% r/r w lutym. Taki wynik był poniżej rynkowego konsensusu na poziomie 1,1% r/r oraz naszej prognozy 1,3% r/r, głównie za sprawą znacznie słabszego od

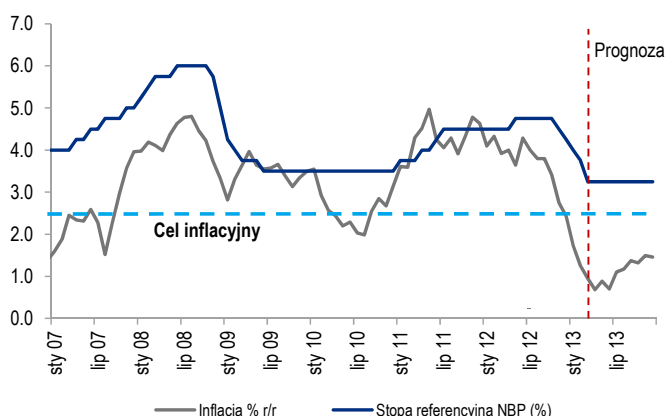
... za sprawą cen żywności

Oczekujemy, że inflacja pozostanie poniżej celu inflacyjnego do końca roku, a ścieżka inflacyjna może być niższa od prognoz NBP

oczekiwać wzrostu cen żywności. Nasz szacunek był pod wpływem założenia wysokiego wzrostu cen żywności, które było oparte o dane Ministerstwa Rolnictwa. Jednak wzrost cen żywności okazał się znacznie niższy i wpisał się w trend obserwowany także w innych krajach regionu. Ponadto kontynuowane były procesy dezinflacyjne w kategorii „komunikacja” za sprawą obniżek cen operatorów telekomunikacyjnych. W górę zaskoczył wzrost cen w kategorii „rekreacja i kultura”, a do przyspieszenia wzrostu cen doszło też w kategorii „tytoń i wyroby alkoholowe”.

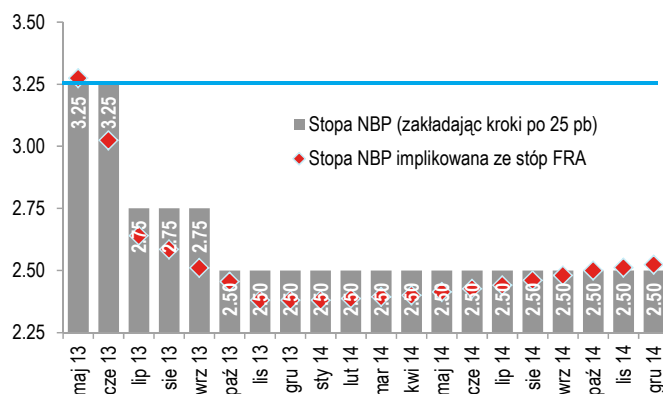
Mimo oczekiwanego ożywienia gospodarczego w II połowie 2013 r. spodziewamy się, że inflacja pozostanie poniżej celu inflacyjnego. Biorąc pod uwagę dane za marzec oczekujemy obecnie, że w kwietniu inflacja spadnie poniżej 1% do ok. 0,7% r/r. Ponadto wzrost CPI może pozostać poniżej 1% do czerwca i zacznie stopniowo rosnąć w II połowie roku do ok. 1,5% na koniec roku, blisko dolnej granicy przedziału odchyień inflacji od celu NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W rezultacie średnioroczna inflacja obniżyłaby się do ok. 1,2% r/r wobec 1,5% oczekiwanych przez nas poprzednio i poniżej poziomów projekcji banku centralnego.

Wykres 5. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Stopa referencyjna NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

RPP

Niska inflacja pozwoli na jeszcze jedną obniżkę stóp procentowych

Sądzymy, że niższa od prognoz inflacja przyczyni się do jeszcze jednej obniżki stóp procentowych w czerwcu lub lipcu. W związku z tym, że niższa od prognoz inflacja za luty przyczyniła się do złagodzenia tonu wypowiedzi Rady na ostatnim posiedzeniu w kwietniu najprawdopodobniej podobna reakcja nastąpi w reakcji na marcowe dane, szczególnie że ścieżka inflacji będzie kształtowała się poniżej ścieżki przedstawionej w projekcji banku centralnego. Biorąc pod uwagę naszą prognozę utrzymania stosunkowo słabej aktywności gospodarczej w najbliższych miesiącach oczekujemy, że złagodzenie polityki pieniężnej będzie kontynuowane w najbliższych miesiącach, a RPP obniży stopy procentowe jeszcze raz o 25 pb, najprawdopodobniej w lipcu, gdy NBP opublikuje nowe projekcje PKB i inflacji. Sądzymy, że wcześniejsze obniżki stóp procentowych nie mogą być wykluczone, choć oceniamy prawdopodobieństwo redukcji stóp w lipcu jako wyższe.

Wypowiedzi członków RPP pozostają zróżnicowane, ale raczej wspierają scenariusz jeszcze jednej obniżki stóp. Jeden z wcześniej

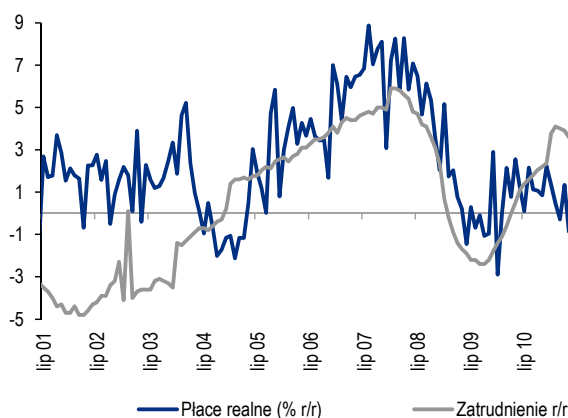
jastrzębich członków RPP A. Glapiński przyznał, że mógłby rozważyć obniżenie stóp procentowych w lipcu. Najbardziej gołębi członek Rady A. Bratkowski stwierdził z kolei, że już w maju stopy procentowe mogłyby być obniżone o 50 pb jeśli dane za kwiecień zaskoczą w dół, z kolei w całym roku RPP mogłaby w sumie obniżyć stopy o ok. 50-100 pb z obecnego poziomu. Jastrzębi członek Rady J. Winiecki jest zdania, że nie ma już przestrzeni do obniżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę zdziwienie jakie wyraził prezes NBP M. Belka na kwietniowej konferencji na oczekiwane przez rynek 75 pb dalszych obniżek stóp sądzimy, że rynek wciąż przeszacowuje skalę dalszych obniżek stóp. Zakładamy, że stopa procentowa zostanie obniżona jedynie do 3%, ponieważ RPP raczej jest niechętna do nadmiernego obniżania stóp procentowych. Takie działanie mogłoby być interpretowane przez RPP jako prowadzenie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, a tego Rada chciałaby uniknąć.

Rynek pracy

Dane z rynku pracy okazały się słabsze od oczekiwań potwierdzając niski popyt na pracę oraz brak presji płacowej. Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw spowolnił w marcu do -0,9% r/r z -0,8% r/r w lutym, co było w zgodzie z rynkowym konsensem. Jednocześnie wzrost płac spowolnił do 1,6% r/r z 4,0% r/r, co był poniżej prognozy rynkowej na poziomie 2,5% r/r oraz naszego szacunku 2,1% r/r. Wzrost nominalnego funduszu płac w ujęciu rocznym spowolnił do 0,7% r/r z 3,1% r/r w lutym, podczas gdy realny wzrost funduszu płac osłabił się do -0,2% r/r z 1,7% r/r. W I kwartale nastąpiło przyspieszenie realnego wzrostu funduszu płac, ale był on niewielki do -0,2% r/r z -0,5% r/r w IV kwartale 2012 r. i wspiera nasz scenariusz bardzo stopniowego ożywienia konsumpcji prywatnej w najbliższych kwartałach.

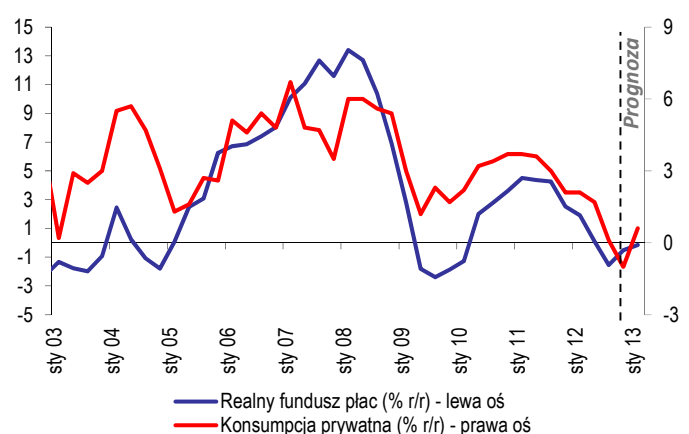
Dane z rynku pracy słabsze od oczekiwań

Wykres 7. Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 8. Realny fundusz płac i konsumpcja prywatna



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Raport NBP o koniunkturze

Raport NBP nie wskazuje na szybką poprawę koniunktury

Nowy raport o koniunkturze banku centralnego za I kwartał z perspektywami na II kwartał potwierdził utrzymującą się niską aktywność gospodarczą. Według raportu przedsiębiorstwa oczekują poprawy sytuacji gospodarczej dopiero w II połowie roku. Pesymizm wśród firm prowadzi do dalszego spadku udziału przedsiębiorstw zwiększających zatrudnienie oraz utrzymania oczekiwań niewielkiej presji płacowej w najbliższej przyszłości. Jednocześnie ankieta NBP pokazała, że aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw pozostała słaba (co przekłada się na niski

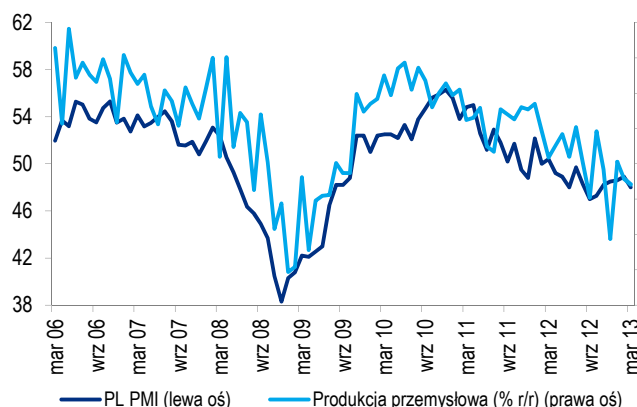
popyt na kredyt), ale na II kwartał nie oczekuje się je dalszego pogorszenia.

Produkcja

**Spowolnienie wzrostu produkcji
głębsze od oczekiwań rynku**

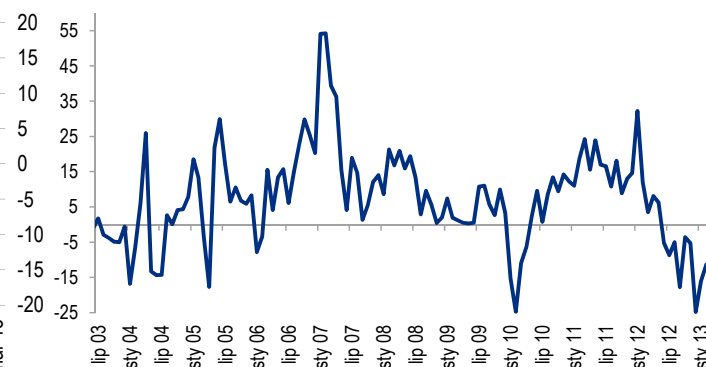
Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w marcu do -2,9% r/r z -2,1% r/r w lutym, a wzrost produkcji budowlanej wyhamował do -18,5% r/r z -11,4% r/r, co było poniżej oczekiwań rynku. Wyniki produkcji były bliskie naszych oczekiwań na poziomach odpowiednio -2,8% r/r oraz -19,6% r/r. Wzrost produkcji spowolnił w przetwórstwie co sygnalizował słabszy od prognoz indeks PMI w marcu (spadek do 48 pkt) oraz niższa niż zakładaliśmy produkcja samochodów (według danych Samar). Z drugiej strony nastąpiło odreagowanie w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę do 0,1% r/r z -3,8% r/r w lutym, co było wsparte przez niskie temperatury w marcu. Co ciekawe po korekcie o wahania sezonowe wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 0,6% r/r z -2,4% r/r w lutym. Tymczasem, w budownictwie nastąpił wyraźny spadek we wszystkich kategoriach, tj. -24,2% r/r we wznoszeniu budynków, -22,2% w inżynierii lądowej oraz -14% w specjalistycznych pracach budowlanych.

Wykres 9. Produkcja przemysłowa i PMI



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 10. Produkcja budowlana.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Oczekujemy, że wzrost gospodarczy osiągnie dołek w I kwartale a w kolejnych zacznie stopniowo przyspieszać. W I kwartale 2013 r. wzrost produkcji przemysłowej nieznacznie przyspieszył do -1,6% r/r z -2,3% r/r w IV kwartale 2012 r., podczas gdy wzrost produkcji budowlanej spowolnił do -15,3% r/r z -11,2% r/r. Słabe dane o produkcji budowlanej powinny przyczynić się do pogłębienia spadku inwestycji w I kwartale do -5,5% r/r z -0,3% r/r w IV kw. 2012 r. Zakładając niewielkie ożywienie konsumpcji prywatnej do 0,5% r/r z -1% r/r w IV kw. wciąż oczekujemy spowolnienia wzrostu w I kw. do 0,7% r/r z 1,1% w IV kw. ub.r.. Po osiągnięciu dołka w I kwartale oczekujemy stopniowego przyspieszenia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, ale w całym roku spowolni on do 1,3% r/r.

Bilans płatniczy

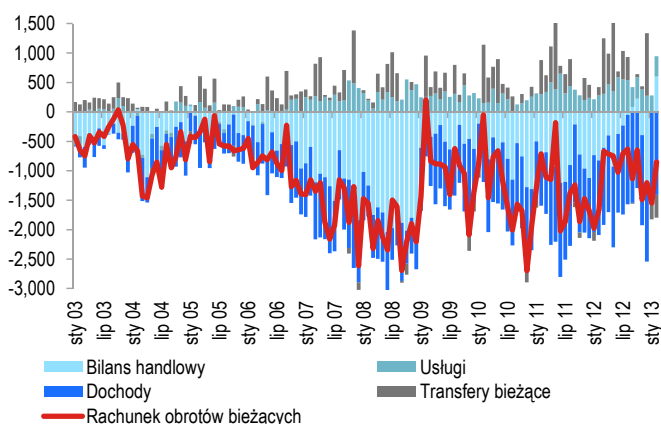
**Deficyt obrotów bieżących był
mniejszy niż wskazywał
konsensus rynkowy...**

**... głównie za sprawą załamania
importu**

Deficyt obrotów bieżących spadł w lutym do 0,8 mld EUR z 1,7 mld EUR w styczniu głównie za sprawą nadwyżki w handlu zagranicznym przy dużym spadku importu. Wzrost eksportu spowolnił w lutym do 3,2% r/r z 7,1% w styczniu, ale pogorszenie importu było znacznie głębsze. W lutym import spadł o 8,8% r/r wobec wzrostu o 1% w styczniu, co

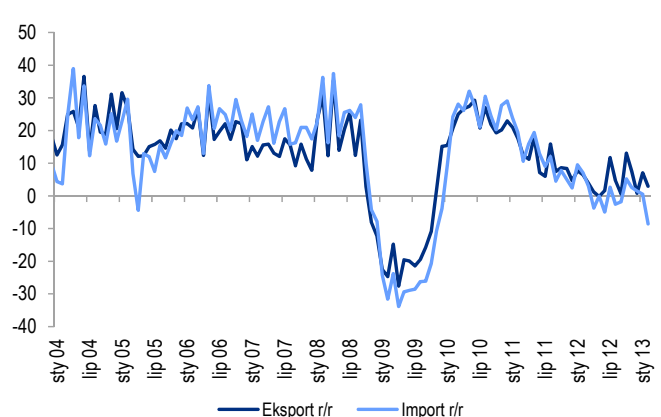
przyczyniło się do nadwyżki w handlu zagranicznym na poziomie 602 mln EUR. Jednocześnie bilans usług oraz saldo transferów były nieco lepsze niż zakładaliśmy, a deficyt na rachunku dochodów był nieznacznie wyższy od oczekiwań. Skumulowany za 12 miesięcy deficyt za 12 miesięcy spadł do 3,1% PKB z 3,4% w styczniu. Dane o bilansie płatniczym odzwierciedlają słaby popyt krajowy, który naszym zdaniem doprowadzi do spadku skumulowanego deficytu obrotów bieżących do 2,7% PKB na koniec roku. Mimo dużego napływu kapitału portfelowego deficyt obrotów bieżących jest wciąż finansowany przez napływ długoterminowego kapitału (środki z UE oraz bezpośrednie inwestycje zagraniczne), więc spadek deficytu powinien przynajmniej w pewnym stopniu zmniejszyć wrażliwość złotego na wahania apetytu na ryzyko.

Wykres 11. Bilans obrotów bieżących (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Eksport i import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Surowce

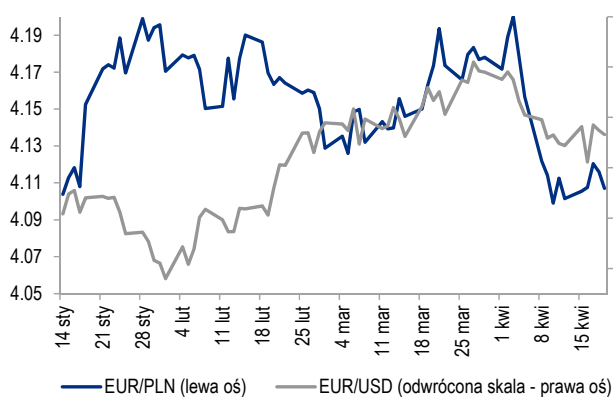
**Znaczna przecena na
rynkach surowców**

W ostatnich dniach doszło do znacznej przeceny na rynkach surowców. Przyczyniły się do tego słabe dane o PKB z Chin za I kwartał, które zwiększyły obawy o perspektywy chińskiej gospodarki oraz oczekiwania na zmianę struktury wzrostu w Chinach. Jednocześnie mimo intensywnych programów ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej inflacja pozostaje pod kontrolą, co zmniejsza obawy o znaczny wzrost inflacji. Ponadto do spadku cen zota przyczyniły się oczekiwania na sprzedaż złota przez cypryjski bank centralny.

**Według ekonomistów Citi
2013 r. będzie słaby dla
większości surowców**

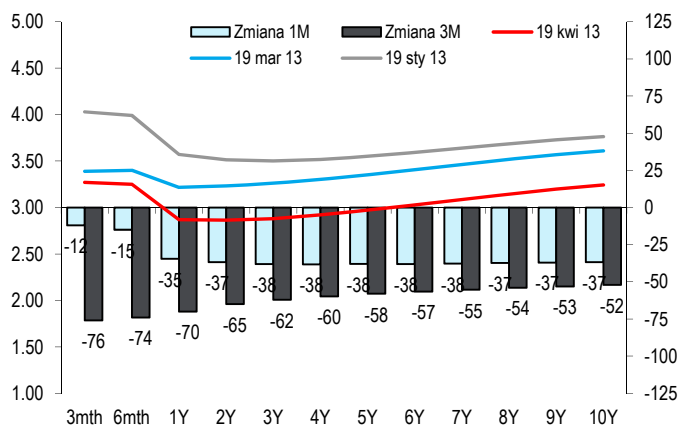
Zdaniem ekonomistów Citi fundamentalne czynniki nie będą sprzyjać cenom surowców jako grupie aktywów. Odbicie na rynkach akcji, spadek ryzyka systemowego oraz sprzedaż jednostek ETF na rynkach międzynarodowych sprzyja spadkom cen metali szlachetnych, które traktowane są jak ubezpieczenie przed kryzysem gospodarczym. Ponadto według analityków Citi obecny rok będzie rokiem końca supercyklu surowcowego i w kolejnych kwartałach trendy na rynkach surowców zapoczątkowane w I kwartale mogą być kontynuowane. Liczba surowców, które będą notować spadki cen będzie przeważać nad tymi, które będą notować wzrosty. Ponadto inwestorzy będą analizować w większym stopniu poszczególne surowce indywidualnie, zamiast jako całej klasy aktywów.

Wykres 13. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Krzywa swap



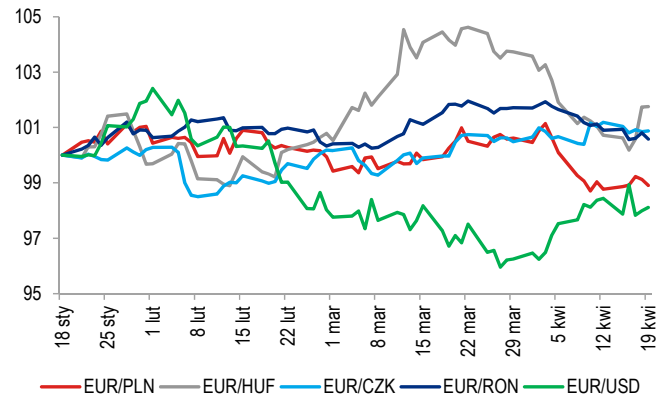
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



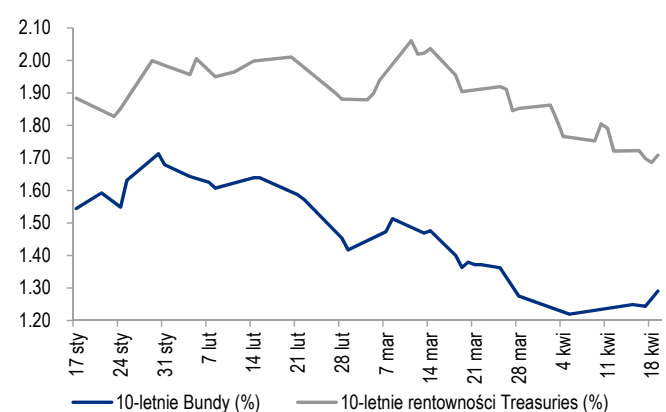
Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 14. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



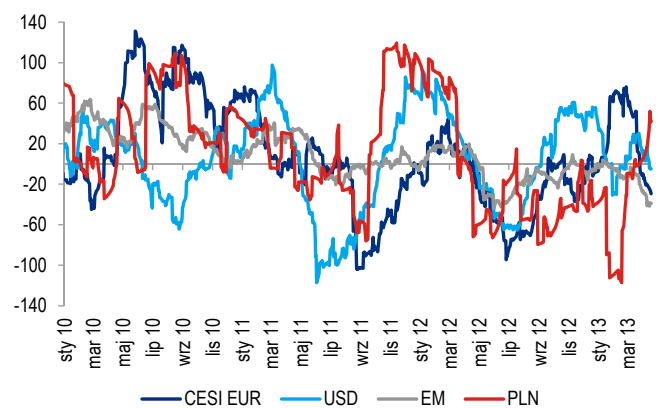
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. 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	490	506	524
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	13,118	13,609
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	2.6
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	1.5	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.2	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	3.00	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.18	3.80
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	3.90	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.36	3.33
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.20	3.32
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.20	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.15	4.09
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	-2.8	-3.7
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	52.7	53.1	51.8
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.8	36.0	35.4

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.