

CitiMonthly

W skrócie

- Polska gospodarka wciąż rośnie w szybkim tempie ale pojawia się coraz więcej oznak spowolnienia. Spodziewamy się jednak, że będzie ono przejściowe i w całym 2014 oraz 2015 wzrost wyniesie około 3,5%.
- Inflacja spadła w pobliże zera, a od lipca możliwa jest przejściowa niewielka deflacja, która potrwa dwa-cztery miesiące. W horyzoncie roku wskaźnik CPI powróci jednak powyżej 2% r/r.
- Oczekiwany przez nas program ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC i wyraźne obniżenie ścieżki inflacji w ostatnich miesiącach oddala perspektywę podwyżek stóp procentowych.
- Skandal związany z publikacją nagranych rozmów polskich polityków oraz szefa banku centralnego sprawił, że uczestnicy rynków finansowych przez chwilę przypomnieli sobie o ryzyku politycznym.
- Seria niższych od oczekiwań odczytów inflacji, odłożona w czasie perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej oraz ograniczona podaż obligacji najprawdopodobniej przyczynią się do obniżenia ścieżki rentowności.
- Podwyższone ryzyko polityczne oraz oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed doprowadzą do osłabienia złotego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

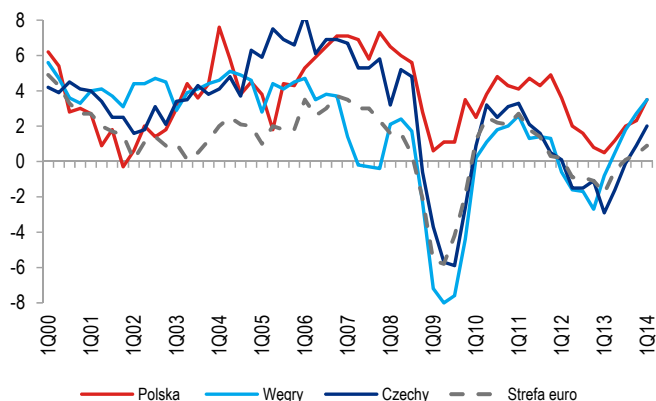
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

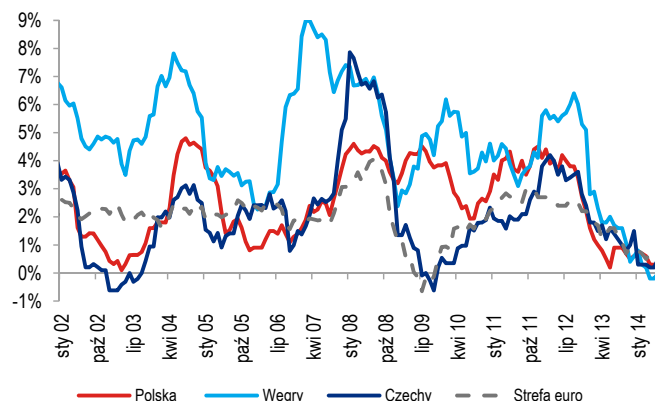
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



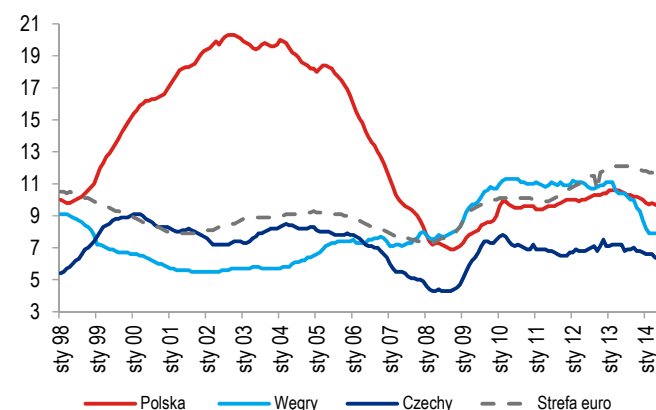
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



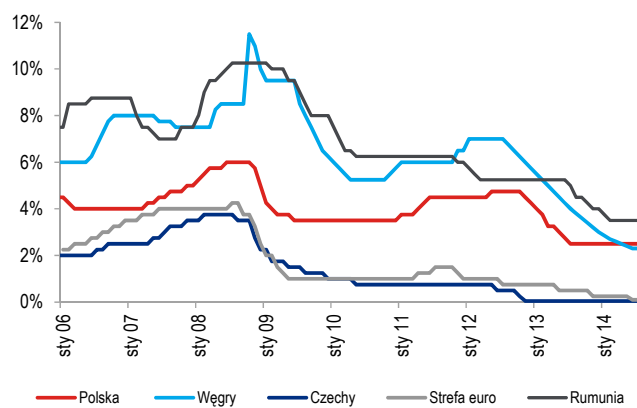
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	0,9	2,2	-1,9	44,4
Węgry	1,0	5,8	-2,9	80,3
Polska	0,6	4,2	5,7	49,2
Rumunia	2,1	5,3	-2,2	39,9
Kryterium konwergencji	1,7	5,4	-3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2014, opublikowane w maju 2014 r.

Uwaga: Inflacja została obliczona, jako dwunastomiesięczna średnia wskaźników HICP. Stopa procentowa to średnia dwunastomiesięczna z rentowności dziesięcioletnich obligacji rządowych. Dług i saldo sektora inst. rządowych i samorządowych (*general government*) jest zdefiniowany zgodnie z metodologią ESA-95. Prognoza deficytu sektora inst. rządowych i samorządowych na rok 2014 dla Polski oparta na metodologii ESA-95 uwzględnia transfer aktywów OFE. Jednak, jeśli Eurostat zmieni metodologię na ESA-2010 wówczas saldo sektora inst. rządowych i samorządowych zostanie pomniejszone o tą wielkość, tj. ok 8 pkt proc PKB.

U progu deflaciji

- ## Gospodarka wyhamowuje

3

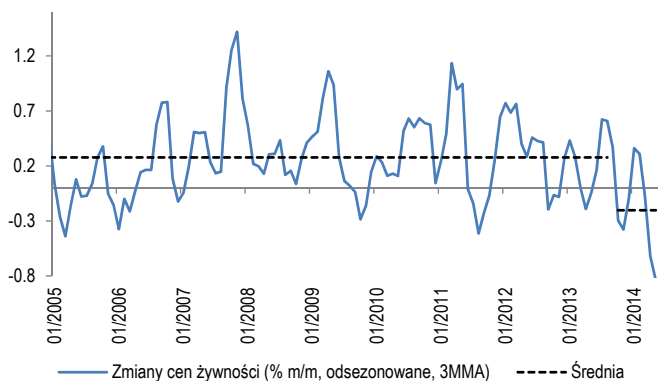
że wzrost w II kw. wyhamował do 3% z 3,4% na początku roku, jednak spodziewamy się jego ponownego przyspieszenia pod koniec roku, o czym świadczy choćby postępujące ożywienie na rynku pracy oraz większa skłonność do inwestowania wśród polskich firm.

Inflacja wciąż bardzo niska

W maju inflacja spadła do 0,2% r/r i oczekujemy, że pozostanie na tym poziomie również w czerwcu. Z punktu widzenia uczestników rynków finansowych najważniejsze jest jednak to, że inflacja może ponownie spaść w dalszej części roku i przynajmniej w okresie lipiec-sierpień (a nawet do października) trudno będzie uniknąć deflacji. Niemniej warto podkreślić, że gwałtowny spadek CPI w ostatnich miesiącach wynikał z wyjątkowego spadku cen żywności, częściowo związanego z embargiem na eksport polskiego mięsa do Rosji oraz z korzystnymi warunkami pogodowymi. Wykres 7 pokazuje na przykład, że o ile historycznie ceny żywności rosły miesięcznie o około 0,3% m/m (po wyeliminowaniu sezonowości), w ostatnich miesiącach dotkniętych przez embargo rosyjskie spadały one przeciętnie o 0,2%.

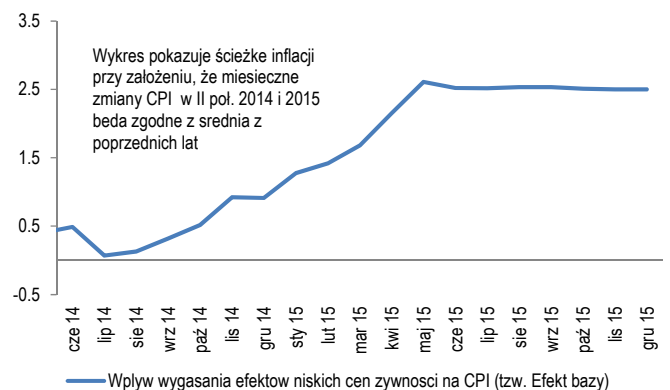
Spodziewamy się, że tak znaczny rozdźwięk między bieżącym zachowaniem cen żywności i historycznymi trendami nie utrzyma się zbyt długo. Samo wygasanie tego efektu będzie prowadziło do stopniowego wzrostu rocznego wskaźnika inflacji w miarę jak nadzwyczaj niska dynamika cen z 2014 roku będzie „wypadała” z rocznego indeksu. Wykres 8 pokazuje, że sam taki automatyczny efekt mógłby popchnąć CPI w kierunku 2,5% r/r. Biorąc to pod uwagę uważamy, że obecny wyjątkowo niski poziom inflacji ma zapewne charakter przejściowy.

Wykres 7. Zmiany cen żywności (m/m, odsezonowane – trzymiesięczna średnia ruchoma)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Wygaśnięcie efektów bazy mogłoby sprowadzić inflację w ciągu roku w okolice 2,5%



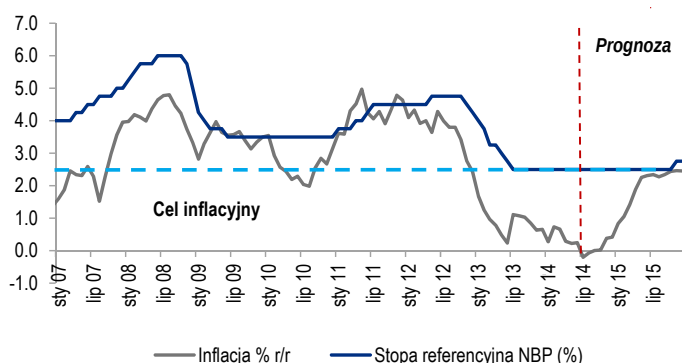
Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

RPP łagodnieje

Podczas czerwcowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej złagodziła ton swojego komunikatu i zasygnalizowała, że wśród możliwych opcji jest nie tylko podwyżka lub stabilizacja stóp, lecz również obniżka. Był to pierwszy taki sygnał sugerujący, że rozluźnienie polityki monetarnej wcale nie powinno być zupełnie wykluczane. Zmianę w komunikacji Rady częściowo tłumaczy fakt, że posiedzenie RPP było zaplanowane na dzień przed kluczowym posiedzeniem EBC, podczas którego bank centralny strefy euro obniżył stopy procentowe, w tym stopę

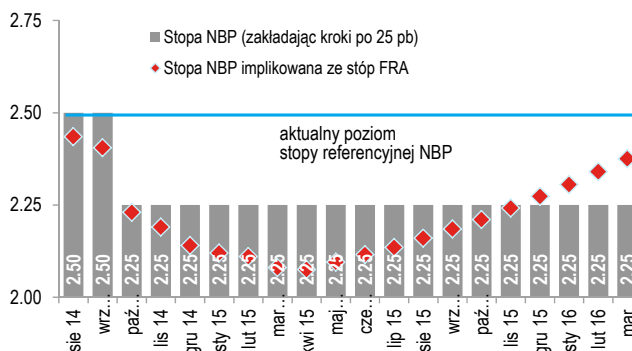
depozytową poniżej zera. Członkowie Rady zdecydowali się na złagodzenie tonu, aby zostawić sobie otwartą furtkę do obniżek na wypadek znacznego umocnienia złotego po decyzji EBC. Od tego czasu jednak złoty, zamiast się umacniać, stracił na wartości i utrzymywał się w okolicach 4,15. Naszym zdaniem ten fakt powinien dać RPP trochę większy komfort aby powstrzymać się od obniżek stóp procentowych, nawet pomimo bardzo niskiej inflacji. Wskazują na to między innymi wypowiedzi kilku członków RPP, w tym samego prezesa NBP, który określił szanse obniżki jako niewielkie.

Wykres 9. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 10. Implikowana ze stawek FRA stopa NBP



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Mimo deklaracji przedstawicieli RPP rynek kontraktów terminowych na stopę procentową (FRA) wycenia cięcie stóp o 25pb najpóźniej w październiku. Naszym zdaniem głównym powodem, który teoretycznie miałby skłonić Radę do poluzowania polityki pieniężnej jest bardzo niski poziom inflacji. Ponieważ jednak wynika on przede wszystkim z czynników przejściowych, naszym zdaniem cięcie stóp byłoby nieadekwatną reakcją na obserwowane trendy. Czynnikiem, który mógłby to zmienić i ostatecznie popchnąć władze monetarne do rozluźnienia polityki pieniężnej jest możliwość wyraźnego spowolnienia wzrostu lub znacznego umocnienia złotego. Dotychczasowe trendy w gospodarce pokazują jednak, że spowolnienie w połowie roku jest ograniczone w swojej skali oraz zapewne okaże się przejściowe. Z kolei o reakcji na umocnienie złotego trudno mówić w sytuacji, gdy polska waluta nie zaczęła jeszcze się umacniać. Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy, że w najbliższych miesiącach RPP będzie starała się ignorować bardzo niskie odczyty inflacji i w naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną niezmiennicze 2014 roku i przez znaczną część 2015. Pierwszej podwyżki spodziewamy się w IV kwartale przyszłego roku.

Niższa ścieżka rentowności

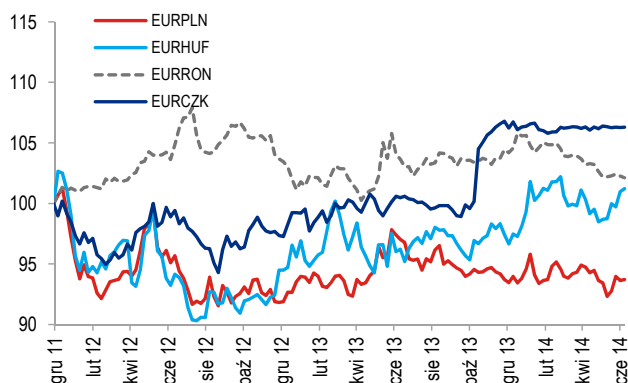
Skandal związany z publikacją nagranych rozmów polskich polityków oraz szefa banku centralnego sprawił, że uczestnicy rynków finansowych przez chwilę przypomnieli sobie o ryzyku politycznym. Sytuacja się nieco uspokoiła po wygranym głosowaniu w sprawie wotum zaufania dla rządu premiera Tuska, dzięki czemu udało się oddalić ryzyko wcześniejszych wyborów. Niemniej skandal zwiększył niepewność dotyczącą przyszłej sytuacji politycznej i rozkładu sił w parlamencie po wyborach parlamentarnych zaplanowanych na jesień 2014 roku.

Seria niższych od oczekiwań odczytów inflacji, odłożona w czasie perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej oraz ograniczona podaż obligacji najprawdopodobniej przyczynią się do obniżenia ścieżki rentowności. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę nasze obecne prognozy inflacji i oczekiwany dłuższy okres stabilizacji stóp procentowych spodziewamy się, że rentowności obligacji będą rosły bardzo wolno do końca tego roku, a większy wzrost rentowności rozpocznie się w 2015 r. wraz ze wzrostem inflacji. Niski poziom rentowności będzie także wspierany przez niską podaż obligacji. Do końca czerwca Ministerstwo Finansów zrealizowało już ok. 95% potrzeb pożyczkowych, a w II połowie roku emisje będą wykorzystywane głównie do prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2015 r. i przeciętna wielkość oferty na aukcję będzie mniejsza niż w I połowie roku. To ograniczy oczekiwany przez nas wzrost rentowności, podobnie jak oczekiwane dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC.

Oczekujemy nieco słabszego złotego

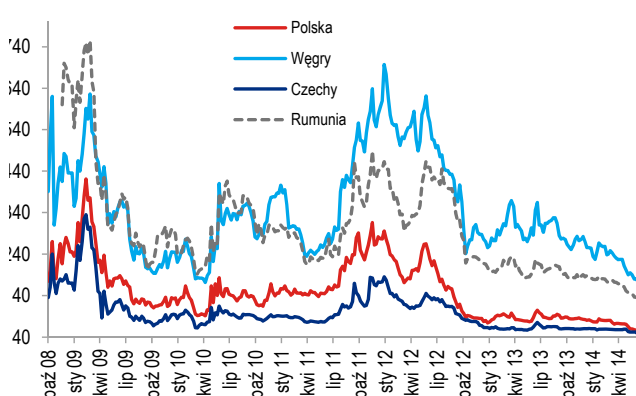
Podwyższone ryzyko polityczne oraz oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed doprowadzą do osłabienia złotego. W przypadku nasilenia kryzysu politycznego w Polsce i realizacji scenariusza wcześniejszych wyborów lub rezygnacji ze stanowiska prezesa NBP, wzrost premii za ryzyko polityczne miałby negatywny wpływ na złotego., szczególnie, gdy rynek zacząłby dyskontować, że nowy rząd będzie tworzony przez PiS, czyli partię, która mogłaby się pokusić o wprowadzenie „reform” w stylu węgierskim. Osłabienie złotego będzie ograniczone przez silne fundamenty polskiej gospodarki, jak przyspieszenie wzrostu PKB i dalsza poprawa bilansu obrotów bieżących.

Wykres 11. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



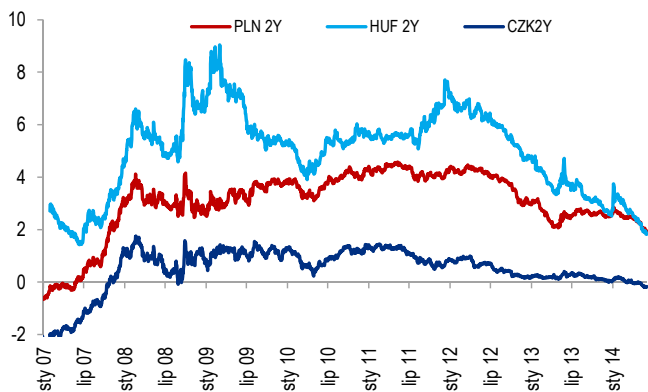
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. Stawki CDS (5-letnie)



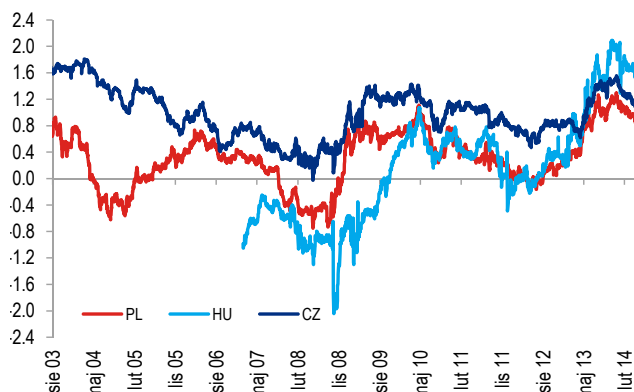
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 13. Różnica krótkoterminowych stóp procentowych



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1.8	3.0	6.3	2.2	6.2	4.4	2.9	6.6	4.1	5.3	5.4	5.4	4.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-0.7	2.8	1.5	-4.5	9.6	6.0	-6.2	-9.7	2.9	-1.8	9.4	-2.3	-1.7
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-2.0	3.7	6.8	2.3	6.8	5.0	3.3	8.3	5.9	7.3	7.7	7.3	5.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-27.5	-18.3	-5.2	-11.1	-4.8	-3.2	-2.9	5.8	-3.9	14.4	17.4	12.2	10.0
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	0.5	1.8	4.3	3.4	3.9	3.2	3.8	5.8	4.8	7.0	3.1	8.4	3.8
Stopa bezrobocia (%)	13.5	13.2	13.1	13.0	13.0	13.0	13.2	13.4	14.0	13.9	13.5	13.0	12.5
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.2	0.5	0.7	0.7
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0.5	0.2	1.1	1.1	1.0	0.8	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.3	0.2
Inflacja (% m/m)	-0.1	0.0	0.3	-0.3	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.5	-1.3	-0.8	-1.1	-1.4	-1.4	-1.5	-1.0	-1.0	-1.4	-1.3	-0.7	-1.0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.1	0.7	0.2	-0.3	0.1	-0.7	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	2.3	1.4	3.5	2.0	3.6	3.1	3.1	2.7	3.4	4.0	4.8	3.8	4.8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-463	517	1 028	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.8	-2.3	-1.9	-1.9	-1.9	-1.7	-1.6	-1.3	-1.1	-1.1	-0.9	-0.8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	1	570	137	299	660	259	-25	-85	426	303	475	856	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	12 256	12 773	13 228	12 535	14 010	15 145	13 747	11 613	13 517	13 057	14 168	14 207	-
Eksport (% r/r)	0.3	5.4	7.4	2.8	9.0	3.8	2.3	10.1	10.7	5.7	10.9	6.8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12 255	12 203	13 091	12 236	13 350	14 886	13 772	11 698	13 091	12 754	13 693	13 351	-
Import (% r/r)	-6.1	-1.9	3.1	-0.3	4.2	4.6	0.6	0.0	6.6	6.9	3.1	5.3	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6.5	7.0	6.6	6.1	6.1	5.9	5.7	6.2	5.4	5.2	6.5	5.4	5.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	7.7	7.6	7.0	6.7	6.3	6.0	5.6	5.6	5.5	5.2	4.9	5.7	6.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.1	4.5	4.8	4.7	7.4	7.5	7.5	10.0	8.8	7.7	7.4	5.8	4.5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	0.9	2.4	3.3	3.0	4.3	3.7	4.3	4.5	5.4	5.1	5.0	5.8	4.7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-0.1	1.6	0.5	0.7	0.2	-0.1	0.5	0.8	2.5	2.6	3.6	5.0	5.3
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
WIBOR 3M (średnio)	2.89	2.74	2.71	2.70	2.69	2.67	2.66	2.68	2.71	2.71	2.71	2.72	2.72
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.74	2.73	2.70	2.70	2.67	2.66	2.65	2.71	2.71	2.71	2.71	2.72	2.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.69	2.81	2.66	2.82	2.77	2.63	2.44	2.71	2.88	2.81	2.74	2.58	2.40
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.73	3.08	2.82	3.14	3.06	2.92	2.84	3.03	3.25	3.05	3.01	2.90	2.71
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.10	3.75	3.41	3.85	3.87	3.50	3.77	3.65	4.12	3.73	3.76	3.56	3.30
EUR/PLN (koniec okresu)	4.33	4.32	4.23	4.27	4.22	4.18	4.19	4.15	4.24	4.16	4.17	4.20	4.14
USD/PLN (koniec okresu)	3.27	3.32	3.19	3.23	3.12	3.08	3.10	3.04	3.13	3.03	3.03	3.03	3.04
EUR/USD (koniec okresu)	1.32	1.30	1.33	1.32	1.35	1.36	1.35	1.36	1.35	1.37	1.38	1.39	1.36
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	30.9	26.0	25.9	26.8	29.6	39.5	38.5	42.5	2.6	11.7	17.4	21.4	22.4
Def. budżetowy kum. (% planu)	60.0%	50.4%	50.4%	51.9%	57.4%	76.5%	74.7%	82.5%	5.6%	24.7%	36.8%	44.8%	46.9%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	516	553	584
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698	1 797
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 376	15 196
Populacja (mln)	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.4	12.4	11.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.4	3.6
Inwestycje (% r/r)	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	8.4	4.5
Spożycie ogółem (% r/r)	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.5	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.8	3.2
Eksport (% r/r)	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	6.6	6.5
Import (% r/r)	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	7.5	7.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.4	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.3	2.0
Płace nominalne (% r/r)	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.8	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.50	2.75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.62	2.85
Rentowność obligacji 10-letnich	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	3.95	4.55
USD/PLN (Koniec okresu)	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.13	2.96
USD/PLN (Średnia)	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.06	3.07
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.26	4.11
EUR/PLN (Średnia)	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.19	4.19
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-9.2	-15.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-1.7	-2.7
Saldo handlu zagranicznego	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	3.0	-1.2
Eksport	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.5	264.6
Import	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	230.4	265.8
Saldo usług	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.3	6.4
Saldo dochodów	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-24.6	-28.2
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10.3	8.8	6.9	12.4	5.3	-1.3	4.0	6.0
Rezerwy międzynarodowe	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	92.3	99.9
Amortyzacja	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698	1 797
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 376	15 196
Dług publiczny (Polska metodologia)	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. * Wzrost PKB, konsumpcji i inwestycji w 2013 r. - wstępne dane GUS; wzrost eksportu i importu - szacunki Citi Handlowy

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.5	2.0	1.6	3.4	3.6	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	0.9	0.3	2.0	2.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.0	-3.7	-1.3	-1.7	-2.7	-3.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	2.50	2.75	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.44	3.08	3.04	3.13	2.96	2.80
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.16	3.06	3.07	2.88
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.46	4.07	4.15	4.26	4.11	3.95
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.19	4.19	4.19	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

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.

