

CitiMonthly

Wiatr w oczy

- Nic co dobre nie może trwać wiecznie. Niemal czteroprocentowy wzrost gospodarczy z końca ubiegłego roku jest w krótkim okresie nie do utrzymania i spodziewamy się jego wyhamowania do 3-3,5% w pierwszym kwartale 2016 r.
- Głównym wyzwaniem w tym momencie jest spowolnienie w strefie euro. Osłabienie aktywności w Chinach ma wpływ na kondycję niemieckiego przemysłu, na co wskazuje zauważalny spadek indeksów koniunktury. Z tego powodu ryzyko globalnej recesji rozumianej jako spowolnienie światowego wzrostu poniżej 2% wydaje się obecnie poważnym zagrożeniem, choć nie jest to jeszcze nasz scenariusz bazowy. W tej sytuacji zdecydowaliśmy się obniżyć tegoroczne prognozy wzrostu w Niemczech do 1,1% (w dół o 0,6 pkt.).
- Spowolnienie w Polsce jest najprawdopodobniej przejściowe. Program 500+ to w praktyce program stymulowania fiskalnego, który może z nawiązką zrekompensować wpływ spowolnienia za granicą. Dlatego podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający wzrost w kraju na poziomie 3,3% w całym 2016 roku. Gdyby nie wyhamowanie PKB w strefie euro, polska gospodarka rosłaby szybciej.
- Tak jak sygnowaliśmy w poprzednim raporcie miesięcznym, szanse na obniżkę stóp procentowych w najbliższych miesiącach wyraźnie spadły. Nowa Rada Polityki Pieniężnej nie chce podejmować pochopnych decyzji, woli poczekać na konsekwencje programu 500+. Taka strategia wydaje się uzasadniona biorąc pod uwagę mimo wszystko dobre wyniki polskiej gospodarki oraz sygnały świadczące o ciągłej poprawie na rynku pracy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

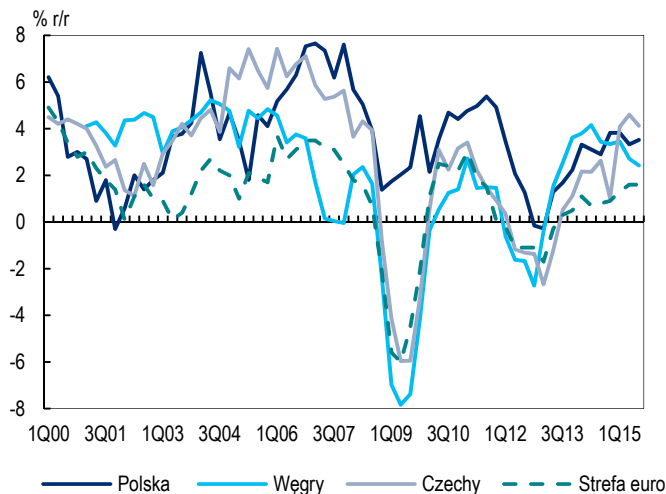
piotr.kalisz@citi.com**Cezary Chrapek**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

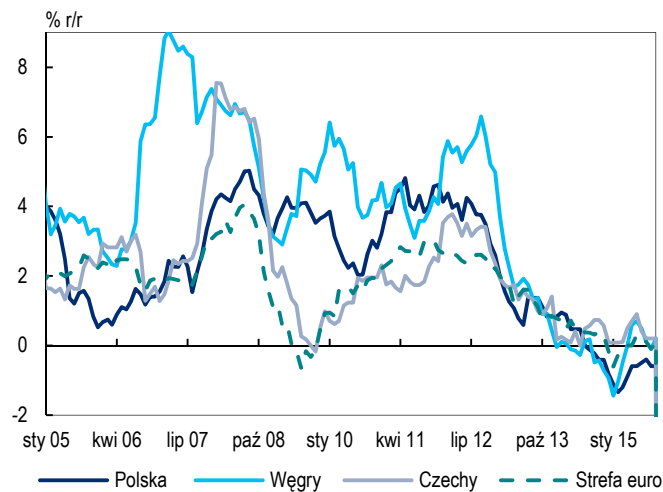
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



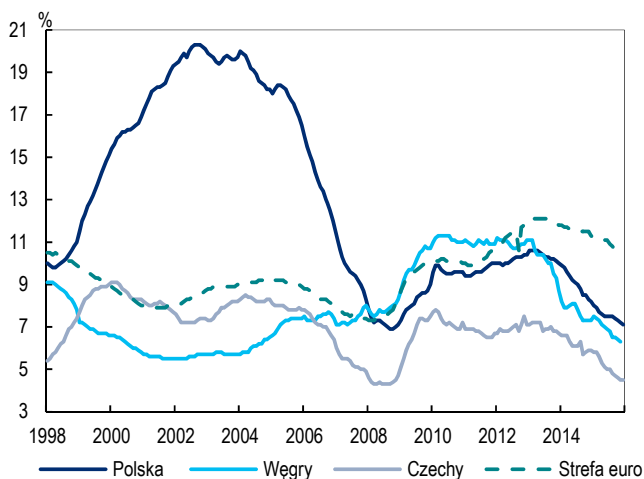
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



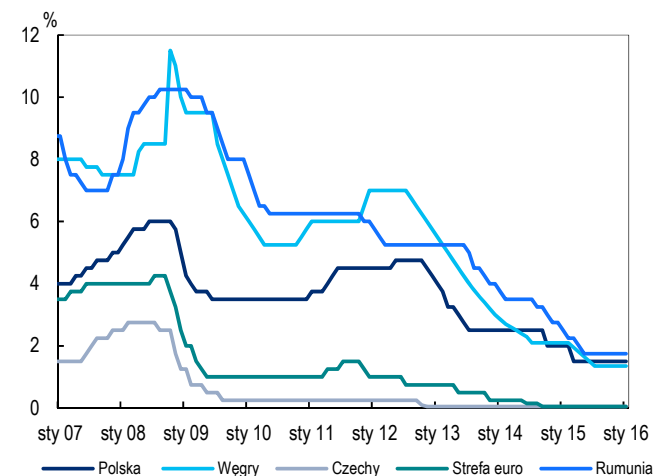
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



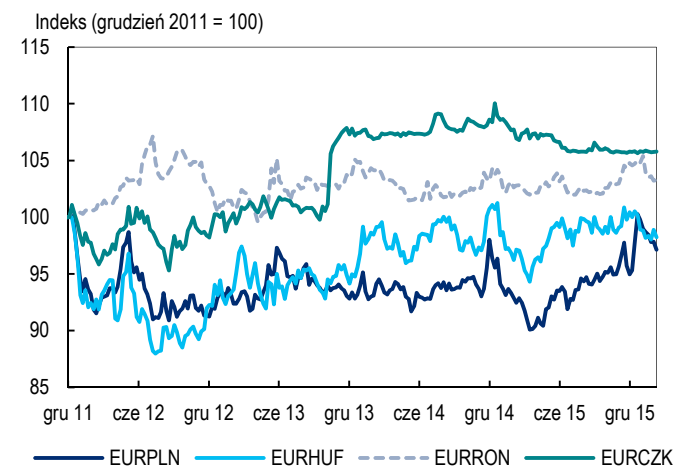
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



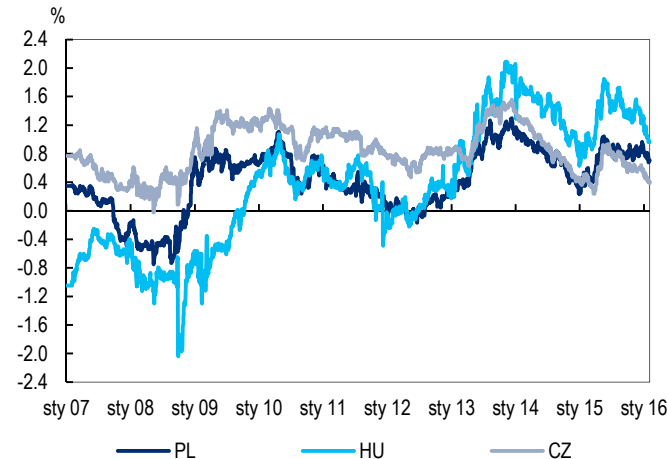
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Nachylenie krzywej swap (10 lat -2 lata)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

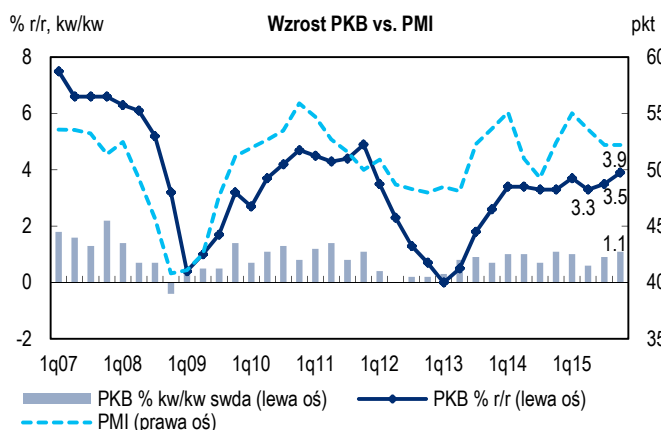
Zderzenie z rzeczywistością

- Początek roku przyniesie spowolnienie w kraju, prawdopodobnie głębsze niż zakłada konsensus rynkowy. Dopiero wypłaty z programu 500+ pomogą podnieść dynamikę PKB w II połowie roku.
- Inflacja pozostaje znacznie poniżej zera i nie przekroczy tego poziomu aż do trzeciego kwartału.
- Polityka fiskalna zostanie zauważalnie złagodzona, podczas gdy w polityce pieniężnej stopy procentowe pozostaną bez zmian.

Okres bardzo pozytywnych niespodzianek może już dobiegać końca.

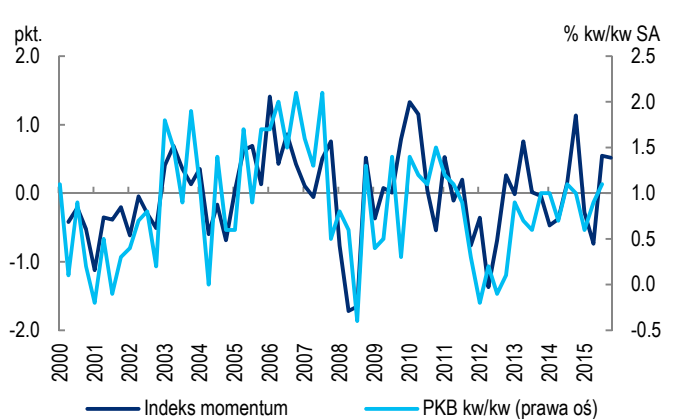
Po wyższych od oczekiwań danych o wzroście gospodarczym w trzecim oraz czwartym kwartale, miesięczne dane za styczeń rozczarowały. O ile samo spowolnienie w produkcji przemysłowej, budownictwie oraz sprzedaży detalicznej można częściowo tłumaczyć efektami kalendarzowymi, o tyle skala spowolnienia była jednak we wszystkich przypadkach większa od prognoz. Na razie spowolnienie nie jest jeszcze widoczne w naszym indeksie, który ma za zadanie pokazywać zmiany kwartalnego PKB (Wykres 6). Jeżeli jednak produkcja i sprzedaż nie odbije istotnie w lutym, indeks odnotuje bardzo wyraźny spadek.

Wykres 5. Wzrost PKB w ubiegłym roku był wysoki i nie okazywał oznak spowolnienia



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 6. Indeks momentum obniży się już w lutym, jeśli dane o produkcji o sprzedaży nie ulegną poprawie



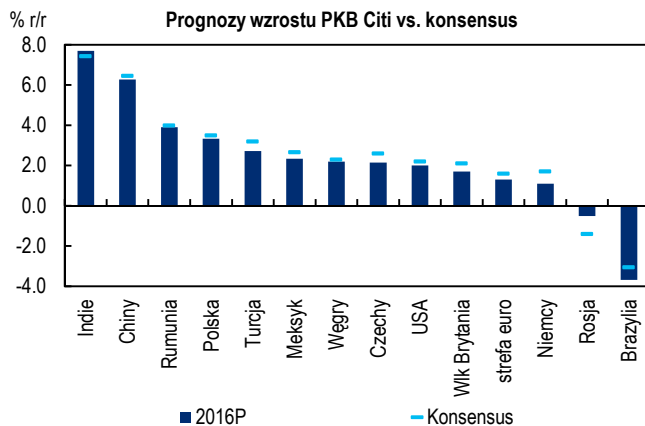
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat, Bloomberg.

Ryzyko globalnej recesji na horyzoncie?

Najpoważniejszym zagrożeniem jest spowolnienie w Europie. Dane z niemieckiej gospodarki, w tym przede wszystkim spadek indeksów Ifo oraz PMI w lutym sygnalizują, że również otoczenie zewnętrzne będzie z punktu widzenia krajowego PKB zdecydowanie mniej sprzyjające niż dotychczas. Co prawda w okresach spowolnienia polskie produkty są dla zachodnioeuropejskich odbiorców bardzo korzystną alternatywą, jednak trudno zakładać, że spowolnienie w Niemczech nie będzie miało wpływu na wzrost w Polsce (choćby przez kanał inwestycji). Coraz bardziej

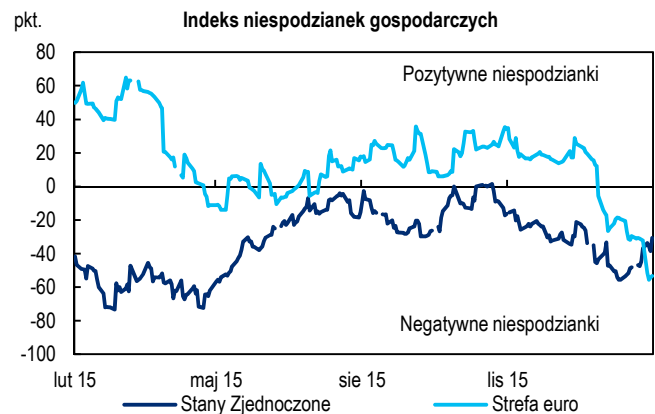
realnym zagrożeniem jest możliwość globalnej recesji, rozumianej nie tyle jako spadek światowego PKB, lecz jako wyjątkowo wolny wzrost (prawdopodobnie poniżej 2%). Przyczynia się do tego głębokie spowolnienie w Chinach, objawy „zadyszki” europejskiej oraz amerykańskiej gospodarki, a także brak szans na istotne poluzowanie polityki fiskalnej. Gdyby ten scenariusz miał się zrealizować, gospodarka polska mogłaby w 2016 roku wyhamować poniżej 3% r/r.

Wykres 7. Prognozy wzrostu PKB Citi są w przypadku większości krajów nieco niższe od konsensusu



Źródło: Citi Research.

Wykres 8. Dane ze strefy euro zaskakują negatywnie i sygnalizują gorsze perspektywy wzrostu w tym roku



Źródło: Citi Research, Bloomberg.

Wzrost dzięki stymulacji fiskalnej

Pomimo zewnętrznych zagrożeń, oczekiwane przez nas spowolnienie na początku 2016 roku powinno być przejściowe. W przeciwieństwie do wielu krajów rozwiniętych Polska planuje znaczne rozluźnienie fiskalne w 2016 roku, które będzie miało formę zwiększonych transferów do gospodarstw domowych (program 500+). Szacunki CenEA pokazują, że dla rodzin o dochodach niższych niż mediana może to oznaczać bardzo istotny zastrzyk finansowy rzędu 20-30%. Dzięki temu konsumpcja powinna wyraźnie przyspieszyć już w najbliższych kwartałach, a jej wysoka dynamika utrzyma się przynajmniej przez rok. Nawet jeżeli obawy dotyczące niemożności wypłat zasiłków z programu 500+ już od kwietnia okażą się uzasadnione, może to oznaczać opóźnienie wypłat zaledwie o kilka miesięcy. Wówczas w III kw. doszłoby do kumulacji wypłaty zaległych zasiłków, co oznaczałoby jeszcze silniejszy impuls dla konsumpcji.

W pierwszym roku program 500+ będzie finansowany głównie ze źródeł niepodatkowych (zysk NBP oraz aukcja częstotliwości LTE). Ponieważ wzrost podatków jest w 2016 roku mniejszy niż wydatków z tytułu 500+, oznacza to, że Polska planuje fiskalną stymulację, gdy gospodarka i tak rośnie już w szybkim tempie i nie potrzebuje takiego wsparcia. Jeżeli jednak rzeczywiście doszłoby do globalnej recesji, mogłoby to oznaczać, że Polska przez przypadek wprowadziła program luzowania fiskalnego w momencie, gdy jest ono rzeczywiście pożądane. Podobne antycykliczne złagodzenie polityki fiskalnej nastąpiło po wybuchu światowego kryzysu i było głównym powodem dla którego krajowa gospodarka uniknęła recesji. Biorąc pod uwagę powyższe argumenty oczekujemy, że po spowolnieniu w I połowie roku, pod koniec roku wzrost PKB ponownie zbliży się do 4%. W całym roku może on wynieść przeciętnie około 3,3%.

Polityka fiskalna

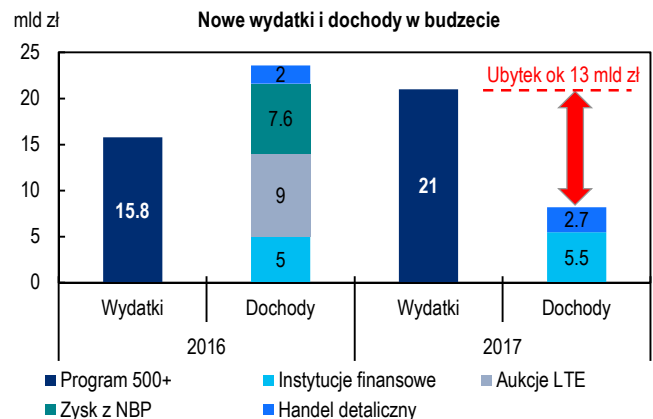
Pomimo znacznych zmian w polityce fiskalnej, tegoroczny budżet wydaje się być pod kontrolą. Co prawda wydatki z tytułu 500+ mają wynieść około 17 mld zł, ale powinny być z nadładkiem pokryte przez jednorazowe wpływy oraz dochody z VAT związane z wypłatą 500+. Do tego dochodzi podatek od aktywów banków oraz ubezpieczycieli, a na późniejszym etapie również podatek od handlu detalicznego. W sumie oznacza to, że budżet posiada komfortową poduszkę i ryzyko jego rewizji jest niskie, nawet jeżeli nie uda się poprawić ściągłości z VAT.

Wykres 9. Osoby o dochodach niższych od mediany zyskają 20-30% na programie 500+



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Finansowanie wydatków z tytułu 500+ może być trudniejsze w 2017 r.



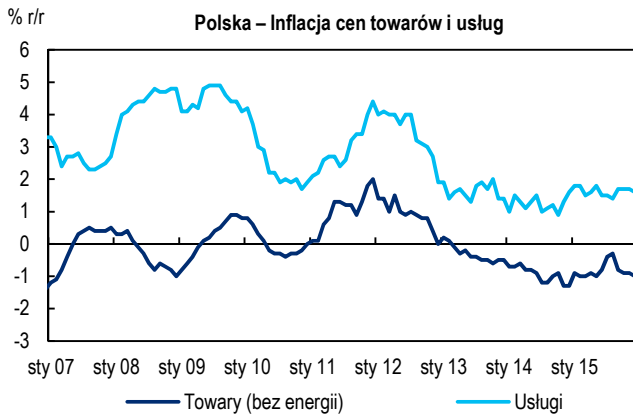
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Zdecydowanie mniej optymistycznie przedstawia się sytuacja budżetowa w 2017 roku. Ostrożne planowanie budżetowe oznaczałoby, że na rok 2017 Ministerstwo nie może już zakładać ani dochodów z LTE ani podobnie wysokich wpływów z zysku NBP. Tym samym dochody niepodatkowe spadną o około 15 mld zł, podczas gdy wydatki z tytułu programu 500+ i tak wzrosną o dodatkowe 5-6 mld zł. W takich warunkach stawka podatku VAT prawdopodobnie nie zostanie obniżona do 22%. Ponadto nie można wykluczyć wprowadzenia nowych podatków sektorowych lub niewielkiego podniesienia już istniejących podatków (np. akcyzy). Podwyżek podatków można byłoby uniknąć w przypadku istotnej poprawy ściągłości podatków i ograniczenia luki w VAT. Ministerstwo Finansów zapewne będzie w tym kierunku zmierzało, jednak dochody z poprawy ściągłości będą zapewne rosły tylko stopniowo.

Polityka pieniężna

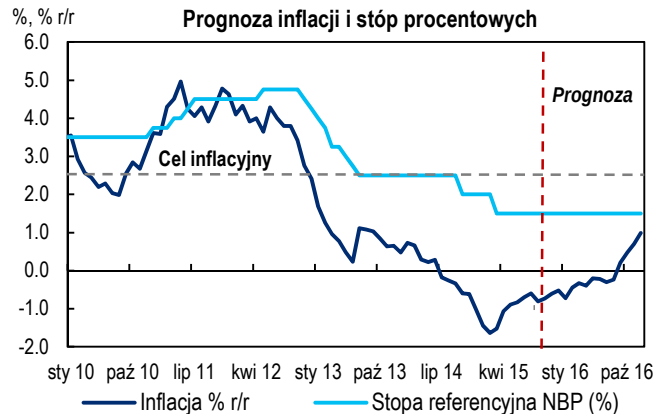
Inflacja pozostanie na bardzo niskim poziomie przez większość 2016 roku. Na razie inflacja bazowa pozostaje na bardzo niskim poziomie, ale nie widać również popytowej presji na dalszy spadek cen. Inflacja cen usług utrzymuje się na umiarkowanie pozytywnym poziomie, w pobliżu 1,5%, a więc dolnej granicy przedziału wahań wokół celu inflacyjnego. W sumie ten zestaw wskaźników potwierdza, że rosnący popyt na razie miał niewielki wpływ na wzrost cen, jednak sytuacja może się powoli zmieniać w kolejnych kwartałach. Impulsy inflacyjne mogą się pojawić pod koniec roku, po uruchomieniu programu 500+ oraz wprowadzeniu podatku detalicznego. Wcześniejsze istotne odbicie inflacji mogłoby nastąpić prawie wyłącznie pod wpływem cen paliw lub żywności.

Wykres 9. Ceny usług w Polsce rosną, deflacja ma charakter importowany



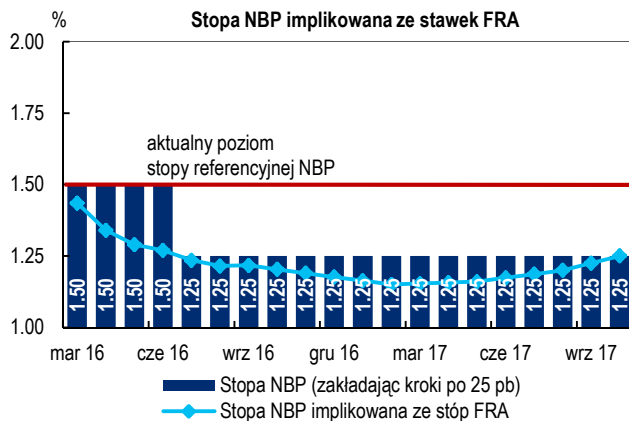
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 10. Inflacja pozostanie poniżej zera najprawdopodobniej do sierpnia 2016 roku



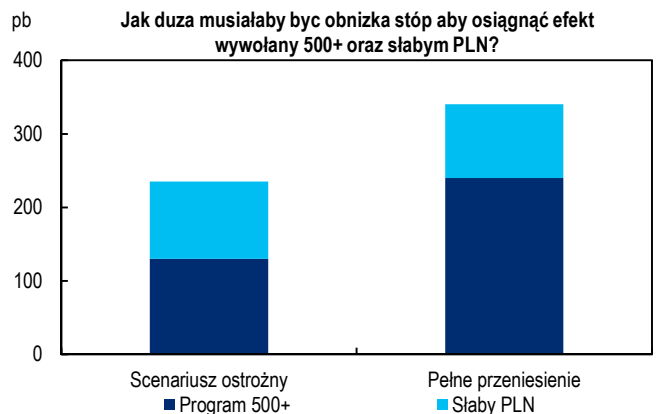
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 11. Stopy rynku pieniężnego są już niższe, nawet bez obniżki stóp NBP



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 12. Wpływ słabego złotego oraz programu 500+ na PKB jest porównywalny z obniżką stóp o 2,5 pp.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Dla RPP długi okres nadmiernie niskiej inflacji zapewne nie jest komfortowy, tym bardziej, że CPI może nie wrócić do celu przed 2018 rokiem. Nowa projekcja inflacyjna, która zostanie opublikowana w marcu powinna pokazać ścieżkę CPI niższą o około 1 punkt w stosunku do poprzedniej projekcji (z listopada). Niemniej na razie nie widać wśród nowych członków RPP zamiarów obniżek stóp procentowych. Pierwsze ich wypowiedzi sugerują raczej, że nie zamierzają obniżyć stóp, ani uciekać się do niestandardowych działań. Dla części przedstawicieli RPP istotna jest ocena konsekwencji zmian w polityce fiskalnej, która wpływa na złagodzenie polityki gospodarczej (policy-mix). Według naszych szacunków osłabienie złotego z ostatnich trzech miesięcy oraz planowany program 500+ będą miały pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy, porównywalny z obniżką stóp NBP o 2,5 punktu proc. (stopa referencyjna na poziomie minus 1%). Biorąc to pod uwagę w naszych prognozach zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przez cały 2016 rok i prawdopodobnie pierwszą połowę 2017 roku. Do obniżki mogłoby jednak dojść na przykład w sytuacji znacznego umocnienia złotego, który dodatkowo obniżyłby ścieżkę CPI.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2015												2016
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1.6	5.0	8.8	2.4	2.8	7.4	3.8	5.3	4.0	2.4	7.8	6.7	1.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-3.2	1.4	13.5	-7.9	-1.4	4.5	-1.2	-7.1	15.0	2.0	-2.6	-3.6	-8.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3.1	6.8	9.6	2.6	2.8	8.7	4.6	6.1	4.5	2.9	9.3	8.9	1.8
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	1.3	-0.3	2.9	8.5	1.3	-2.6	-0.1	4.8	-2.5	-5.2	1.2	-0.3	-8.6
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	0.1	-1.3	3.0	-1.5	1.8	3.8	1.2	-0.3	0.1	0.8	3.3	4.9	7.1
Stopa bezrobocia (%)	12.0	12.0	11.7	11.2	10.8	10.3	10.1	10.0	9.7	9.6	0.0	0.0	0.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	2.3
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.7
Inflacja (% m/m)	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	0.1	-0.1	-0.2	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.8	-2.8	-2.5	-2.7	-2.1	-1.4	-1.8	-2.7	-2.8	-2.3	-1.8	-0.8	-1.2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.4	0.6	-0.4	-0.7	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.5
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.6	3.2	4.9	3.7	3.2	2.5	3.3	3.4	4.1	3.3	4.0	3.1	4.0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-228	93	1,054	929	928	-963	-1,110	-654	-768	-163	582	-410	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.7	-1.5	-1.3	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	639	526	485	-117	500	-165	-726	-150	19	499	756	373	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	13323	13791	15439	14452	13939	14304	14201	12706	14906	15348	15504	13849	-
Eksport (% r/r)	4.4	10.9	14.3	8.6	7.8	10.6	5.2	8.1	3.0	3.0	12.6	12.1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12684	13265	14954	14569	13439	14469	14927	12856	14887	14849	14748	13476	-
Import (% r/r)	-2.1	3.9	8.7	7.7	0.5	10.3	7.3	6.7	5.2	-2.9	5.4	3.8	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.6	8.7	8.9	7.2	7.6	8.3	8.6	7.3	7.9	8.9	9.3	9.1	10.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8.5	8.7	8.4	7.8	8.3	8.5	8.8	9.1	9.7	9.4	9.5	9.2	9.4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	10.1	9.7	11.3	9.2	9.3	12.4	11.1	9.3	8.6	10.9	11.4	10.4	12.0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	7.7	7.1	7.2	6.3	7.7	7.9	7.1	6.6	6.1	6.4	6.4	6.6	4.1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.6	5.6	5.5	3.4	3.7	4.5	5.5	6.6	7.1	8.0	7.5	7.1	11.4
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	2.03	1.91	1.73	1.65	1.67	1.70	1.72	1.72	1.72	1.73	1.73	1.71	1.69
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.00	1.81	1.65	1.65	1.68	1.72	1.72	1.72	1.71	1.73	1.72	1.71	1.67
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.61	1.64	1.55	1.65	1.69	1.82	1.72	1.67	1.70	1.56	1.57	1.47	1.42
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.56	1.61	1.60	1.70	1.79	1.98	1.81	1.87	1.79	1.65	1.61	1.58	1.54
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1.68	1.89	1.94	2.23	2.46	2.74	2.49	2.51	2.39	2.09	2.08	2.23	2.39
EUR/PLN (koniec okresu)	4.19	4.15	4.07	4.04	4.12	4.19	4.15	4.23	4.24	4.26	4.27	4.29	4.42
USD/PLN (koniec okresu)	3.71	3.70	3.79	3.61	3.76	3.76	3.76	3.77	3.80	3.85	4.04	3.95	4.08
EUR/USD (koniec okresu)	1.13	1.12	1.07	1.12	1.10	1.11	1.10	1.12	1.12	1.10	1.06	1.09	1.08
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	0.6	11.3	16.7	16.7	19.6	26.2	26.6	25.9	31.1	34.5	36.1	-	1.7
Def. budżetowy kum. (% planu)	1.3%	24.6%	36.2%	36.2%	42.6%	57.0%	57.7%	56.1%	67.6%	75.0%	78.5%	-	3.1%

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	477
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,445	1,567	1,629	1,656	1,719	1,777	1,875
PKB per capita (USD)	11,508	12,448	13,740	12,983	13,615	14,197	12,276	12,425
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	1,3	3,3	3,6	3,3
Inwestycje (% r/r)	-12,7	9,7	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,2	3,8
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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	1,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	0,0
Płace nominalne (% r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	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	1,59
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,93
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,39
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-15,1	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-0,8	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,4	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,9	5,0
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	190,6	205,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	187,8	200,5
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	11,0	12,0
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,7	-13,4
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	-2,9	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4,6	-5,0	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,1	-1,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	51,8	52,0	51,6	53,3	47,9	49,4	50,2

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	0.0	2.0	2.7	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.0	-0.2	0.5	-0.6	-1.2	-3.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2.00	1.50	1.50	2.50	3.25	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.52	3.92	3.95	3.79	3.52	3.26
USD/PLN (Średnia)	3.15	3.77	3.93	3.85	3.63	3.41
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.26	4.38	4.18	4.08	3.99
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.18	4.39	4.25	4.11	4.03

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.