

Piotr Kalisz, CFA
Maciej Baćal
Styczeń 2023

CitiMonthly

Powiew optymizmu

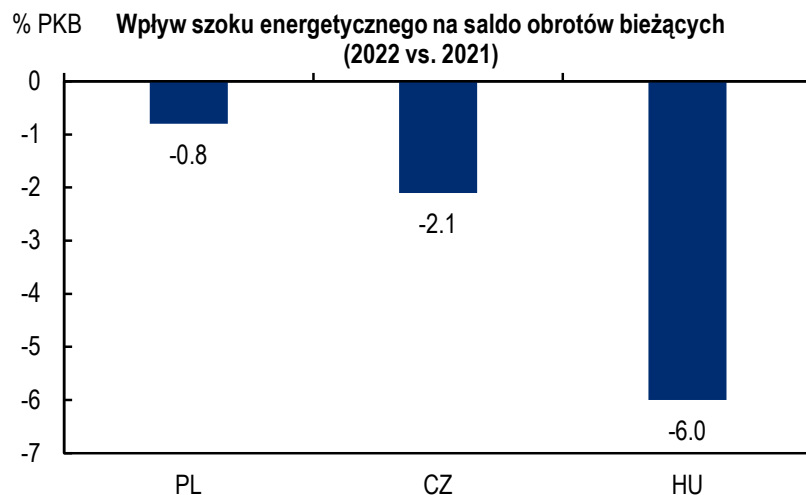
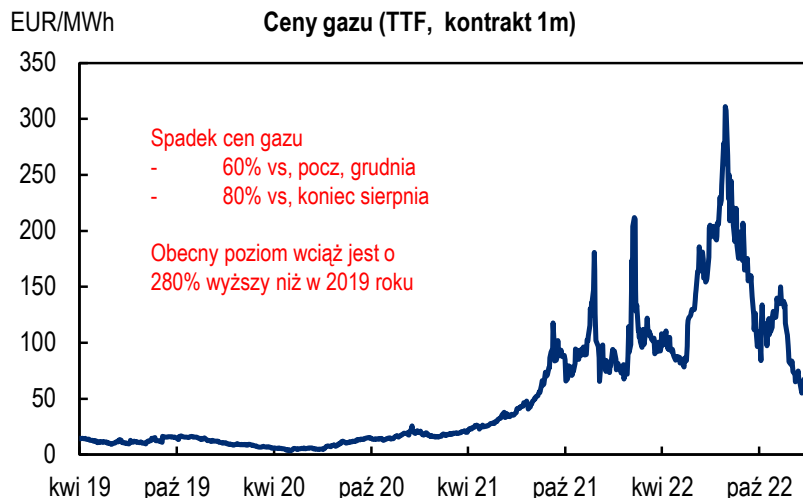
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

 **citi handlowy**[®]

Podsumowanie

- Przełom roku przyniósł niespodziewane zmiany na rynku energii. Spadek cen gazu o 60% w stosunku do początku grudnia powinien w najbliższych miesiącach pozwolić na poprawę deficytu w rachunku obrotów bieżących i złagodzić szok odczuwany przez producentów z energochłonnych branż. Wpływ na inflację w 2023 będzie jednak ograniczony głównie ze względu na fakt, że ceny gazu dla gospodarstw domowych zostały już zamrożone na i tak niskim poziomie.
- Wzrost w całym 2023 roku może sięgnąć około 1%, a więc więcej niż zakładaliśmy jeszcze dwa miesiące temu. Niepokojącym sygnałem jest słabość popytu konsumpcyjnego - spodziewamy się, że konsumpcja może przyspieszyć dopiero w dalszej części roku, gdy inflacja zacznie spadać, a realna dynamika wynagrodzeń wzrośnie.
- Zanim do tego dojdzie inflacja może jeszcze wzrosnąć. Spodziewamy się szczytu CPI w lutym w pobliżu 20%, a następnie spadku indeksu do (wysokich) jednocyfrowych poziomów. Niemniej ryzyka związane ze zmianą cenników na początku roku z łatwością mogą przesunąć całą ścieżkę inflacyjną w stosunku do naszej prognozy.
- W polityce pieniężnej bez zmian. W styczniu Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopę referencyjną na 6,75%, uznając ten poziom za adekwatny do obecnej sytuacji makroekonomicznej. Rynki finansowe wyceniają możliwość obniżek już w drugiej połowie roku, jednak mamy wątpliwości czy do nich dojdzie tak szybko. Nasz bazowy scenariusz zakłada stabilne stopy procentowe NBP przez cały rok.

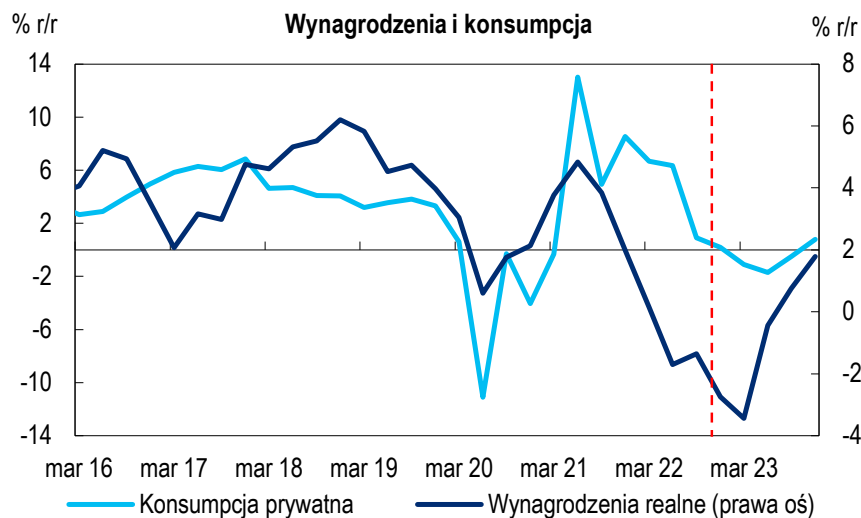
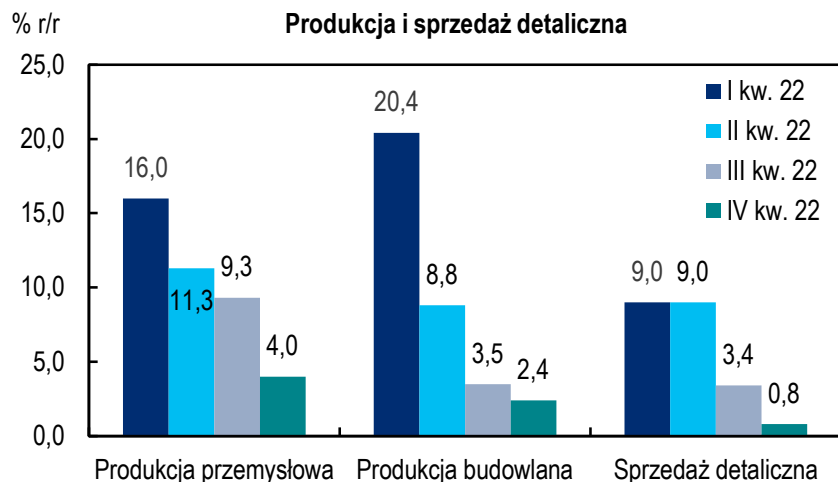
Ulga od gazu



Nowy rok, lepszy punkt startowy

- Głęboki spadek cen gazu na przełomie roku istotnie zmienił punkt startowy, w którym znalazły się europejskie gospodarki, w tym Polska. Obecnie ceny gazu TTF są o około 80% niższe niż w szczycie w lecie 2022 roku oraz o 60% niższe niż na początku grudnia. W dużym stopniu jest to zasługa wyjątkowo ciepłej zimy, choć nie bez znaczenia był również spadek zużycia surowca.
- Sytuacja jest wciąż daleka od normalności, bo nawet po ostatnich spadkach ceny gazu są niemal czterokrotnie wyższe niż w 2019 r. (a więc przed pandemią i wybuchem wojny). Mimo to skala dotychczasowych spadków usuwa z listy zagrożeń najbardziej ekstremalne scenariusze wymuszonych ograniczeń produkcji oraz gwałtownych wzrostów cen.
- Zmiana ta ma bardzo duże znaczenie dla krajów Europy Środkowej, ponieważ obniża koszty importu surowców energetycznych.
- W 2022 r. wysokie koszty energii powiększyły deficyt w rachunku obrotów bieżących w Polsce o niemal 1% PKB i choć było to znacznie mniej niż na przykład na Węgrzech, koszt ten trudno zignorować. Wraz ze spadkiem cen gazu deficyt w rachunku bieżącym będzie niższy lub ta sama kwota euro będzie mogła zostać przeznaczona na inne wydatki. W praktyce zmiany na rynku surowców skłaniają do większego optymizmu w sprawie przyszłego wzrostu PKB.

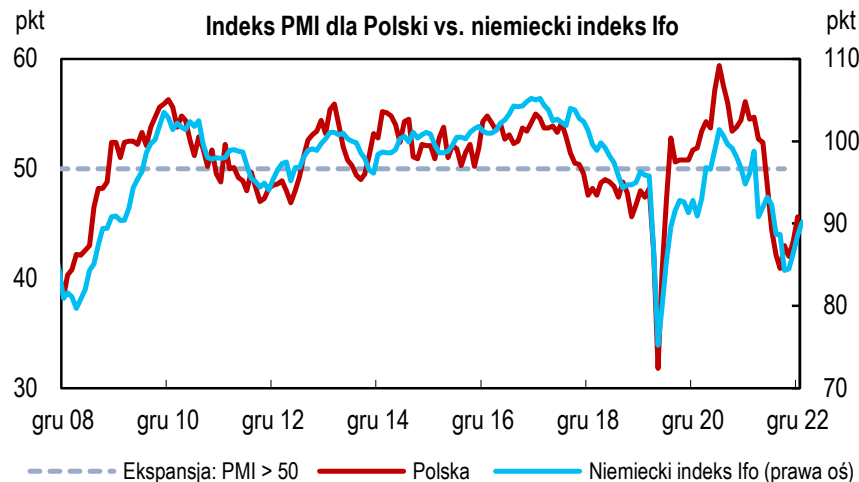
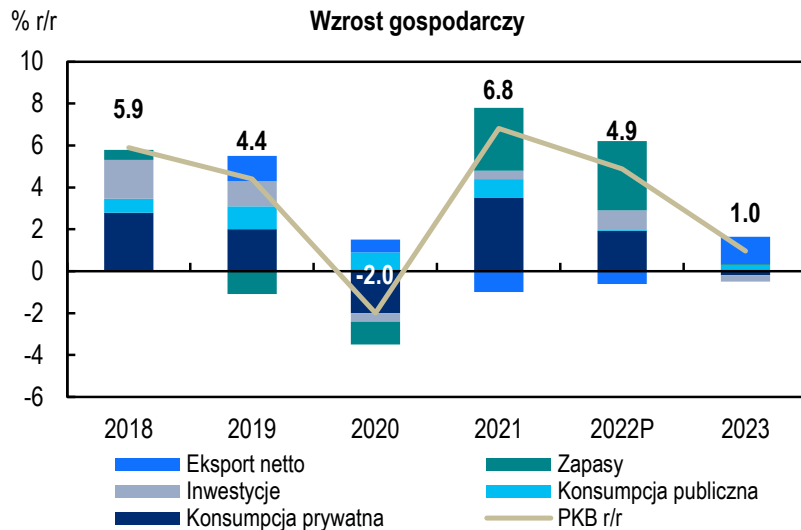
Hamowanie gospodarki



Słabsze dane z gospodarki

- Miesięczne dane o aktywności gospodarczej za grudzień pokazały, że polska gospodarka wyhamowuje. Spowolnienie aktywności jest szczególnie widoczne w danych o sprzedaży detalicznej, której dynamika obniżyła się w grudniu do 0,2% r/r. Konsumenci kontynuują redukcję wydatków na dobra trwałe, co najprawdopodobniej jest związane ze spadkiem realnych wynagrodzeń.
- Nieco lepiej radziła sobie produkcja przemysłowa, której roczna dynamika co prawda wyhamowała do 1% r/r, jednak wynikało to głównie ze słabości produkcji w górnictwie oraz w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną i gaz. Nieźle radziły sobie sektory przetwórcze nastawione na eksport, których produkcja, korzystając z poprawy globalnych łańcuchów dostaw i przenoszenia części produkcji do Polski w ramach trendu near-shoringu, rosła w niemal dwucyfrowym tempie.
- Wstępne dane o PKB pokazały, że w 2022 roku gospodarka rosła w tempie 4,9%, co sugeruje, że wzrost w samym IV kw. przekroczył 2%. Kluczową informacją wynikającą z opublikowanych danych jest wyraźny spadek konsumpcji, do którego doszło pod koniec roku. Jednocześnie odnotowano zaskakująco silny wzrost nakładów inwestycyjnych, co jednak przynajmniej częściowo może być związane z zakupami sprzętu wojskowego, a nie inwestycjami sektora prywatnego.

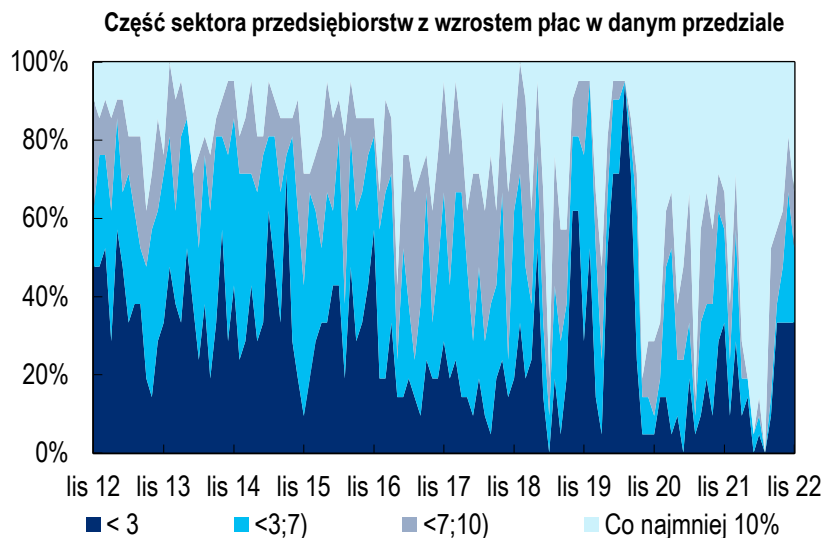
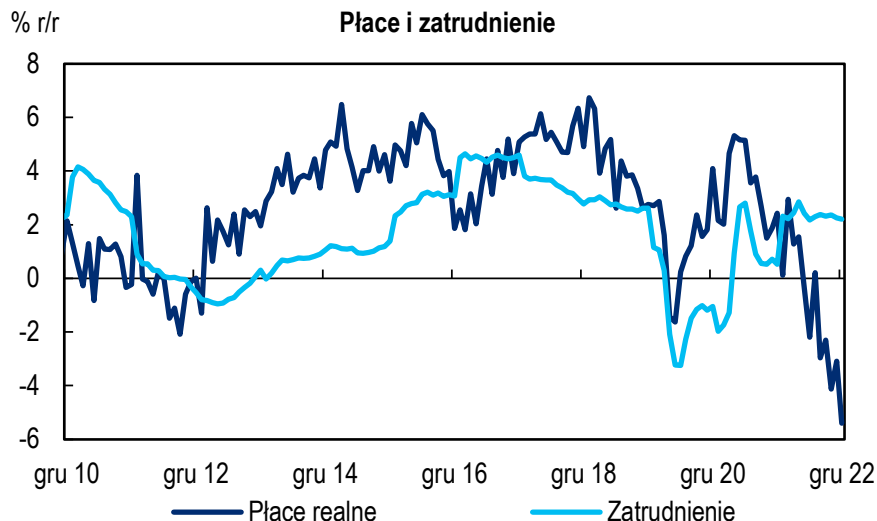
Rewizje w górę



Szansa na szybsze ożywienia

- Biorąc pod uwagę lepsze perspektywy gospodarcze w strefie euro oraz spadek cen gazu, w styczniu podnieśliśmy lekko naszą prognozę wzrostu gospodarczego w kraju. Obecnie spodziewamy się, że tegoroczny wzrost PKB może wynieść około 1% r/r (wobec 0,6% przed korektą), przy czym ryzyka dostrzegamy po stronie lepszego wyniku. Nie zdziwilibyśmy, gdyby w najbliższych tygodniach rozpoczęła się fala rewizji prognoz w górę.
- Od strony popytowej początek roku będzie raczej słaby pod względem konsumpcji indywidualnej, szczególnie w obliczu trwającego spadku płac realnych i wyczerpania się „wymuszonych” oszczędności z okresu pandemii. Dopiero spodziewany spadek inflacji od II kwartału może przynieść pod tym względem pewną ulgę, pozwalając na przyspieszenie realnej dynamiki wynagrodzeń.
- Oprócz niższych cen energii, pozytywnym bodźcem może okazać się szybsze otwieranie chińskiej gospodarki i odchodzenie od polityki zero-Covid. Już teraz tendencje te przyczyniają się do poprawy nastrojów w niemieckiej gospodarce, co z lekkim opóźnieniem powinno zacząć przekładać się na aktywność polskich eksporterów. Dotychczasowa odporność produkcji w przetwórstwie przemysłowym wydaje się wpisywać w ten scenariusz.

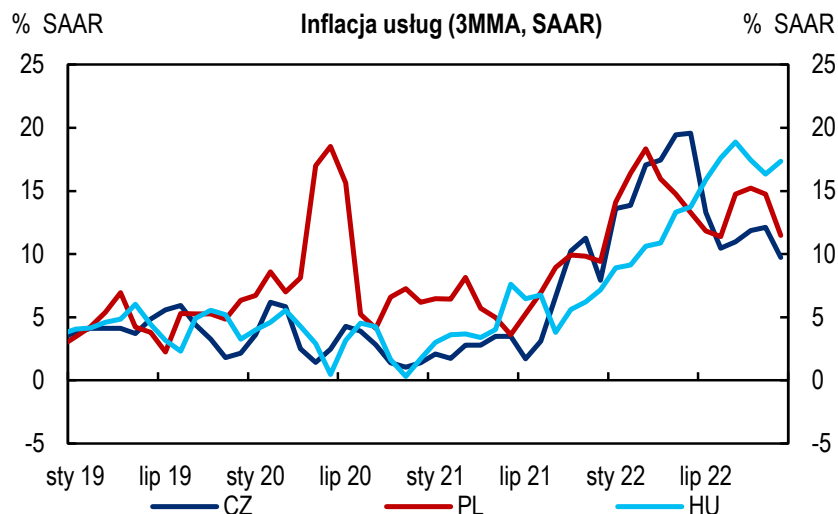
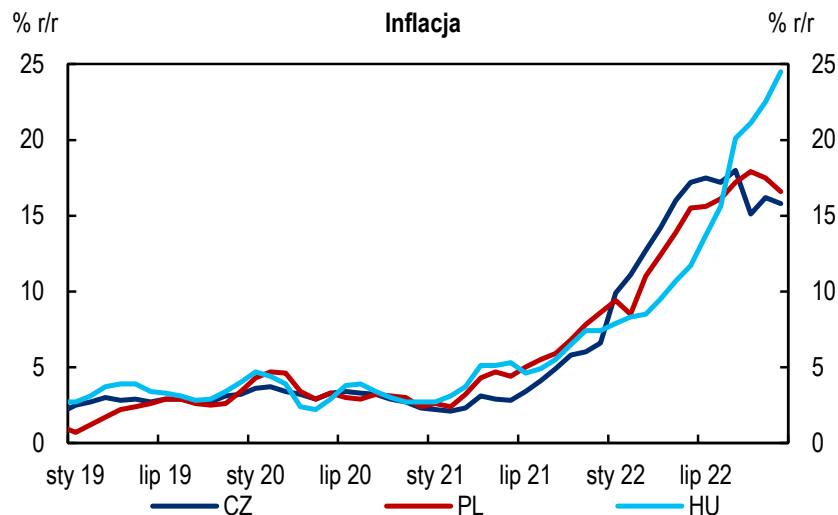
Rynek pracy



Płace realne spadają coraz szybciej

- W grudniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyhamowało do 10,3% r/r, a tym samym, w ujęciu realnym płace pogłębiły swój spadek do poziomu 5,4%. Źródłem niespodzianki w porównaniu z naszymi prognozami był niższy od oczekiwań wzrost płac w górnictwie, a także mniejsza skłonność do wypłaty premii rocznych i świątecznych przez firmy w porównaniu z ubiegłym rokiem.
- Zakładamy, że w pierwszej połowie 2023 roku nominalne tempo wzrostu płac pozostanie dwucyfrowe, a najbliższy miesiąc może przynieść ponowny wzrost dynamiki wynagrodzeń ze względu na znaczącą podwyżkę płacy minimalnej.
- Stopa bezrobocia w grudniu nieznacznie wzrosła do poziomu 5,2% r/r z 5,1%, lecz wzrost ten był mniejszy niż sugerowałyby efekty sezonowe obserwowane w poprzednich latach.
- Sądzymy, że pierwszy kwartał 2023 roku może przynieść stopniowe schłodzenie rynku pracy, jednak nie dojdzie do jego załamania. Uważamy, że wpływ hamowania gospodarki na rynek pracy będzie widoczny głównie w spadku ofert nowych miejsc pracy, a także przejściowym spadku realnych wynagrodzeń. Stopa bezrobocia w 2023 roku nie powinna przekroczyć 6%.

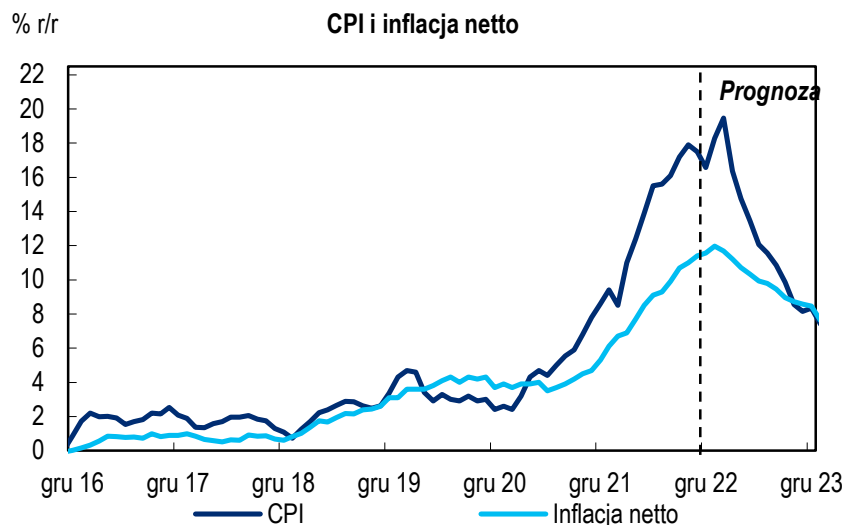
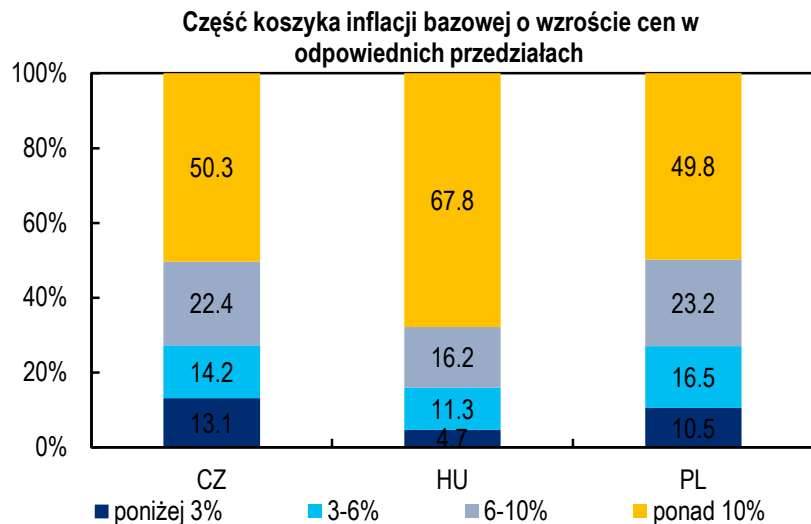
Inflacja lekko w dół



Energia wreszcie pomaga obniżyć inflację

- W grudniu inflacja obniżyła się do 16,6% r/r, a skala spadku była większa od naszych i rynkowych oczekiwań. Ponieważ niespodzianka wynikała ze spadku cen opału, dane te nie mają istotnego wpływu na to, jak postrzegamy zagrożenia inflacyjne w dłuższym horyzoncie. Obawy dotyczą głównie tego, że inflacja bazowa pozostaje na bardzo wysokim poziomie.
- Z jednej strony widoczne jest osłabienie dynamiki cen towarów, wynikające z udroźnienia łańcuchów dostaw i spadku cen frachtu. Tendencja ta nie jest zaskakująca i naszym zdaniem można spodziewać się jej kontynuacji w kolejnych miesiącach. Większe obawy budzi wciąż wysoka dynamika cen usług (wykres obok), która jest zdecydowanie bardziej podatna na czynniki krajowe niż na globalne zmiany w łańcuchach dostaw.
- W ostatnich trzech miesiącach ceny około połowy wszystkich towarów i usług niezwiązanych z energią, żywnością, tytoniem i alkoholem rosły w tempie dwucyfrowym w ujęciu anualizowanym (wykres na kolejnej stronie). Choć udział ten z czasem może się normalizować dzięki spadkowi cen towarów importowanych (efekt łańcuchów dostaw oraz spowolnienia), w naszej ocenie na powrót do normalności będzie trzeba poczekać bardzo długo.

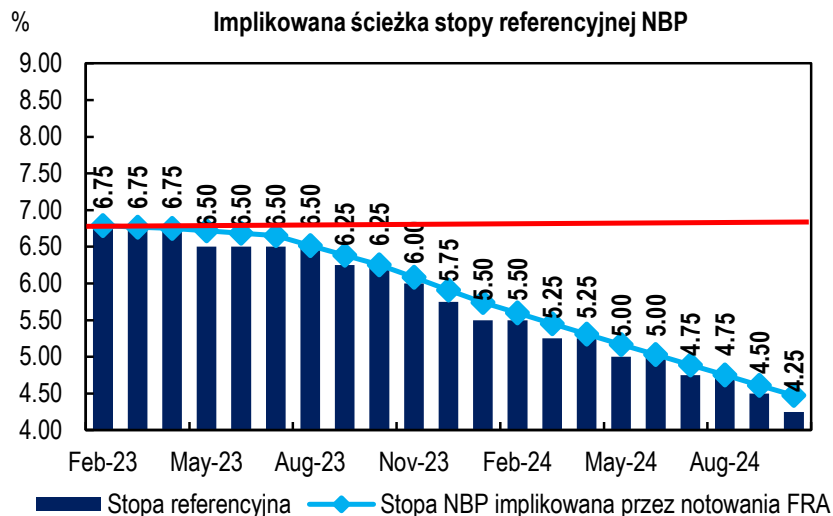
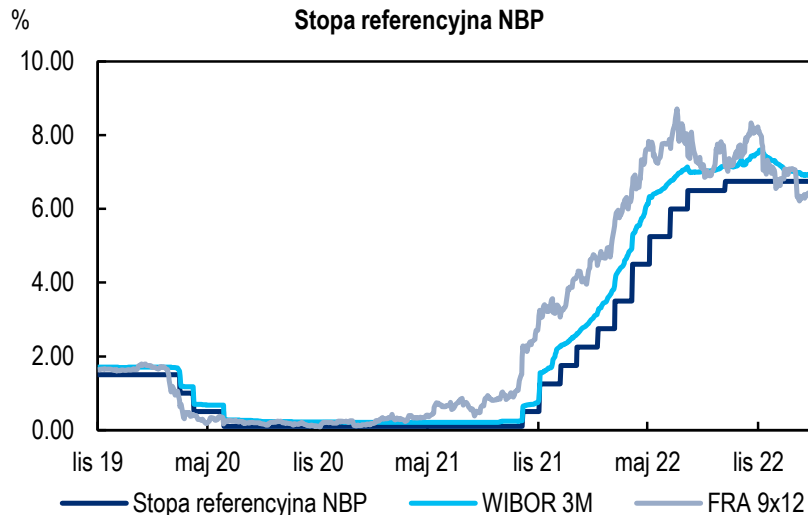
Perspektywy inflacji



Szczyt inflacji coraz bliżej

- Jeżeli chodzi o prognozy inflacyjne styczeń i luty mogą być ważnym testem. Tradycyjnie wiele cenników jest dostosowywana na początku roku, a skala szoku kosztowego z ostatnich miesięcy (energia i płace) sprawia, że tym razem zmiany cen mogą być większe i bardziej powszechne niż sugerują to wzorce sezonowe.
- Niepewność dotyczącą poziomu inflacji jest dodatkowo zwiększana przez perspektywę corocznej zmiany wag w koszyku inflacyjnym, która w tym roku będzie w swojej skali większa niż zazwyczaj.
- W sumie nasza prognoza zakłada, że inflacja osiągnie szczyt w lutym, prawdopodobnie w pobliżu 20%. Począwszy od marca wskaźnik CPI zacznie szybko spadać, głównie dzięki temu, że tegoroczne podwyżki cen powinny być znacznie mniejsze niż te, które nastąpiły rok wcześniej bezpośrednio po wybuchu wojny. Tym samym powyższe efekty czysto statystyczne będą głównym motorem spadku CPI w trakcie 2023 roku, podczas gdy inflacja bazowa będzie opadać znacznie wolniej.
- O ile kierunek zmian inflacji w trakcie 2023 wydaje się przesądzony przez efekty bazy, mniej jasne jest to jak zachowa się inflacja po wygaśnięciu ich wpływu. Spodziewamy się, że w 2024 roku dezinflacja będzie znacznie wolniejsza, a sama ścieżka CPI będzie znacznie bardziej płaska.

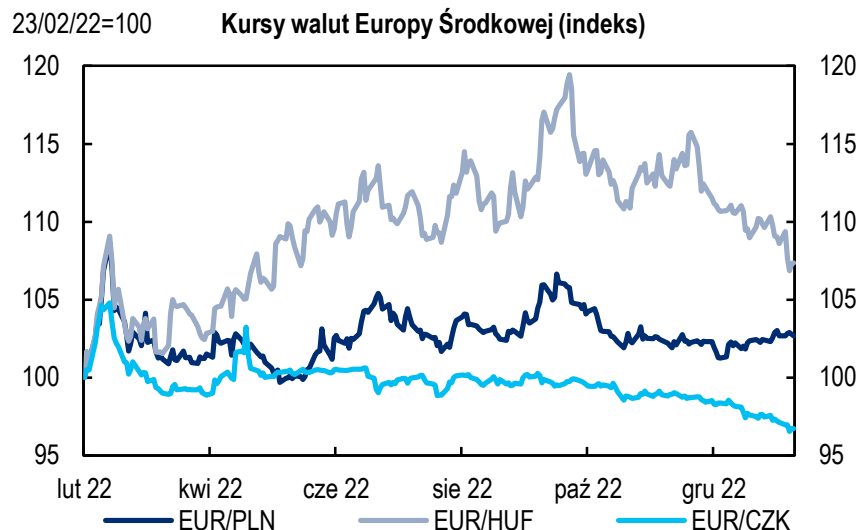
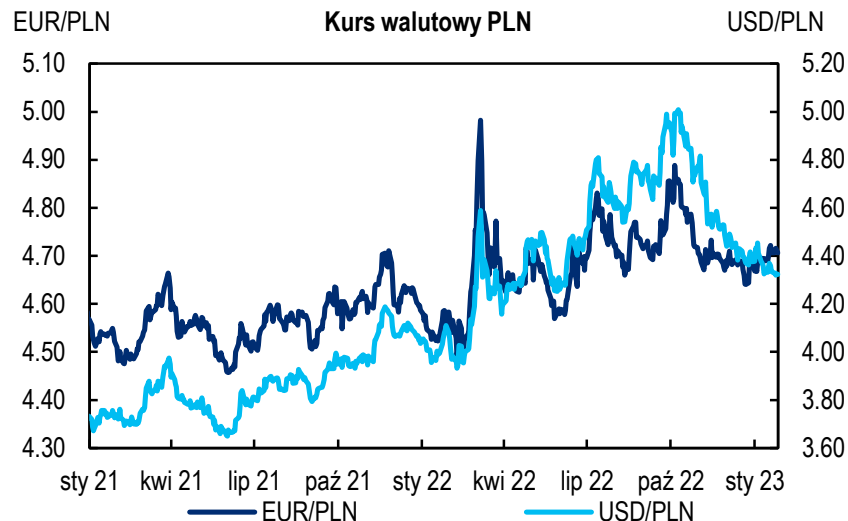
Polityka pieniężna



Mała stabilizacja

- W styczniu Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna: 6,75%), a komunikat władz monetarnych powtórzył główne argumenty prezentowane już w grudniu.
- Chociaż cykl podwyżek nie został jeszcze formalnie zakończony, naszym zdaniem można przyjąć, że de facto zakończył się on już w ubiegłym roku. RPP może jednak zdecydować się na oficjalne ogłoszenie końca podwyżek w marcu, gdy otrzyma nową projekcję makroekonomiczną.
- Historycznie w poprzednich cyklach RPP rozpoczynała obniżki stóp w ciągu około pół roku od ostatniej podwyżki. Rynki finansowe wyceniają podobny scenariusz z pierwszym cięciem stóp procentowych około połowy bieżącego roku (wykres obok).
- Niemniej naszym zdaniem analogie historyczne mogą być tym razem nieuzasadnione – w przeszłości RPP kończyła podwyżki, gdy realna stopa referencyjna była dodatnia, podczas gdy tym razem jest ona głęboko ujemna (około -10%). Naszym zdaniem wcześniejsze zakończenie cyklu może oznaczać, że tym razem okres do pierwszej obniżki potrwa znacznie dłużej. Dlatego w podstawowym scenariuszu zakładamy, że do obniżek dojdzie dopiero na początku 2024 roku.

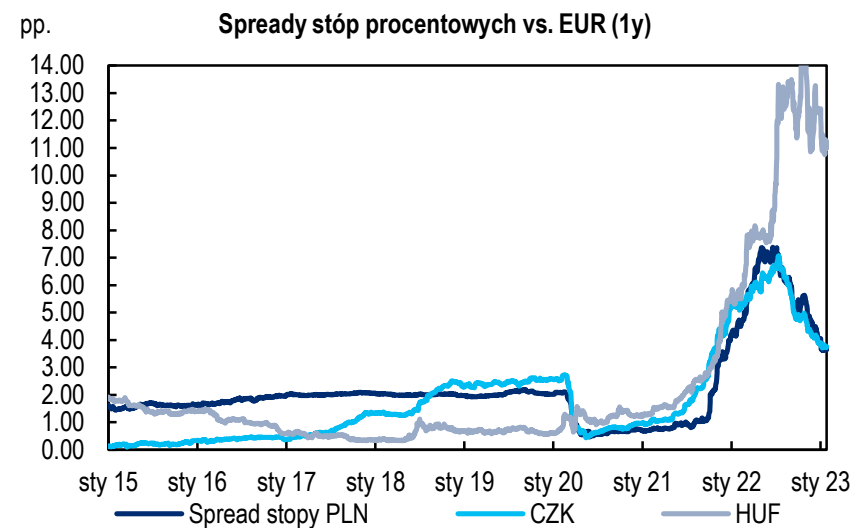
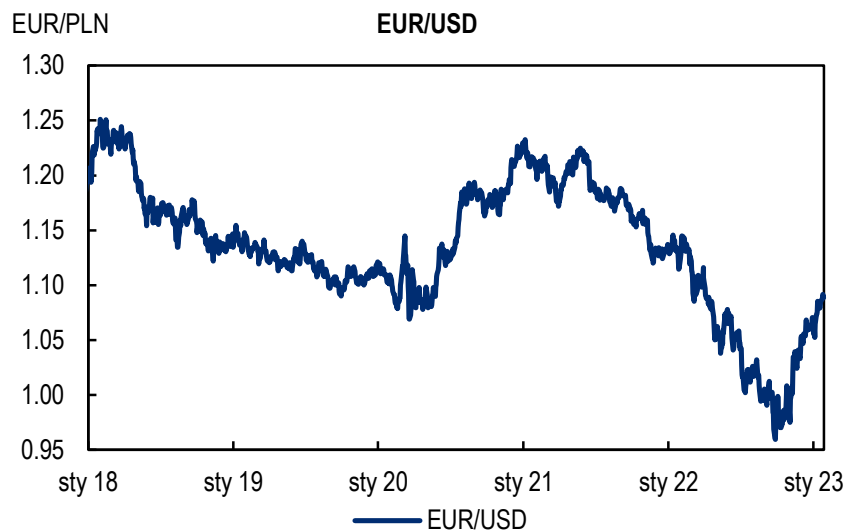
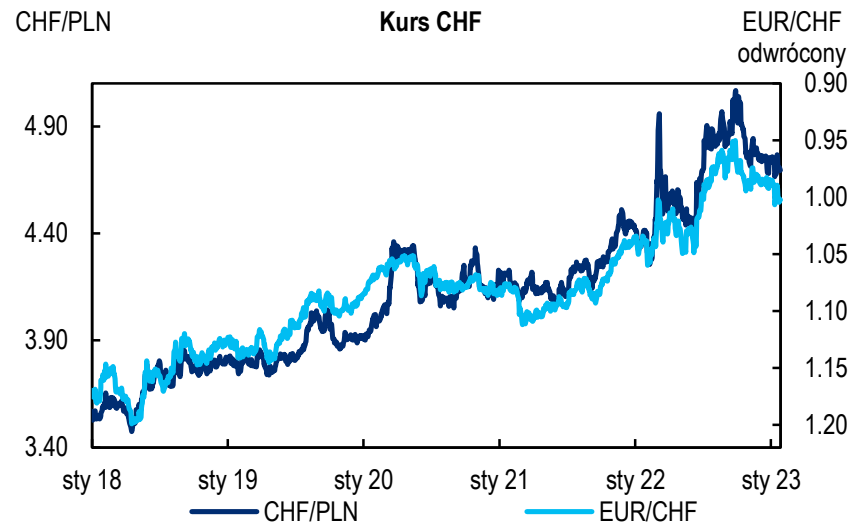
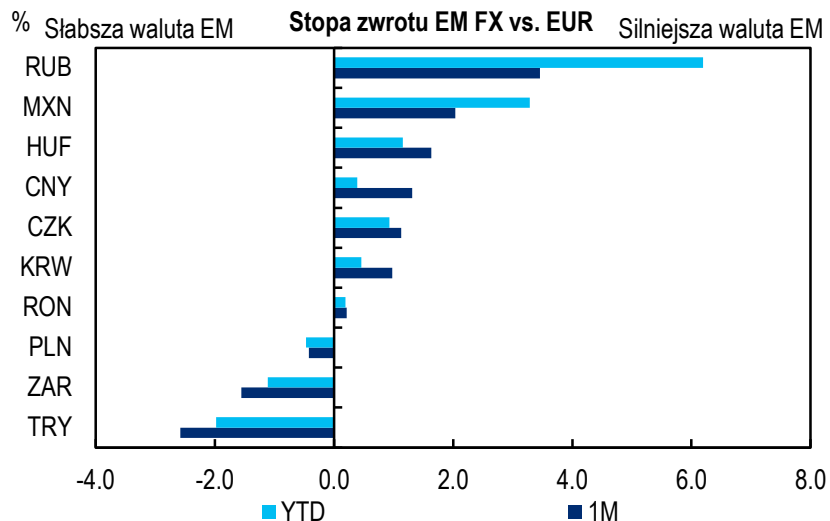
Rynek walutowy



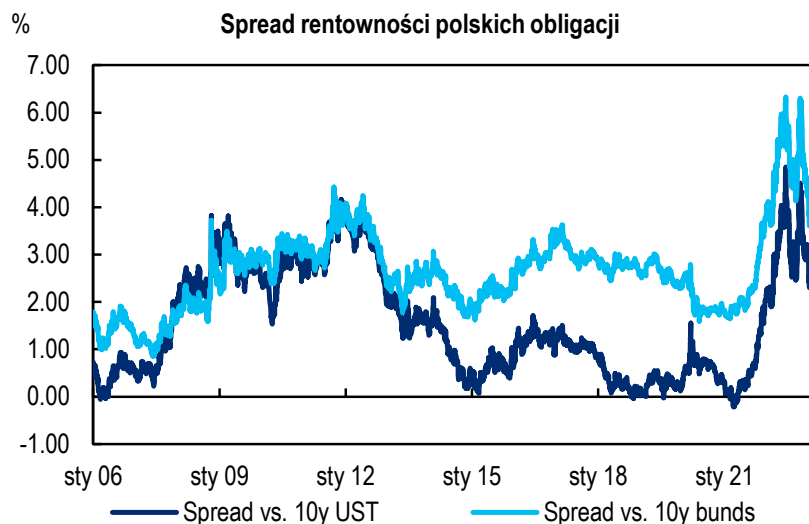
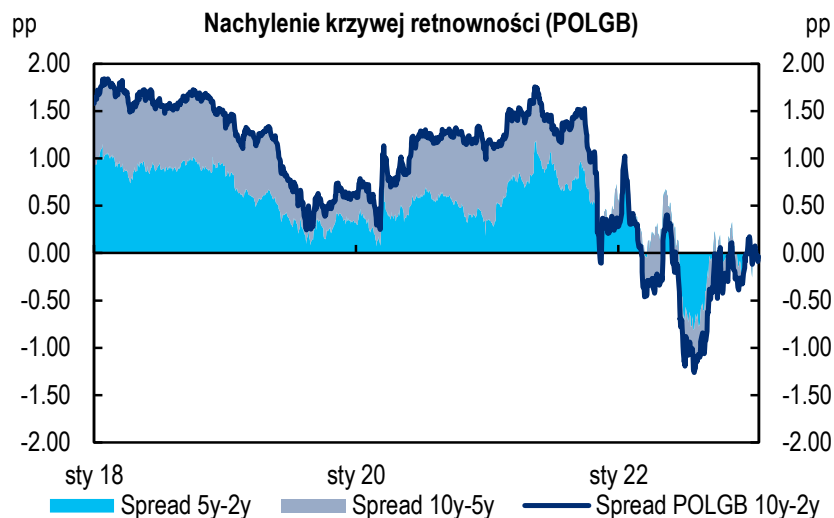
Złoty jak na razie stabilny

- W minionym miesiącu złoty nieznacznie umacniał się wobec dolara oraz pozostawał stosunkowo stabilny wobec euro.
- Stabilizacji polskiej waluty na przełomie roku oraz w styczniu sprzyjała poprawa globalnego sentymentu w związku z oczekiwanym spowolnieniem podwyżek stóp procentowych przez Fed. Wsparciem dla PLN był również optymizm inwestorów co do szans wypłaty środków z KPO, w związku z przyspieszeniem prac nad ustawą o Sądzie Najwyższym.
- Złoty w ostatnim czasie radził sobie jednak znacznie gorzej w porównaniu do walut regionu, w szczególności do HUF, którego ostatnia aprecjacja wobec euro została spowodowana jastrzębią retoryką MNB. Pozytywnie na waluty regionu w ostatnim czasie oddziaływał też spadek cen surowców, w tym w szczególności gazu.
- W dłuższej perspektywie złotemu może sprzyjać poprawa na rachunku obrotów bieżących i kontynuacja aprecjacji euro w obliczu jastrzębiej postawy EBC. Ryzykiem dla wyceny złotego pozostaje natomiast możliwość eskalacji konfliktu na Ukrainie, a także opóźnienia w realizacji kamieni milowych, koniecznych do odblokowania środków z KPO.

Rynek walutowy



Rynek stopy procentowej



Rentowności ostro w dół

- Styczeń przyniósł znaczne przesunięcie krzywej dochodowości w dół. Rentowność polskich 10-letnich obligacji pod koniec miesiąca spadły w okolice 5,8%, a ruch był w znacznym stopniu napędzany podobnymi spadkami na rynkach bazowych. Głównym motorem poprawy nastrojów na rynku długu były nieco niższe dane o inflacji i płacach w USA i towarzyszące im oczekiwania inwestorów na obniżki stóp przez Fed jeszcze w 2023 roku.
- Z kolei po stronie krajowych czynników, wsparciem dla polskich obligacji były informacje o sfinansowaniu przez Ministerstwo Finansów połowy tegorocznych potrzeb pożyczkowych.
- Starając się spojrzeć na sytuację z pewnej perspektywy – rynek długu wycenił już wiele pozytywnych informacji (m.in. obniżki stóp w połowie roku w Polsce i Stanach Zjednoczonych, pozytywne zakończenie sporu z UE, brak dodatkowych wydatków przedwyborczych) i w tym momencie przestrzeń dla dalszych pozytywnych niespodzianek wydaje się mniejsza niż przestrzeń dla negatywnych niespodzianek.
- Jeżeli – jak sądzimy – Fed pozostanie relatywnie jastrzębi a krajowa inflacja bazowa uporczywie wysoka, w kolejnych miesiącach rentowności polskich obligacji mogą odbić w górę.

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	685	794	899
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 045	3 369	3 657
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 972	20 861	23 656
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0
Stopa bezrobocia (%)	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,9	6,5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,5	-2,0	6,8	4,9	1,0	3,6
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,6	-0,1	6,4
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,1	0,2	2,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-0,6	2,2
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,8	4,6	5,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,0	1,4	5,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,3	5,1
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,6	6,0
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,7	8,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,2	2,5	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	6,25	6,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,40	4,05	4,09
USD/PLN (Średnia)	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,46	4,25	4,07
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,66	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,68	4,68

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-27,5	-21,2	-20,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-4,0	-2,7	-2,3
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-28,5	-23,9	-24,3
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	334,6	383,1	422,8
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	363,1	407,0	447,1
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	33,9	39,5	45,0
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,2	-34,7	-38,3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,0	-5,4	-4,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-1,6	-3,5	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,8	40,8	40,8	40,5

Prognozy długoterminowe

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,9	1,0	3,6	3,4	3,4	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	14,3	12,6	6,0	3,5	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,0	-2,7	-2,3	-2,2	-1,9	-1,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6,75	6,75	5,25	4,25	4,00	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	4,40	4,05	4,09	4,00	3,92	3,89
USD/PLN (Średnia)	4,46	4,25	4,07	4,03	3,97	3,90
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,69	4,66	4,70	4,72	4,74	4,74
EUR/PLN (Średnia)	4,69	4,68	4,68	4,71	4,73	4,74



Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

maciej.bacal@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

citi handlowy[®]

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, 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. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. 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. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. 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. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.



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 nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. 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.