

CitiMonthly

Zderzenie z rzeczywistością

- Fundamenty Polski nie uległy większym zmianom, gospodarka wciąż jest konkurencyjna i rośnie w szybkim tempie. Za to ścieżka inflacji okazuje się znacznie niższa niż jeszcze niedawno oczekiwano.
- Mimo to przedstawiciele Rady Polityki Pieniężnej wyraźnie złagodzili swój przekaz, nie sugerując już konieczności obniżek stóp procentowych.
- Ta zmiana tonu wynika z konfrontacji dotychczasowych planów z nową rzeczywistością. Zmienność na światowych rynkach i odpływy z rynków wschodzących sprawiają, że inwestorzy są mniej wyrozumiali dla zaskakujących zmian w polityce gospodarczej.
- Nie przez przypadek ostrożne komentarze przedstawicieli i kandydatów do RPP nasiliły się po styczniowej decyzji S&P o obniżeniu ratingu Polski. Agencja wspomniała w uzasadnieniu do decyzji o swoich obawach co do niezależności banku centralnego.
- Naszym zdaniem w tej nowej rzeczywistości znacznie zmniejszyły się szanse na obniżki stóp procentowych. Dużo bardziej prawdopodobne wydaje się, że RPP pozostawi stopy bez zmian przez cały 2016 rok. Tym bardziej, że planowane złagodzenie polityki fiskalnej powinno zapewnić gospodarce wyraźny impuls do wzrostu i pomóc podnieść ścieżkę inflacyjną.
- Temat obniżek mógłby powrócić w przypadku znacznego umocnienia złotego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

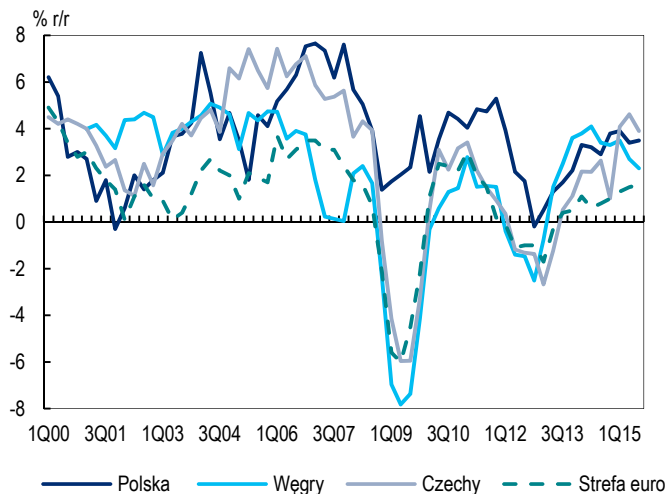
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

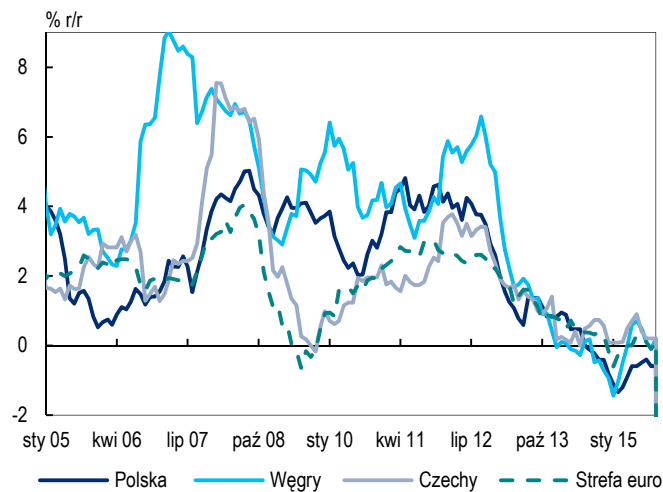
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



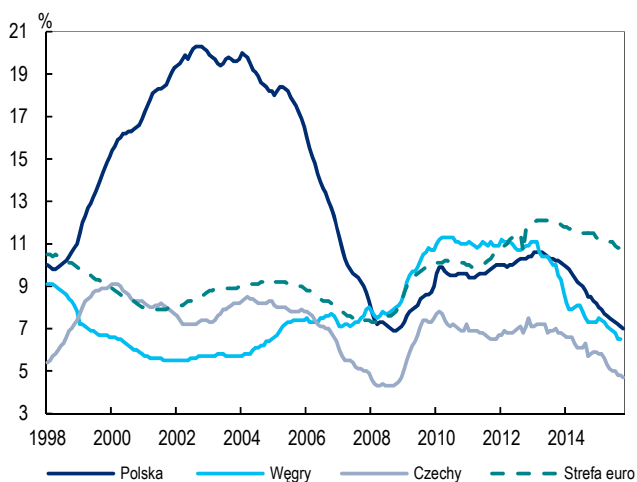
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



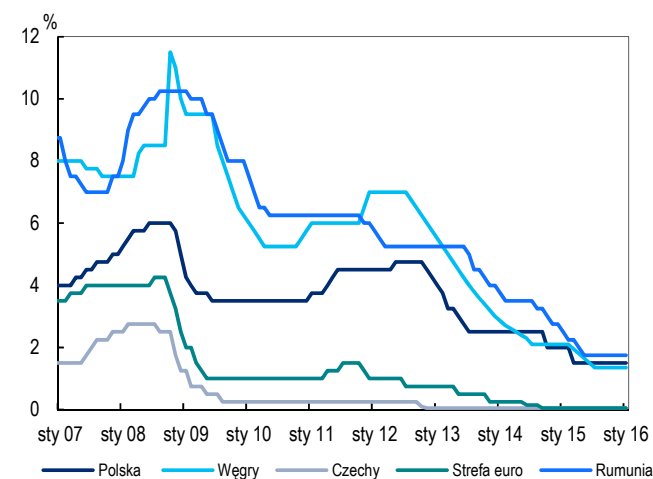
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	0,4	0,7	-1,3	41,0
Węgry	-0,2	3,6	-2,1	74,5
Polska	-0,7	2,7	-2,8	52,4
Rumunia	0,2	3,5	-2,8	40,9
Kryterium konwergencji	<u>0,4</u>	<u>4,7</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2016, opublikowane w listopadzie 2015 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-2010.

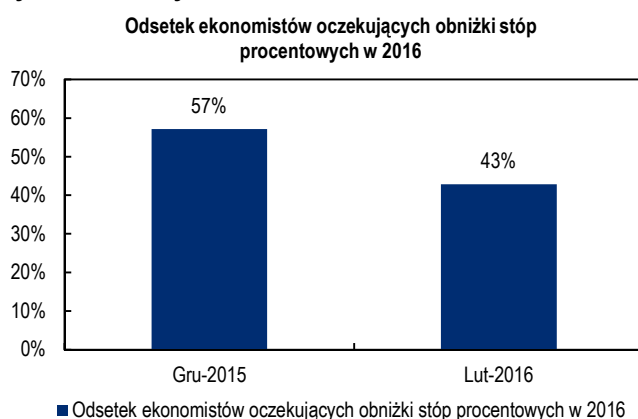
Gospodarka w skrócie

Zderzenie z rzeczywistością

- Oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce wyraźnie słabną.
- Przyczynia się do tego niesprzyjające otoczenie zewnętrzne, obniżka ratingu oraz (w najmniejszym stopniu) silny wzrost gospodarczy w kraju.
- Oczekujemy, że w całym 2016 roku stopy procentowe pozostaną bez zmian.

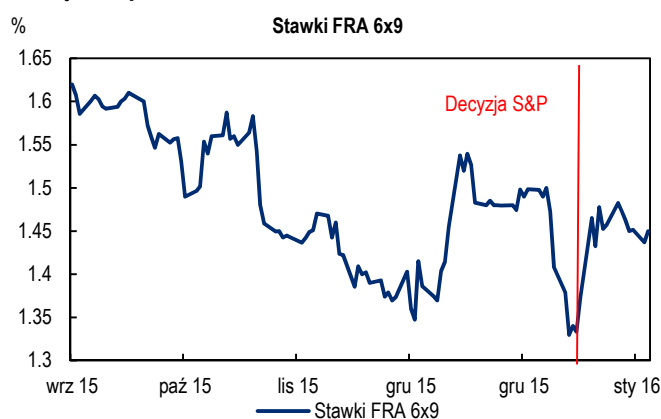
Jeszcze kilka miesięcy temu pojawiały się głosy, że celem nowej Rady Polityki Pieniężnej będzie obniżenie stóp procentowych i wprowadzenie gospodarki na ścieżkę szybszego wzrostu. Nie były to odosobnione opinie - o przestrzeni do obniżek mówili zarówno niektórzy przedstawiciele RPP, jak i posłowie, którzy mają wpływ na wybór członków RPP¹. Większość z tych komentarzy koncentrowała się na bardzo niskiej inflacji, a pomijała kwestię silnego wzrostu gospodarczego oraz niepewnego otoczenia zewnętrznego. Chociaż od tego czasu ścieżka inflacyjna uległa jeszcze głębszemu obniżeniu, nadzieje na obniżki powoli zanikają. Najnowsze ankiety przeprowadzane wśród analityków pokazują, że cięcia stóp w bieżącym roku spodziewa się 43% ankietowanych, podczas gdy w grudniu ten odsetek wynosił 57% (Wykres 5).

Wykres 5. Oczekiwania ekonomistów na obniżki stóp wyraźnie osłabły



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie ankiety agencji Reuters.

Wykres 6. Uczestnicy rynku również są mniej przekonani co do cięć stóp



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

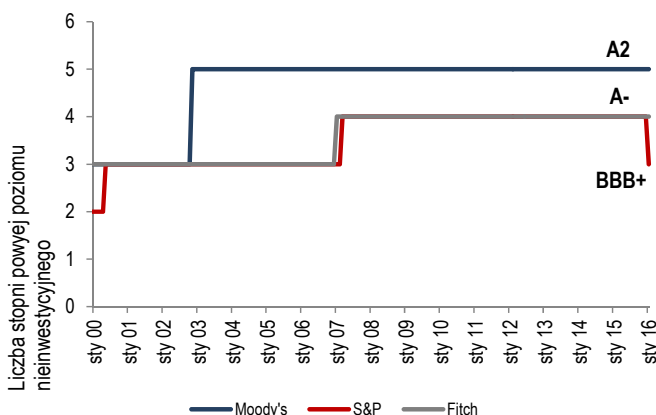
W ostatnich tygodniach sami przedstawiciele RPP dali pretekst do tego, aby zwątpić w obniżki. Pięć osób, które pozostaną w banku centralnym po marcu (J. Osiatyński, E. Gatnar, J. Kropiwnicki, M. Chrzanowski oraz M. Belka) zasygnalizowało, że cięcie stóp nie jest w tym momencie dobrym pomysłem. Ponadto, Adam Glapiński, który obecnie zasiada w RPP i jest wymieniany przez prasę jako jeden z kandydatów na szefa NBP, również wydaje się podzielać ten pogląd. Jednocześnie ze

¹ Por. CitiMonthly z 30 października 2015 r. (Citi Handlowy) oraz „Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 listopada 2015 roku” (NBP).

strony rządu nie padają już zdecydowane sugestie dotyczące konieczności dalszego luzowania polityki pieniężnej.

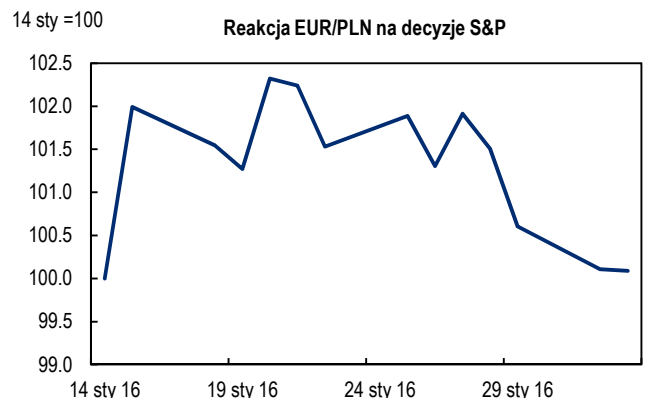
Skąd ta zmiana? Złagodzenie tonu wypowiedzi członków i kandydatów do nowej RPP uwidoczniło się szczególnie po styczniowej decyzji agencji S&P, która obniżyła rating Polski z A- do BBB+, a więc o jeden stopień (Wykres 7). Decyzja była powszechnym zaskoczeniem – spodziewaliśmy się skorygowania perspektywy ratingu z „pozytywnej” do „neutralnej” lub „negatywnej”, ale nie samej obniżki ratingu. Reakcja rynkowa okazała się relatywnie silna, choć krótkotrwała. Na kandydatach do nowej Rady największe wrażenie zapewne zrobił fakt, że agencja podejmując decyzję powołała się przede wszystkim na „miękkie” argumenty – dotyczące nie tyle fundamentów gospodarczych, co raczej otoczenia instytucjonalnego. W szczególności agencja S&P wspomniała o swoich obawach dotyczących niezależności banku centralnego. Sposób uzasadnienia zmiany ratingu zapewne przekonał przedstawicieli banku centralnego, że polityka pieniężna powinna przynajmniej na razie być prowadzona w sposób konserwatywny.

Wykres 7. Pomimo decyzji S&P, rating Polski pozostaje powyżej poziomów „nie inwestycyjnych”



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 8. Reakcja na rynku walutowym na zmianę ratingu była krótkotrwała



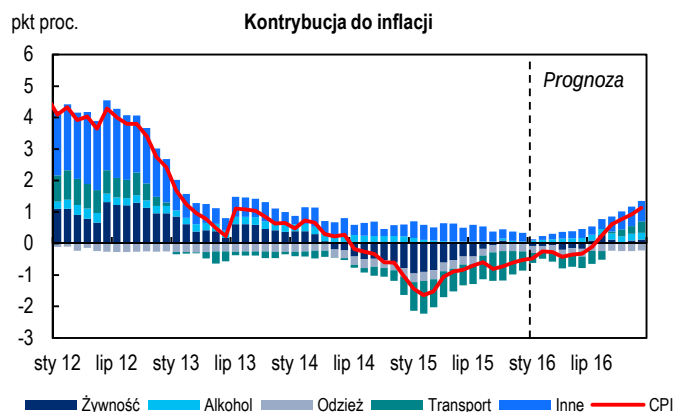
Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Reakcja rynkowa po zmianie ratingu ma również inny wymiar, związany z czynnikami zewnętrznymi. W ostatnich miesiącach stopniowo narastały obawy o stan chińskiej gospodarki oraz kondycję innych rynków wschodzących (EM). Przejawem tych tendencji były odpływy kapitału z rynków wschodzących i związane z tym osłabienie ich walut. W sytuacji tego niekorzystnego globalnego trendu niepokojące nagłówki z Polski (zmiana ratingu) doprowadziły do szczególnie wyraźnego osłabienia kursu złotego. Inwestorzy, którzy w przeszłości w otoczeniu bardzo niskich i spadających stóp procentowych Fed oraz EBC byli bardzo wyrozumiali, tym razem reagują na niepokojące informacje dużo silniej. Ponieważ w bieżącym roku Polska musi sfinansować rekordowo wysokie potrzeby pożyczkowe, zdolność Ministerstwa Finansów do przeczekania zawirowań rynkowych jest odpowiednio mniejsza.

Na razie głównym (i jedynym) argumentem za cięciem stóp procentowych jest uporczywie niska inflacja. Po raz kolejny spadające ceny paliw doprowadziły do obniżenia przewidywanej ścieżki CPI na świecie i w Polsce. Według naszych szacunków do około połowy roku inflacja w kraju może utrzymywać się poniżej lub w pobliżu zera. Na razie

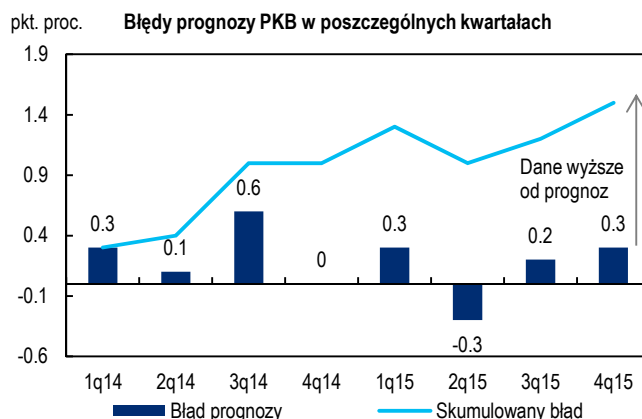
nie widać niekorzystnego wpływu deflacji na aktywność gospodarczą w kraju, jednak nie zmienia to faktu, że RPP może czuć się bardzo niekomfortowo po raz kolejny nie sprowadzając inflacji do poziomu celu.

Wykres 9. Inflacja będzie niższa niż wcześniej oczekiwano przede wszystkim ze względu na ceny paliw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Wzrost pozytywnie zaskakuje już od dłuższego czasu

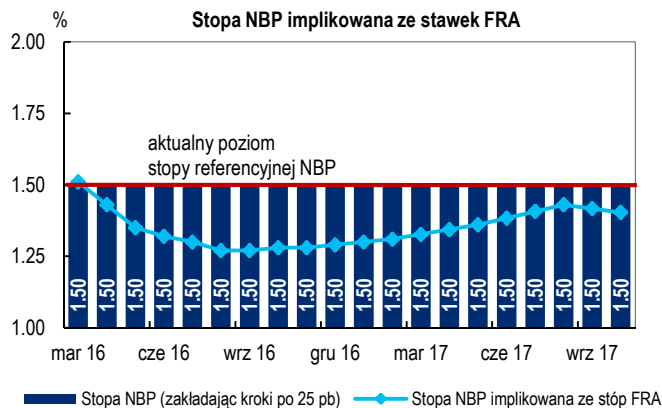


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Niemniej jak wielokrotnie sygnalizowaliśmy, dobre dane o wzroście gospodarczym powodują, że obniżki stóp nie są koniecznością. Wzrost gospodarczy w 2015 roku pozytywnie zaskoczył i wyniósł 3,6%, co oznacza, że PKB w IV kwartale wzrósł o około 3,8% r/r (dane kwartalne nie zostały jeszcze opublikowane). Według naszych szacunków od dwóch lat wzrost w kraju systematycznie, pozytywnie zaskakuje (Wykres 10). Rynek pracy jest w dobrej kondycji, a płace realne rosną w szybkim tempie. Jeżeli ten trend się utrzyma presja na wzrost inflacji bazowej powinna się w końcu pojawić w trakcie 2016 roku, dzięki złagodzeniu polityki fiskalnej. Planowane transfery do gospodarstw domowych (w ramach programu 500+) mogą okazać się poważnym wsparciem dla konsumpcji, a podatek od handlu detalicznego może być dla handlowców pretekstem do podwyżek cen.

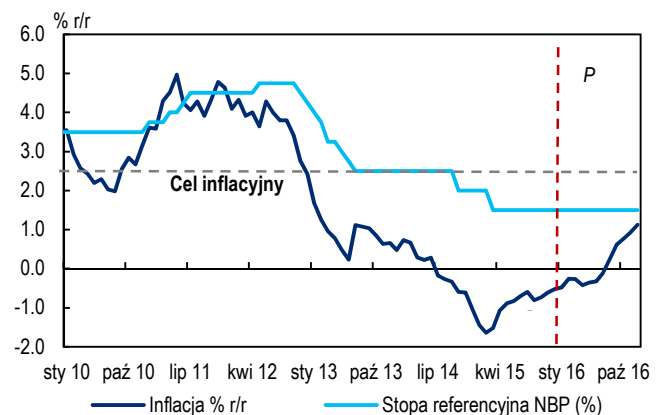
Biorąc pod uwagę silny wzrost gospodarczy, RPP raczej nie będzie czuła presji aby obniżyć stopy procentowe w najbliższych miesiącach. Szczególnie, że jak pokazują doświadczenia po decyzji S&P, otoczenie zewnętrzne nie sprzyja takim ruchom. Polityka pieniężna – wbrew wcześniejszym deklaracjom - będzie musiała wziąć pod uwagę zmieniającą się rzeczywistość, a w tym również podwyższone ryzyko odpływu kapitału z rynków wschodzących. Dotychczasowe zapowiedzi obniżek stóp procentowych abstrahowały od tych twardych ograniczeń. Biorąc to wszystko pod uwagę zakładamy obecnie, że stopy procentowe w 2016 roku pozostaną bez zmian, a w trakcie 2017 roku można spodziewać się pierwszych podwyżek stóp. Na tym tle ciekawie wyglądają notowania FRA. Po decyzji S&P wzrosły one istotnie, a następnie lekko spadły (Wykres 6). Mimo to wciąż sugerują one niższą ścieżkę stóp niż wynikałoby to z obecnego poziomu stopy referencyjnej (Wykres 11). Potencjalnym wytłumaczeniem jest to, że rynek FRA wycenia nie tyle bezpośrednie obniżki stóp NBP, co raczej spadek stóp rynku pieniężnego. Może to wskazywać na oczekiwania, że na przykład ewentualne ograniczenie podaży bonów pieniężnych przez NBP doprowadziłyby do zbiccia stawek WIBOR poniżej dotychczasowych poziomów, nawet bez redukcji stopy referencyjnej.

Wykres 11. Kwotowania rynku FRA wciąż sugerują spadek stóp – raczej stóp WIBOR niż stopy referencyjnej



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 12. Zakładamy obecnie, że stopy procentowe nie zmieniają się przez cały 2016 r.



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Jakie są główne zagrożenia? Podobnie jak osłabienie złotego doprowadziło do wyważonych komentarzy ze strony RPP, ponowne jego umocnienie mogłoby osłabić obawy przed zmiennością rynkową. Pamięć o zawirowaniach rynkowych bywa bowiem bardzo krótka. Co prawda kolejne niekorzystne decyzje ze strony agencji ratingowych są możliwe (szczególnie agencji Moody's, która ocenia Polskę relatywnie wysoko i która zaplanowała przegląd ratingu na maj), jednak mało prawdopodobne wydaje się obniżenie w 2016 roku ratingu Polski poniżej poziomu inwestycyjnego. Aby do tego doszło Moody's musiałby obniżyć rating o pięć stopni, Fitch o cztery, a S&P o trzy. Jeżeli dojdzie do mniejszej zmiany ratingu, będzie to dla rynków finansowych relatywnie mniejszy szok. Trudno bowiem zakładać, żeby częściowo już oczekiwane decyzje agencji miały tak silny wpływ na rynek, jak zaskakująca decyzja S&P ze stycznia. Dlatego gdyby sytuacja na rynkach światowych się uspokoiła a złoty powrócił w pobliże 4,1, kwestia obniżek pewnie ponownie pojawiłaby się podczas posiedzeń RPP. Traktujemy to jednak w tym momencie jako mało prawdopodobny scenariusz, a nasza prognoza zakłada brak zmian stóp przez cały 2016 r.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014					2015							
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	8.4	1.6	5.0	8.8	2.4	2.8	7.6	3.8	5.3	4.1	2.4	7.8	6.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-2.3	-3.2	1.4	13.5	-7.9	-1.4	4.7	-1.3	-7.1	15.1	1.9	-2.6	-3.6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	9.1	3.1	6.8	9.6	2.6	2.8	8.9	4.6	6.1	4.5	2.8	9.3	9.0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	5.0	1.3	-0.3	2.9	8.5	1.3	-2.5	-0.1	4.8	-2.5	-5.2	1.2	-0.3
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	1.8	0.1	-1.3	3.0	-1.5	1.8	3.8	1.2	-0.3	0.1	0.8	3.3	4.9
Stopa bezrobocia (%)	11.4	11.9	11.9	11.5	11.1	10.7	10.2	10.0	9.9	9.7	9.6	9.6	9.8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5
Inflacja (% m/m)	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	0.1	-0.1	-0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.7	-2.8	-2.8	-2.5	-2.7	-2.1	-1.4	-1.8	-2.7	-2.8	-2.3	-1.8	-0.8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-1.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.4	0.6	-0.4	-0.7	-0.1	0.1	0.0	-0.2
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.7	3.6	3.2	4.9	3.7	3.2	2.5	3.3	3.4	4.1	3.3	4.0	3.7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,011	-228	93	1,054	929	928	-963	-1,110	-654	-768	-163	620	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.0	-1.7	-1.5	-1.3	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-629	639	526	485	-117	500	-165	-726	-150	19	499	756	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12356	13323	13791	15439	14452	13939	14304	14201	12706	14906	15348	15504	-
Eksport (% r/r)	9.8	4.4	10.9	14.3	8.6	7.8	10.6	5.2	8.1	3.0	3.0	12.6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12985	12684	13265	14954	14569	13439	14469	14927	12856	14887	14849	14748	-
Import (% r/r)	13.1	-2.1	3.9	8.7	7.7	0.5	10.3	7.3	6.7	5.2	-2.9	5.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.2	8.6	8.7	8.9	7.2	7.6	8.3	8.6	7.3	7.9	8.9	9.3	9.1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8.8	8.5	8.7	8.4	7.8	8.3	8.5	8.8	9.1	9.7	9.4	9.5	9.2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.4	10.1	9.7	11.3	9.2	9.3	12.4	11.1	9.3	8.6	10.9	11.4	10.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.5	7.7	7.1	7.2	6.3	7.7	7.9	7.1	6.6	6.1	6.4	6.4	6.6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.4	5.6	5.6	5.5	3.4	3.7	4.5	5.5	6.6	7.1	8.0	7.5	7.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	2.06	2.03	1.91	1.73	1.65	1.67	1.70	1.72	1.72	1.72	1.73	1.73	1.72
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.06	2.00	1.81	1.65	1.65	1.68	1.72	1.72	1.72	1.71	1.73	1.73	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.80	1.61	1.64	1.55	1.66	1.69	1.82	1.65	1.67	1.70	1.56	1.57	1.43
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.77	1.56	1.61	1.60	1.77	1.79	1.98	1.81	1.87	1.79	1.65	1.61	1.62
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.15	1.68	1.89	1.94	2.23	2.46	2.74	2.49	2.51	2.39	2.09	2.08	2.23
EUR/PLN (koniec okresu)	4.29	4.19	4.15	4.07	4.04	4.12	4.19	4.15	4.23	4.24	4.26	4.27	4.27
USD/PLN (koniec okresu)	3.54	3.71	3.70	3.79	3.61	3.76	3.76	3.76	3.77	3.80	3.85	4.04	3.92
EUR/USD (koniec okresu)	1.21	1.13	1.12	1.07	1.12	1.10	1.11	1.10	1.12	1.12	1.10	1.06	1.09
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	29.0	0.6	11.3	16.7	16.7	19.6	26.2	26.6	25.9	31.1	34.5	36.1	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	61.0%	1.3%	24.6%	36.2%	36.2%	42.6%	57.0%	57.7%	56.1%	67.6%	74.8%	78.4%	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	480	530	500	524	546	472	454
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1362	1445	1567	1629	1656	1719	1777	1875
PKB per capita (USD)	11508	12448	13740	12983	13615	14197	12276	11829
Populacja (mln)	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4
Stopa bezrobocia (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	9,9	9,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,6	3,3	3,6	3,3
Inwestycje (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	9,8	6,1	3,5
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	3,1	3,2	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	5,2	4,7
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	4,7	5,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	1,1
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	0,1
Płace nominalne (% r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,6	4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	3,76	3,66	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,69
USD/PLN (Koniec okresu)	2,85	2,96	3,44	3,08	3,01	3,54	3,92	4,16
USD/PLN (Średnia)	3,12	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	4,13
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,46	4,07	4,15	4,29	4,27	4,37
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,41
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-15,1	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-2,8	-7,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,4	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,6	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,0	-3,3
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	188,5	185,1
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	186,5	188,4
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	9,5	9,5
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-14,1	-13,9
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-3,0	-3,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4,6	-5,0	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,2	-1,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	51,8	52,0	51,6	53,3	47,9	49,5	50,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015E	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,6	3,3	3,7	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	0,1	2,8	2,8	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-0,6	-1,7	-2,0	-2,3	-3,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	2,50	3,25	3,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,54	3,92	4,16	3,82	3,51	3,24
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	4,13	3,95	3,62	3,34
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,27	4,37	4,01	3,97	3,93
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,41	4,15	3,98	3,95

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.