

10 Listopada 2010 19 stron

CitiMonthly Polska

W skrócie

Sygnały, które napływają z gospodarki utwierdzają nas w przekonaniu, że dynamika wzrostu PKB w najbliższych kwartałach może być wyższa od wcześniejszych przewidywań. Oczekujemy, że 2011 rok będzie drugim z kolei rokiem, w którym PKB będzie rósł szybciej niż produkt potencjalny.

We wrześniu inflacja wyraźnie wzrosła i osiągnęła poziom celu inflacyjnego 2,5%. Wciąż oczekujemy, że w pierwszej połowie 2011 roku inflacja może przekroczyć 3,5%, a więc osiągnąć poziom wykraczający poza sferę „komfortową” dla Rady Polityki Pieniężnej.

Choć Rada pozostawiła w październiku stopy procentowe bez zmian, ostatnie komentarze członków RPP wyraźnie pokazują, że na podwyżki nie będzie trzeba czekać długo.

W ciągu najbliższych dwunastu miesięcy spodziewamy się wzrostu stóp procentowych o przynajmniej 100pb. Do pierwszej podwyżki o 25pb może dojść w styczniu, jednak jeżeli inflacja okaże się wyższa od naszych przewidywań, cykl zacieśnienia monetarnego mógłby rozpocząć się nawet w listopadzie.

Dzięki wzrostowi gospodarczemu inwestorzy nie zwracają większej uwagi na deficyt całego sektora rządowego i samorządowego, sięgający niemal 8% PKB w 2010 r. Niemniej w naszej ocenie sytuacja fiskalna pozostaje głównym czynnikiem ryzyka, który może przyczyniać się do większej zmienności na rynkach w 2011 roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

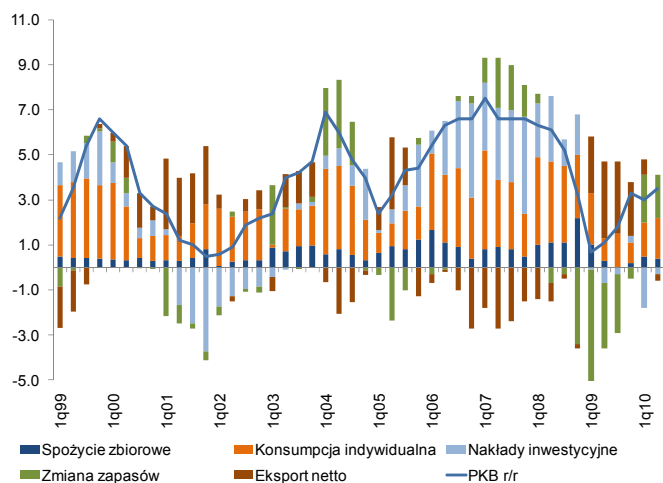
Tabela 1. Prognozy krótkoterminowe

Wskaźnik	Lis-10	Gru-10	Sty-11	Lut-11
Stopa referencyjna (koniec okresu)	3,50	3,50	3,75	3,75
EUR/PLN (koniec okresu)	3,85	3,88	3,87	3,85
USD/PLN (koniec okresu)	2,70	2,69	2,69	2,68

Źródło: Citi Handlowy

Przegląd Ekonomiczny i Rynkowy

Wykres 1. Wzrost gospodarczy



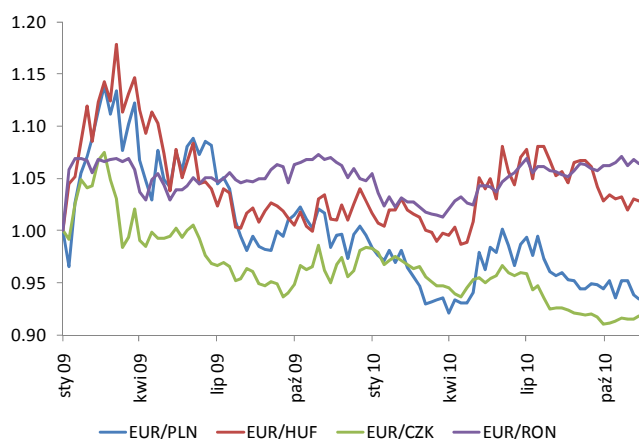
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Stopa bezrobocia rejestrowanego



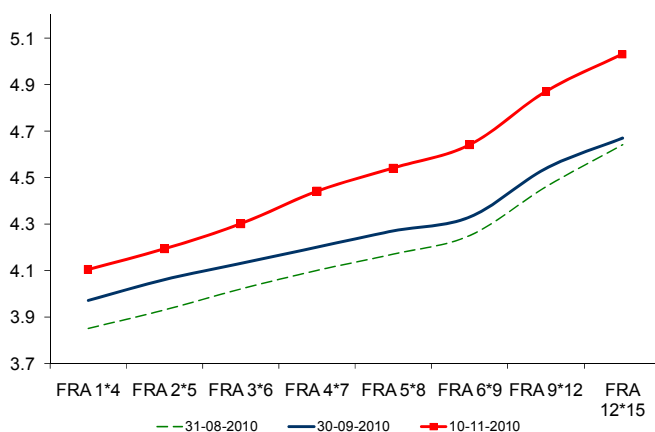
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Kurs EUR/PLN na tle innych walut region (Styczeń 2009 = 1)



Źródło: Citi Handlowy, Reuters. Uwaga: Wysokie wartości oznaczają osłabienie waluty

Wykres 4. Krzywa FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Tabela 2. Kryteria konwergencji – Polska na tle krajów region.

	Inflacja	Stopy procentowe	Deficyt fiskalny	Dług publiczny
Czechy	0.6	4.2	-5.7	39.8
Węgry	5.0	7.4	-4.1	78.9
Polska	3.1	5.9	-7.3	53.9
Rumunia	5.0	8.1	-8.0	30.5
Kryterium konwergencji	<u>1.9</u>	<u>6.4</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

Źródło: Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2010.

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.

Gospodarka w skrócie

Inflacja wkrótce wyraźnie powyżej celu

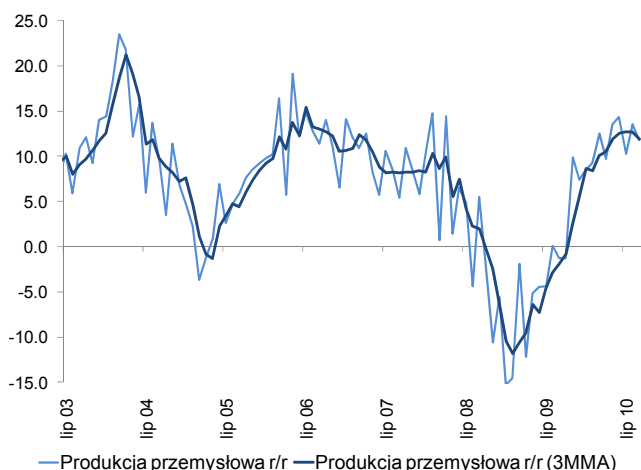
Sygnaly, które napływają z gospodarki utwierdzają nas w przekonaniu, że dynamika wzrostu PKB w najbliższych kwartałach może być wyższa od wcześniejszych przewidywań. Oczekujemy, że 2011 rok będzie drugim z kolei rokiem, w którym PKB będzie rósł szybciej niż produkt potencjalny.

We wrześniu inflacja wyraźnie wzrosła i osiągnęła poziom celu inflacyjnego 2,5%. Wciąż oczekujemy, że w pierwszej połowie 2011 roku inflacja może przekroczyć 3,5%, a więc osiągnąć poziom wykraczający poza sferę „komfortową” dla RPP.

Prognozy PKB ponownie w górę

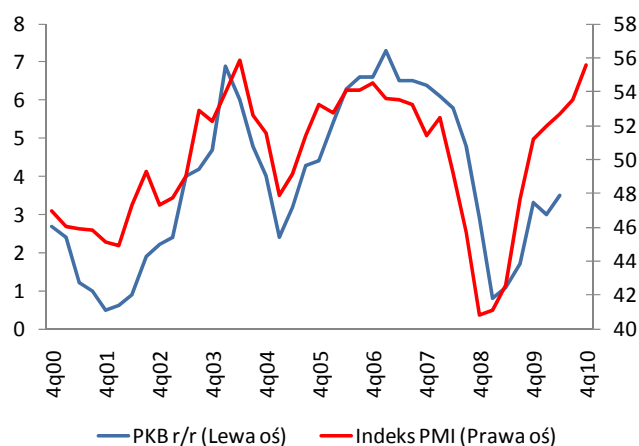
Dane publikowane w październiku potwierdziły, że polska gospodarka wchodzi w okres szybszego wzrostu gospodarczego oraz wyższej inflacji. Pomimo wysokiej bazy odniesienia, dynamiki produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej okazały się wyższe od przewidywań, pokazując tym samym, iż polska gospodarka na razie nie odczuwa efektów spowolnienia w Europie Zachodniej. Wzrostowi produkcji o 11,8% r/r we wrześniu towarzyszył dalszy wyraźny wzrost październikowego wskaźnika koniunktury PMI. Ponieważ indeks ten w przeszłości wyjątkowo dobrze sygnalizował zmiany w trendzie PKB (Wykres 6), na tej podstawie można spodziewać się dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Indeks PMI oraz wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Reuters, Markit, Citi Handlowy

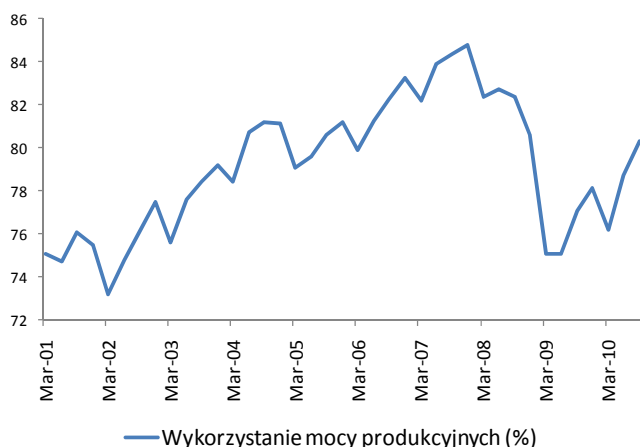
Bazując na powyższych danych, pod koniec października zrewidowaliśmy naszą prognozę wzrostu gospodarczego na 2010 rok. Obecnie oczekujemy, że w III kwartale wzrost mógł sięgnąć 3,7% r/r (GUS zasygnalizował, że wyniesie on „przynajmniej” 3,5%), a w całym roku wyniesie 3,5%. Wbrew pozorom ożywienie nie jest wyłącznie efektem popytu zewnętrznego lecz raczej wynika z wyraźnego wzmocnienia popytu krajowego. Dotychczasowe dane o sprzedaży detalicznej (8,6% r/r we

wrześniu) sugerują, że konsumpcja przybiera na sile, a biorąc pod uwagę planowaną podwyżkę VAT w 2011 roku, sytuacja ta nie powinna ulec istotnej zmianie w najbliższych miesiącach. Oczekujemy również wyraźnego przyspieszenia nakładów inwestycyjnych, których realizacja została opóźniona przez niekorzystne warunki pogodowe w pierwszej połowie roku. Biorąc pod uwagę ponad 80% wykorzystanie mocy produkcyjnych (Wykres 7) spodziewamy się, że oprócz inwestycji infrastrukturalnych oznaki ożywienia pojawią się również w przypadku nakładów na zwiększenie mocy wytwórczych, choć zapewne dopiero w drugiej połowie 2011.

W 2011 roku wzrost powyżej potencjału

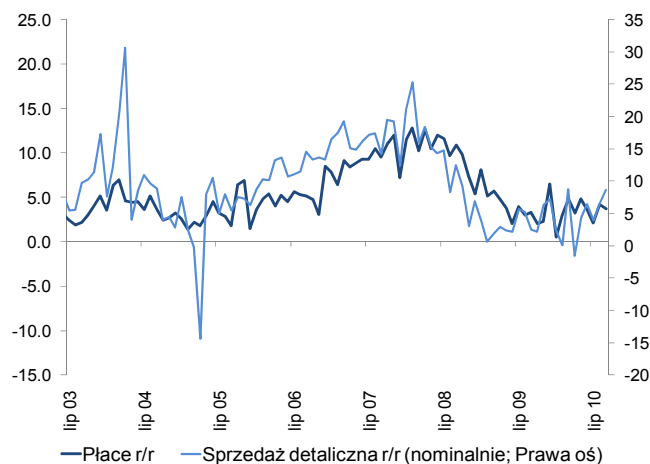
Pomimo korekty naszych prognoz PKB, wciąż skłaniamy się ku pogładowi, że w horyzoncie najbliższych kwartałów bardziej prawdopodobna jest odchylenie wzrostu gospodarczego w górę od przewidywanej ścieżki (a nie w dół). Oznacza to, że wzrost w latach 2010-2011 najprawdopodobniej przekroczy 3,5%, a tym samym będzie utrzymywał się powyżej tempa potencjalnego. Co więcej, jeżeli skala spowolnienia w Niemczech okaże się mniej dotkliwa niż obecnie oczekujemy, wynik polskiej gospodarki może być jeszcze lepszy. I choć wzrost PKB w granicach 3,5-4,0% wypada blado na tle wzrostu o 6-7% notowanego w „przedkryzysowych” latach, wynik ten jest więcej niż zadowalający, jeżeli wziąć pod uwagę obecne możliwości polskiej gospodarki. Naszym zdaniem obecnie „bezpieczny” wzrost gospodarczy (tzw. wzrost potencjalny) wynosi w Polsce około 3%, wobec ponad 4% jeszcze kilka lat temu.

Wykres 7. Wykorzystanie mocy produkcyjnych



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Popyt na pracę wciąż silny

Wrześniowe dane z rynku pracy potwierdzają dotychczasowe pozytywne trendy. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 1,8% r/r, podczas gdy tempo wzrostu płac utrzymało się na umiarkowanym poziomie 3,7% r/r. Dane te sugerują, że popyt na pracę wciąż zwiększa się w miarę rosnącej produkcji oraz wyższego wykorzystania mocy produkcyjnych. Niska dynamika płac przy wyższym zatrudnieniu wydaje się nam jednak czynnikiem krótkoterminowym. W dłuższej perspektywie spodziewamy się bowiem, że dojdzie do stopniowego przyspieszenia płac. Przyczyniać się do tego będzie rosnąca

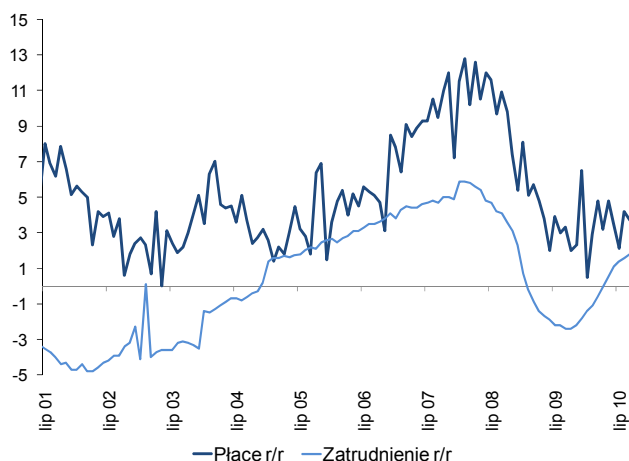
inflacja (wpływająca na oczekiwania placowe), poprawa sytuacji na rynku pracy (a tym samym mniejsze obawy pracowników o możliwość utraty pracy), a także mniejsza dyscyplina płacowa samych firm (efekt dobrych wyników finansowych).

W przypadku stopy bezrobocia, oczekujemy jej sezonowego wzrostu do około 12% w grudniu z 11,5% we wrześniu. W dłuższym horyzoncie bezrobocie powinno jednak stopniowo obniżać się i pod koniec 2011 roku może spaść do około 11%.

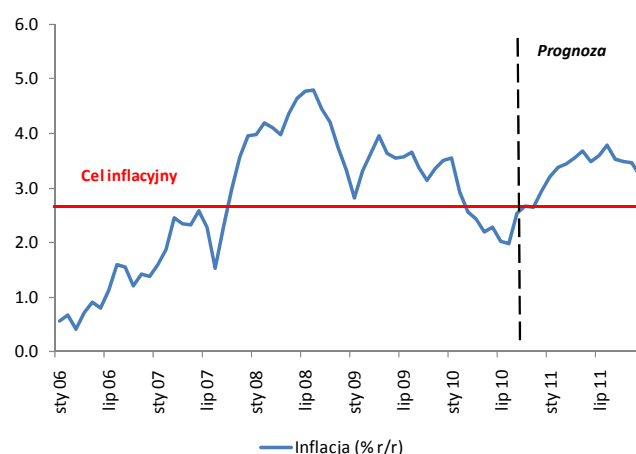
Inflacja sięgnęła celu

Długo zapowiadany wzrost inflacji w końcu zmaterializował się w najnowszych danych o inflacji. We wrześniu ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 2,5% (wobec 2% miesiąc wcześniej), przede wszystkim pod wpływem podwyżek cen żywności oraz odzieży. Oczekujemy, że wysoka dynamika cen żywności utrzyma się również w kolejnych miesiącach przede wszystkim ze względu na słabsze zbiory oraz wyraźne wzrosty na rynkach towarowych (pośredni efekt QE2). Dlatego w naszej prognozie zakładamy, że do końca roku wskaźnik inflacji sięgnie 3%, i to nawet pomimo sprzyjającego efektu agresywnych obniżek cen internetu przez jedną z dominujących na rynku firm. Co ciekawe - nasze prognozy już nie są jednymi z najbardziej pesymistycznych na rynku. W ostatnich tygodniach bowiem wyraźnie wzrosły oczekiwania rynkowe, zbliżając się tym samym do naszych przewidywań. Co więcej, trzyprocentowej inflacji w najbliższych miesiącach spodziewa się nawet resort finansów.

Wykres 9. Wzrost płac i zatrudnienia w przedsiębiorstwach Wykres 10. Prognoza inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

W 2011 oczekujemy wzrostu CPI powyżej 3,5%

Z punktu widzenia banku centralnego (a tym samym inwestorów) istotne znaczenie powinno mieć kształtowanie się inflacji w przyszłym roku. Niemniej ostatnie dane wydają się również potwierdzać nasze prognozy, które zakładają, że wskaźnik CPI może nawet przekroczyć 3,5% na początku roku. Co więcej, naszym zdaniem również inflacja bazowa powinna powoli, lecz systematycznie podążać w kierunku wyższych poziomów, wobec notowanego w ostatnich miesiącach 1,2%. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, wciąż oczekujemy, że czynnikami odpowiadającymi za wzrost inflacji w I połowie 2011 roku będzie podwyżka

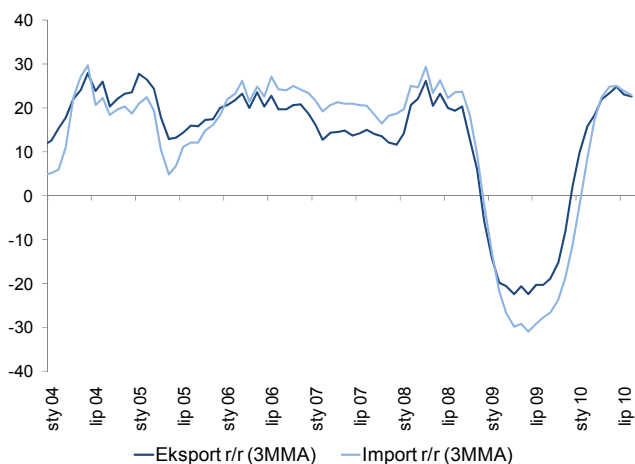
VAT, podwyżki cen kontrolowanych oraz rosnąca presja popytowa (efekt rosnącego wykorzystania mocy produkcyjnych/wzrostu PKB powyżej potencjału). Oczekujemy, że ryzyko wzrostu inflacji wyraźnie powyżej celu skłoni nawet mniej „jastrzębich” członków do bardziej zdecydowanych działań.

Eksport na przedkryzysowych poziomach

Wraz z ożywieniem gospodarczym w ostatnich miesiącach doszło do ponownego wzrostu deficytu handlowego, który w sierpniu osiągnął 786 mln euro (wobec: -448 mln rok wcześniej oraz -606 mln w lipcu). Co prawda dzięki większej liczbie dni roboczych tempo wzrostu eksportu przyspieszyło do 23,1% r/r, jednak towarzyszyło temu jeszcze wyraźniejsze wzmocnienie dynamiki importu do 25,9%. Wyniki eksportu oraz importu można uznać za sygnał świadczący o dalszej odbudowie transakcji handlowych, które uległy przejściowemu załamaniu na przełomie 2008 oraz 2009.

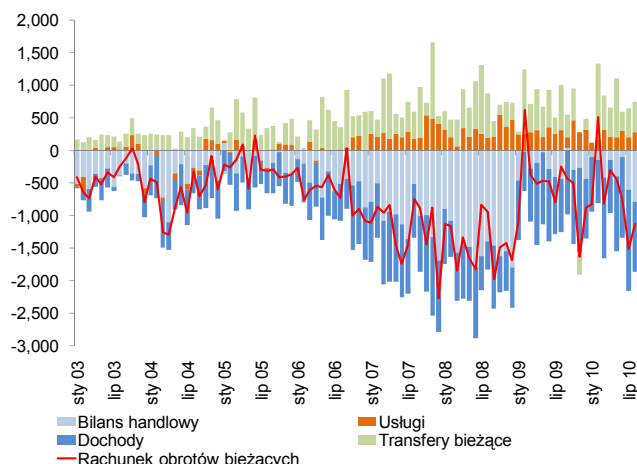
W rezultacie tej odbudowy zarówno eksport, jak i import niemal powróciły do poziomów notowanych w sierpniu 2008 roku, a więc w okresie „przedkryzysowym”. W najbliższych miesiącach spodziewamy się nieco słabszego wzrostu przepływów handlowych, między innymi pod wpływem efektu wyższej bazy odniesienia. Oczekujemy również, że mocniejszy złoty oraz wyhamowanie aktywności w Niemczech spowodują, iż skala spowolnienia w eksporcie będzie głębsza niż w przypadku importu.

Wykres 11. Eksport oraz import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Rachunek bieżący - dekompozycja



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Pomimo pogorszenia salda handlowego, deficyt w rachunku obrotów bieżących zmniejszył się w sierpniu do 1,1 mld euro z 1,5 mld euro w lipcu. Była to przede wszystkim zasługa mniejszych płatności dywidend, po sezonowym ich wzroście w poprzednim miesiącu. Naszym zdaniem deficyt w rachunku bieżącym będzie stopniowo się powiększać i w całym 2010 roku może sięgnąć 2,6% PKB, a w przyszłym roku 3,3% PKB. Wzrost deficytu będzie efektem dalszego pogorszenia salda handlowego w związku z ożywieniem popytu krajowego oraz wzrostem importu. Ponieważ jednak deficyt wciąż będzie pozostawał na historycznie umiarkowanym poziomie i będzie w dominującej części finansowany napływem FDI, sytuacja ta nie powinna być źródłem napięć na rynku walutowym.

Polityka pieniężna i fiskalna

Podwyżki tylko kwestią czasu

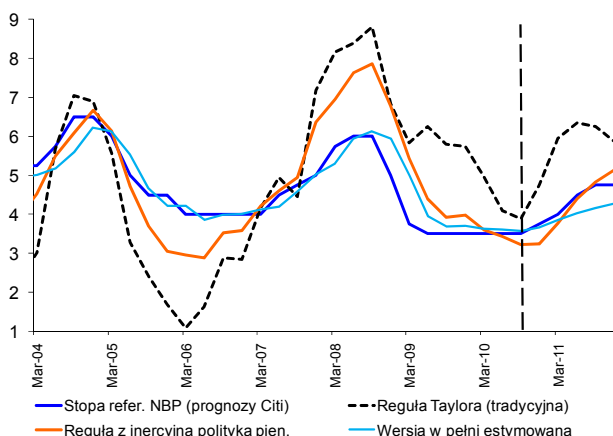
Choć Rada pozostawiła w październiku stopy procentowe bez zmian, ostatnie komentarze członków RPP wyraźnie pokazują, że na podwyżki nie będzie trzeba czekać długo.

W ciągu najbliższych dwunastu miesięcy spodziewamy się wzrostu stóp procentowych o przynajmniej 100pb. Do pierwszej podwyżki o 25pb może dojść w styczniu, jednak jeżeli inflacja okaże się wyższa od naszych przewidywań, cykl zacieśnienia monetarnego mógłby rozpocząć się nawet w listopadzie.

RPP tłumaczy się napływem kapitału

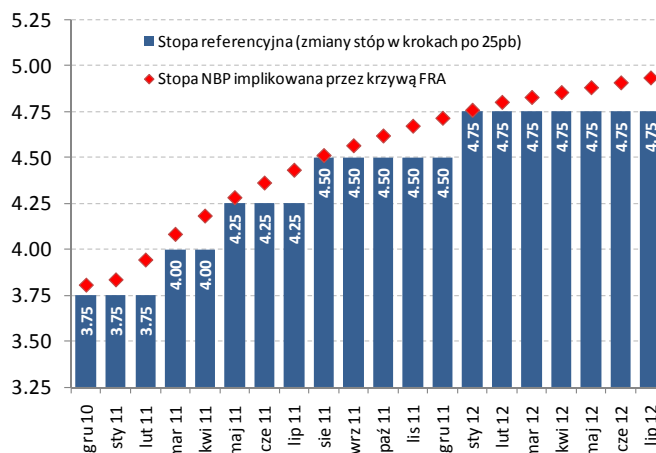
W październiku zwolennicy i przeciwnicy bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej spotkali się w pół drogi. Co prawda stopa referencyjna pozostała bez zmian, jednak stopa rezerwy obowiązkowej została podniesiona o 50 pb do 3,50%. Co ciekawe, oficjalny komunikat zawierał wiele argumentów, które mogłyby stanowić uzasadnienie dla podwyżki stóp procentowych. Po pierwsze, znalazły się tam odniesienia do ożywienia w polskiej gospodarce, przejawiającego się między innymi szybszym od oczekiwań wzrostem PKB, wzrostem wykorzystania mocy produkcyjnych, a także wysoką dynamiką produkcji budowlanej oraz przemysłowej. Po drugie, nowa projekcja banku centralnego pokazała, że w najbliższych kwartałach wzrost PKB będzie utrzymywał się w okolicach 4,5%, a więc znacznie powyżej potencjału (3%). Po trzecie, według projekcji inflacja może wzrosnąć wyraźnie powyżej celu zarówno w 2011, jak i 2012 roku.

Wykres 13. Reguła Taylora



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 14. Ścieżka stóp procentowych zdyskontowana przez rynek FRA



Źródło: Obliczenia Citi Handlowy na podstawie danych NBP

Powyższe jastrzębie argumenty zostały jednak „przekreślone” jednym paragrafem, w którym Rada stwierdziła, że ze względu na obecną (!) ograniczoną presję inflacyjną oraz nieuwzględnione w projekcji ryzyko napływu kapitału do Polski, utrzymanie stóp procentowych na

niezmienionym poziomie jest uzasadnione. Zdecydowane odniesienie do napływu kapitału oraz decyzja o podwyżce stopy rezerwy obowiązkowej zostały zinterpretowane przez rynki finansowe jako sygnał ze strony RPP, iż na podwyżki stóp procentowych będzie trzeba poczekać dłużej. Niemniej, naszym zdaniem wbrew pozorom moment rozpoczęcia cyklu zacieśnienia monetarnego jest nieodległy i powinien przypaść na przełom 2010 i 2011 roku. Część członków Rady pozostaje bowiem pod silnym wpływem bieżących publikacji danych i dlatego w momencie, gdy inflacja wyraźnie wzrośnie, zapewne szybko zwiększy się również liczba zwolenników bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej.

Podwyżki stóp o przynajmniej 100pb do końca 2011

Naszym zdaniem to właśnie dane o inflacji mogą być kluczowym czynnikiem, który zdecyduje o momencie podwyżki stóp. Ponieważ nasza prognoza październikowej inflacji na poziomie 2,7% jest niższa od szacunków MF (2,9%) oczekujemy, że Rada może się wstrzymać z podwyżką do stycznia 2011 roku. Niemniej gdyby inflacja okazała się wyższa od naszych przewidywań otworzyłoby to drogę do podwyżki już listopadzie. Taki ruch uzasadniają między innymi ostatnie jastrzębie wypowiedzi członków prof. Winieckiego oraz prof. Zielińskiej-Głębockiej, którzy wspominali o potrzebie zacieśnienia polityki monetarnej. Biorąc pod uwagę, że w sierpniu te same osoby głosowały przeciw podwyżce, ich przejście do grona „jastrzębi” przeważałoby szalę na rzecz podwyżki stóp (rozkład głosów 6:4). Naszym zdaniem można się jedynie dziwić, że chociaż tak wielu członków RPP widziało w nieodległej przyszłości możliwość podwyżek stóp, ton październikowego komunikatu władz monetarnych wcale tego nie odzwierciedlał.

Podtrzymujemy nasz scenariusz, że w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na wyraźne zacieśnienie polityki pieniężnej, podnosząc stopy procentowe łącznie o przynajmniej 100 pb. Wbrew wcześniejszym deklaracjom przedstawicieli RPP uważamy, że podwyżki te będą dokonywane stopniowo, w krokach po 25pb (a nie po 50-75pb). Do pierwszej takiej podwyżki powinno dojść nie później niż w styczniu 2011 roku, choć przy negatywnym scenariuszu inflacyjnym (np. październikowy CPI w okolicach 2,9%) podwyżka wydaje się możliwa nawet już w listopadzie.

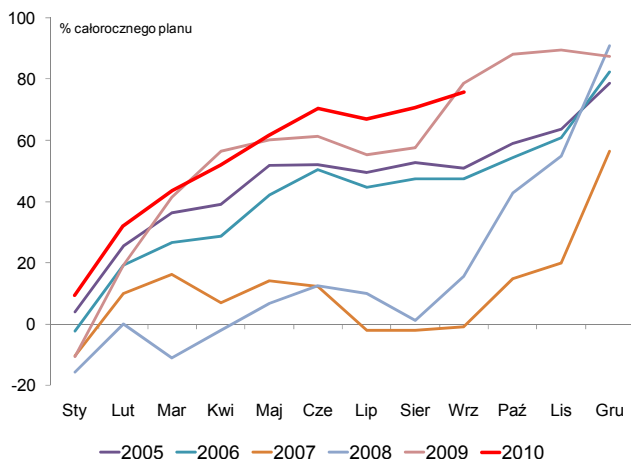
Sytuacja fiskalna bez większych niespodzianek

Deficyt budżetowy sięgnął po czerwcu 39,5 mld zł, co stanowi 76% całkowitego planu.

Dzięki wzrostowi gospodarczemu inwestorzy nie zwracają większej uwagi na deficyt całego sektora rządowego i samorządowego, sięgający niemal 8% PKB w 2010 r. Niemniej w naszej ocenie sytuacja fiskalna pozostaje głównym czynnikiem ryzyka, który może przyczynić się do większej zmienności na rynkach w 2011 roku.

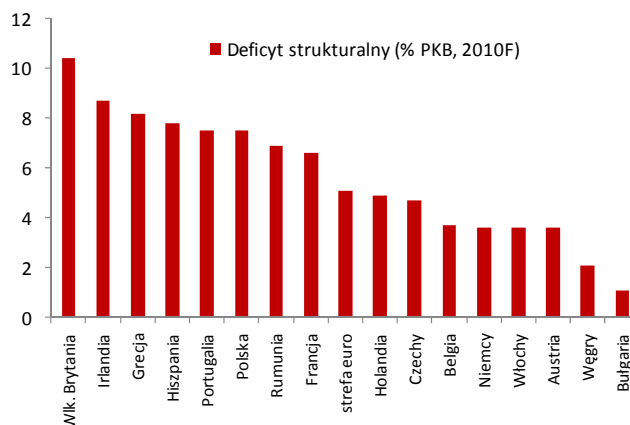
Na tle poprzednich miesięcy, które minęły pod znakiem przygotowywania przez rząd projektu budżetowego, październik nie przyniósł większych zmian w polityce fiskalnej. Najnowsze dane o wykonaniu budżetu pokazały, że na koniec września skumulowany deficyt wyniósł 39,5 mld zł, a więc 75,7% całkowitego planu. Wciąż wyjątkowo słaba okazała się realizacja dochodów z tytułu CIT (zaledwie 54,3%). Jednocześnie pozytywne trendy utrzymywały się w realizacji wpływów z podatków pośrednich (76,2%), co nie powinno dziwić w świetle wyjątkowo wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego.

Wykres 15. Realizacja deficytu budżetowego (% planu)



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

Wykres 16. Deficyt strukturalny w UE (% PKB)



Źródło: Szacunki własne na podstawie danych KE

Deficyt sięga niemal 8% PKB

W naszej ocenie na razie nie widać poważnych zagrożeń dla planów rządowych, zakładających, iż do grudnia deficyt nie powinien przekroczyć 48,3 mld zł. Niemniej temat tegorocznego deficytu przestał już dawno być tematem interesującym rynki finansowe, szczególnie w obliczu bardzo wysokiego deficytu sektora rządowego i samorządowego planowanego na 2011 rok. W październiku przedstawiciele MF oficjalnie potwierdzili, że spodziewają się wzrostu deficytu całego sektora w bieżącym roku do około 7,9% PKB oraz jego spadku tylko nieznacznie poniżej 7% w 2011 roku. Tak znaczna skala rozluźnienia fiskalnego pomaga częściowo wytłumaczyć zagadkę dynamicznego wzrostu gospodarczego, który Polska zawdzięcza między innymi rosnącym wydatkom rządowym oraz samorządowym.

Naszym zdaniem sytuacja fiskalna jest poważnym czynnikiem ryzyka, który może mieć istotny wpływ na rynki finansowe w 2011 roku.

Powyższe zagrożenia mogłyby przykuć uwagę inwestorów w przypadku szoku zewnętrznego, który mógłby doprowadzić do spowolnienia wzrostu gospodarczego. Dopiero wówczas w pełni ujawnione zostałyby napięcia fiskalne utrzymujące się w polskiej gospodarce. Tym bardziej, że przy niższej od spodziewanej nominalnej dynamice PKB znacznie trudniej byłoby utrzymać dług publiczny w ryzach. Na szczęście dla polskiej gospodarki (i oczywiście dla MF), ryzyko takiego zaskakującego spowolnienia wzrostu wydaje się obecnie niższe od 50%.

Rynki finansowe

Rynek walutowy

Złoty nieznacznie umocnił się wobec euro i dolara w ostatnich tygodniach wraz ze wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp oraz w oczekiwaniu na program zakupu aktywów przez Fed przy dosyć stabilnym kursie EUR/USD.

Czynniki fundamentalne wciąż uzasadniają w dłuższym terminie dalsze umocnienie złotego. Pozytywny wpływ na złotego będzie miał stopniowy wzrost płynności na światowych rynkach wywołany przez zakup obligacji przez Fed, ewentualne przepływy wynikające z prywatyzacji oraz oczekiwania na podwyżki stóp procentowych.

Złoty powinien umocnić się w stronę 3,85 do końca roku. Spodziewamy się dalszej aprecjacji złotego do 3,74 na koniec 2011 r.

Złoty nieco mocniejszy, poniżej 3,90

Od publikacji poprzedniego raportu doszło do niewielkiego umocnienia złotego wobec euro i dolara za sprawą wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp oraz lepszych od oczekiwań danych. Złoty umocnił się wobec euro w połowie października poniżej 3,90. W drugiej połowie minionego miesiąca doszło do korekty, jednak poziom 4,00 nie został pokonany. W listopadzie ponownie doszło do sporego umocnienia złotego poniżej 3,90 na fali rosnących oczekiwań na podwyżki stóp procentowych oraz w reakcji na wprowadzony przez amerykański bank centralny drugi program poluzowania polityki pieniężnej. Wsparciem dla złotego były też przepływy prywatyzacyjne (40% akcji GPW zostało zakupionych przez inwestorów zagranicznych) i oczekiwania na przepływy związane z prywatyzacją (Enea). Przetarg na zakup Enei wygrał polski inwestor (Elektron), który część transakcji prawdopodobnie sfinansuje ze środków krajowych, co zmniejszyło presję na umocnienie złotego.

Tabela 3. Rynek walutowy

	09/11/2010	1M	YTD
		%	%
EUR/PLN	3,9334	-1,3	-0,8
USD/PLN	2,8278	-1,3	-4,3
GBP/PLN	4,5618	-0,4	-0,8
CHF/PLN	2,9388	-0,9	6,2
EUR/USD	1,3910	0	-3,5

Źródło: Reuters, Citi.

Skala zakupu aktywów planowana przez Fed okazała się nieco większa niż oczekiwał rynek, co wsparło apetyty na ryzyko, umocniło rynki akcji i przyczyniło się do osłabienia dolara wobec euro niemal do 1,42. W dalszej części listopada nastąpiła korekta kursu EUR/USD poniżej 1,40 wsparta przez lepsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu w USA i powrót obaw o sytuację fiskalną krajów strefy euro. W ciągu miesiąca kurs EUR/USD utrzymywał się w przedziale 1,375-1,42, a tempo deprecjacji dolara wobec euro wyraźnie wyhamowało w porównaniu do września, mimo rosnącej różnicy między stopami procentowymi w EUR i USD. Kurs USDPLN lekko obniżył się w ostatnich tygodniach o ok. 1,1% do 2,81.

Złoty powinien pozostać mocny pod koniec roku

Choć pozycjonowanie inwestorów w złotym wydaje się dosyć duże, szczególnie po dużym napływie kapitału na rynek obligacji w ostatnich miesiącach to w najbliższych tygodniach możliwe jest dalsze niewielkie umocnienie złotego w stronę 3,85.

Złotemu powinno sprzyjać uruchomienie drugiego programu zakupu aktywów przez Fed, które będzie przyczyniało się do zwiększenia płynności na światowych rynkach oraz zwiększonego zapotrzebowania na ryzykowne aktywa, choć zakup obligacji przez amerykański bank centralny będzie rozciągnięty w czasie do połowy przyszłego roku.

Ewentualna wymiana walut na rynku związana z procesami prywatyzacji może wspierać złotego. Mimo że część transakcji zakupu Enei może być finansowana ze środków krajowych to część będzie zapewne pokryta ze źródeł zagranicznych (cała wartość transakcji w przypadku wezwania na 100% akcji ma opiewać na kwotę 2,6 mld €). Według doniesień prasowych część finansowania zakupu Enei ma pochodzić z dwóch zagranicznych banków oraz konsorcjum zagranicznych funduszy. Ewentualna wymiana walut na rynku powinna wspierać złotego.

Czynnikiem przemawiającym za mocniejszym złotym są perspektywy podwyżek stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Nasze prognozy dotyczące inflacji w październiku są niższe od prognozy Ministerstwa Finansów oraz od rynkowego konsensusu, a nasz scenariusz bazowy zakłada pierwszą podwyżkę stóp w styczniu. W przypadku gdyby inflacja zaskoczyła w górę, a RPP zdecydował się na podwyżkę stóp w tym miesiącu krótkoterminowa reakcja rynku powinna być pozytywna dla złotego.

Nasz scenariusz mocniejszego złotego pod koniec roku wspierają mogą ewentualne działania Ministerstwa Finansów. Choć poziom 55% relacji długu do PKB wydaje się niezagrożony w tym roku to niższy odczyt za cały rok mógłby być bardziej atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych a krótkoterminowe umocnienie złotego z pewnością nie zaszkodziłoby trwale eksporterom. Mocniejszy złoty pod koniec roku nie powinien też wywołać reakcji ze strony banku centralnego. Nie spodziewamy się interwencji walutowej NBP, o ile kurs EUR/PLN nie spadnie wyraźnie poniżej 3,80.

Oczekujemy lekkiego umocnienia złotego wobec euro do 3,85 na koniec listopada i 3,88 na koniec tego roku. Spodziewamy się też umocnienia złotego do 3,74 na koniec 2011.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	09/11/2010	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11
USD/PLN	2,8279	2,69	2,67	2,69	2,71
EUR/PLN	3,9334	3,88	3,84	3,82	3,80
GBP/PLN	4,5618	4,26	4,17	4,20	4,22
CHF/PLN	2,9388	2,81	2,78	2,77	2,75

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Rynek długu

Znaczny wzrost stóp rynkowych po danych o inflacji za wrzesień i jastrzębich komentarzach członków RPP w listopadzie.

W bazowym scenariuszu oczekujemy realizacji zysków po silnym wzroście stóp rynkowych w ostatnich tygodniach. Jednak, jeśli dane o inflacji za październik oraz inne dane z gospodarki realnej zaskoczą pozytywnie to wzrost oczekiwań na podwyżkę stóp już w tym miesiącu może utrzymać stopy rynkowe na wysokich poziomach.

Oczekujemy wzrostu stóp rynkowych do końca roku oraz w 2011 r. oraz dalszego wypłaszczenia krzywej w przyszłym roku.

Znaczny wzrost stóp pod wpływem wyższej inflacji

Od publikacji ostatniego raportu nastąpił dalszy znaczny wzrost stóp rynkowych FRA i IRS oraz wzrost rentowności obligacji, do czego przyczynił się wzrost inflacji i bardziej jastrzębi ton komentarzy członków RPP. Październikowa inflacja wyraźnie przekroczyła konsensus i była powyżej najwyższej prognozy na rynku. To zapoczątkowało trend wzrostowy stóp rynkowych, który został spotęgowany przez zamykanie pozycji nastawionych na spadek stóp. Posiedzenie RPP nie przyniosło zmiany stóp procentowych, a ton oficjalnego komunikatu był wyjątkowo i zaskakująco gołębi. W rezultacie po październikowym posiedzeniu RPP nastąpiła lekka korekta stóp w dół. Jednak nie trwała ona długo. Na początku listopada po publikacji bardzo dobrych danych o PMI oraz prognozy inflacji za październik przez Ministerstwo Finansów, która była powyżej mediany prognoz rynkowych doszło do ponownego wzrostu stóp rynkowych. Po publikacji prognozy resortu finansów wyraźnie ton komentarzy członków Rady Polityki Pieniężnej stał się wyraźnie bardziej restrykcyjny (patrz sekcja o polityce pieniężnej) i wyraźnie wzrosły oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych już w listopadzie.

Nachylenie krzywej nie zmieniło się znacząco w ciągu miesiąca. Spread 10-2 stóp swap nieznacznie wzrósł do 34 pb z 30pb przed miesiącem natomiast spread 10-2 rentowności obligacji skarbowych pozostał na poziomie ok. 82 pb. Spready asset swap obniżyły się dla większość tenorów.

Tabela 5. Rynek stopy procentowej

	09/11/2010	1M	YTD
	%	pb	pb
FRA1x4	4,06	7	-22
FRA3x6	4,28	13	-4
FRA6x9	4,60	26	13
FRA9x12	4,81	27	9
IRS 2Y	4,87	27	-19
IRS 5Y	5,21	33	-54
IRS 10Y	5,21	31	-56

Źródło: Reuters.

Dalszy wzrost stóp rynkowych wciąż możliwy

RPP może odłożyć decyzję o podwyżce stóp do stycznia, ale wciąż widzimy niewielki potencjał do wzrostu stóp w najbliższych tygodniach. Biorąc pod uwagę nasz szacunek inflacji za listopad na poziomie 2,7% r/r, który jest poniżej rynkowego konsensusu, a także poniżej prognozy Ministerstwa Finansów oraz biorąc pod uwagę zasygnalizowaną w ostatnich komentarzach Rady wrażliwość jej członków na bieżącą inflację oczekujemy, że RPP może odłożyć decyzję o podwyżce stóp do stycznia. Brak podwyżki stóp w listopadzie dawałby pewną przestrzeń do korekty stóp rynkowych w dół, jednak naszym zdaniem do końca roku stopy rynkowe jeszcze wzrosną. Tym bardziej, że nasz podstawowy scenariusz zakłada stopniowy wzrost inflacji w kolejnych miesiącach (w I połowie 2011 r.) w okolice górnej granicy przedziału odchyień od celu oraz utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego powyżej dynamiki potencjalnej. W przypadku gdyby Rada zdecydowała się podwyższyć stopy procentowe już w listopadzie wzrost stóp rynkowych mógłby nastąpić wcześniej.

W podstawowym scenariuszu zakładamy wzrost stóp procentowych o 100 pb do końca przyszłego roku. Choć ryzyka dla trwałości ożywienia gospodarczego na świecie utrzymują się to drugi program zakupu aktywów przez Fed powinien, poza presją na aprecjację walut krajów rozwijających się, przyczynić się do poprawy sytuacji gospodarczej na świecie i powinien mieć pozytywny wpływ na światowy popyt. Biorąc pod uwagę fakt, że krajowy eksport znacznie bardziej skorelowany jest ze światowym popytem niż z siłą złotego bank centralny będzie mógł podwyższać stopy procentowe nawet mimo stopniowego umocnienia złotego. W przyszłym roku oczekujemy dalszego wzrostu stóp rynkowych oraz wypłaszczenia krzywej wraz z podwyżkami oficjalnych stóp procentowych banku centralnego.

Spodziewamy się, że na koniec roku rentowności 2-letnich obligacji wzrosną do 4,95%, 5-letnich do 5,40%, a 10-letnich utrzymają się blisko 5,65%.

Tabela 6. Prognozy stóp procentowych (wartości na koniec okresu)

	09/11/2010	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11
Stopa referencyjna	3,50%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%
WIBOR3M	3,83%	4,02%	4,29%	4,51%	4,67%

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2009			2010									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1.3	9.9	7.4	8.5	9.2	12.5	9.7	13.5	14.3	10.3	13.5	11.8	-
Produkcja przemysłowa (% m/m)	1.9	-3.2	-5.4	-5.4	3.1	19.1	-9.2	1.6	6.8	-6.1	-1.8	13.2	-
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-1.1	11.4	8.3	10.1	10.8	13.9	11.1	14.5	15.5	10.9	14.3	13.3	-
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	2.7	9.9	3.2	-15.3	-24.7	-10.9	-6.3	2.3	9.6	0.8	8.5	13.4	-
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	2.1	6.3	7.2	2.5	0.1	8.7	-1.6	4.3	6.4	3.9	6.6	8.6	-
Stopa bezrobocia (%)	11.1	11.4	12.1	12.9	13.2	13.0	12.4	12.1	11.7	11.5	11.4	11.5	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-2.4	-2.2	-1.8	-1.4	-1.1	-0.6	0.0	0.5	1.1	1.4	1.6	1.8	-
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.1	3.3	3.5	3.5	2.9	2.6	2.4	2.2	2.3	2.0	2.0	2.5	-
Inflacja (% m/m)	0.1	0.3	0.0	0.6	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	-0.2	-0.4	0.6	-
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2.0	1.9	2.1	0.2	-2.4	-2.6	-0.4	1.9	2.1	3.8	4.0	4.3	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.4	-0.4	-0.2	0.4	-0.1	-0.2	1.4	2.0	1.0	0.1	-0.2	0.1	-
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	2.0	2.3	6.5	0.5	2.9	4.8	3.2	4.8	3.5	2.1	4.2	3.7	-
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-503	-1,637	-884	-826	512	-821	-312	-453	-757	-1,518	-1,129	-	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.3	-2.4	-2.1	-2.0	-2.1	-2.2	-2.1	-2.1	-2.1	-2.3	-2.6	-	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-303	-266	-442	-109	-154	-419	-152	-399	-101	-606	-786	-	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	9,664	9,293	8,203	8,504	9,316	10,621	10,034	10,012	10,703	10,036	9,603	-	-
Eksport (% r/r)	-10.9	1.8	15.1	12.5	19.9	22.6	23.1	24.4	27.0	17.5	23.1	-	-
Import f.o.b. (mln EUR)	9,967	9,559	8,645	8,613	9,470	11,040	10,186	10,411	10,804	10,642	10,389	-	-
Import (% r/r)	-20.1	-10.5	-3.2	7.2	21.6	23.4	22.1	28.9	23.9	18.9	25.9	-	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11.9	8.0	8.1	6.3	5.1	5.5	6.1	7.7	7.1	7.8	9.4	8.9	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	19.3	17.5	15.3	13.0	11.4	9.5	8.9	9.3	9.3	9.4	10.0	9.8	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3.5	7.0	10.4	6.3	7.8	10.4	13.3	15.0	13.2	12.1	15.2	12.6	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	20.4	18.5	12.0	8.6	5.5	5.7	8.4	9.6	13.1	13.7	15.5	12.4	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3.1	-0.3	-3.3	-5.2	-7.0	-9.0	-7.3	-5.5	-4.4	-3.5	-2.5	-3.2	-
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
WIBOR 3M (średnio)	4.18	4.19	4.23	4.24	4.17	4.13	3.92	3.85	3.86	3.84	3.81	3.82	3.83
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.18	4.19	4.27	4.19	4.15	4.10	3.86	3.86	3.87	3.82	3.81	3.84	3.85
Bony 52 tyg. (średnio)	4.34	4.26	4.27	3.90	3.89	3.89	3.71	3.91	4.15	4.03	4.01	4.00	4.11
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.02	5.10	5.18	4.94	4.92	4.55	4.64	4.68	4.85	4.74	4.68	4.71	4.82
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.70	5.69	5.90	5.58	5.48	5.15	5.16	5.29	5.41	5.40	5.20	5.22	5.28
EUR/PLN (koniec okresu)	4.24	4.14	4.11	4.06	3.98	3.86	3.90	4.08	4.15	4.01	4.00	3.99	3.99
USD/PLN (koniec okresu)	2.86	2.75	2.85	2.91	2.93	2.87	2.93	3.31	3.39	3.07	3.16	2.93	2.89
EUR/USD (koniec okresu)	1.47	1.50	1.43	1.39	1.36	1.35	1.33	1.23	1.22	1.30	1.27	1.36	1.38
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	21.5	24.0	24.4	4.8	16.7	22.7	27.0	32.1	36.8	34.9	36.9	39.5	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	79.0	88.4	89.8	9.3	32.1	43.5	51.8	61.6	70.5	66.9	70.7	75.7	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	254	304	342	426	533	432	483	568
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	925	983	1,060	1,175	1,273	1,342	1,427	1,528
PKB per capita (USD)	6,642	7,970	8,970	11,168	13,982	11,314	12,658	14,915
Populacja (mln)	38.2	38.2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.1	38.1
Stopa bezrobocia (%)	19.5	18.2	14.9	11.2	9.5	11.9	12.0	11.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	3.6	6.2	6.7	5.0	1.8	3.5	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.4	6.5	14.9	17.6	8.2	-0.4	-0.4	9.7
Konsumpcja (% r/r)	4.3	2.7	5.2	4.7	6.3	2.1	3.1	2.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.7	2.1	5.0	5.0	5.9	2.3	3.1	3.2
Eksport (% r/r)	14.0	8.0	14.6	9.1	7.1	-8.0	11.1	6.0
Import (% r/r)	15.8	4.7	17.3	10.9	8.0	-13.5	12.5	8.4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4.3	0.5	1.4	4.0	3.3	3.5	3.0	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	3.6	2.1	1.1	2.5	4.5	3.5	2.6	3.5
Płace nominalne (% r/r)	4.2	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	4.0	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.50	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.46	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.80	4.82
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.13	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	5.70	5.95
USD/PLN (Koniec okresu)	3.01	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.70	2.69
USD/PLN (Średnia)	3.65	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	2.95	2.69
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.08	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.88	3.74
EUR/PLN (Średnia)	4.54	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.96	3.80
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-10.0	-3.7	-9.4	-20.3	-26.8	-7.2	-12.6	-18.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.0	-1.2	-2.7	-4.8	-5.0	-1.7	-2.6	-3.3
Saldo handlu zagranicznego	-5.6	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.8	-7.1	-12.4
Eksport	81.8	96.5	117.4	145.3	178.7	139.5	166.4	195.8
Import	87.5	99.2	124.5	162.4	204.7	144.3	173.4	208.2
Saldo usług	0.1	0.7	0.7	4.8	5.0	5.4	4.7	6.4
Saldo dochodów	-8.2	-6.7	-9.7	-16.4	-14.2	-14.3	-17.3	-21.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	12.3	7.0	10.7	18.0	11.6	8.5	10.0	9.0
Rezerwy międzynarodowe	36.0	42.2	48.2	65.5	62.2	79.6	94.0	106.0
Amortyzacja	21.3	30.1	23.5	30.2	32.4	24.6	34.7	35.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-5.7	-4.1	-3.6	-1.9	-3.7	-6.6	-7.8	-6.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2.9	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.2	-4.9	-3.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.7	47.5	47.8	44.9	47.0	49.9	53.0	53.0
Dług krajowy	34.5	34.5	35.6	34.3	34.9	36.9	40.2	40.3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 7. Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Realny wzrost PKB (% r/r)	1.8	3.5	3.6	4.8	4.1	3.7
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	3.5	2.8	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.7	-2.6	-3.3	-4.3	-4.6	-4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	5.00	5.00	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.87	2.70	2.69	2.57	2.67	2.67
USD/PLN (Średnia)	3.11	2.95	2.69	2.61	2.67	2.67
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.88	3.74	3.50	3.50	3.50
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.96	3.80	3.57	3.50	3.50

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Kalendarz Publikacji Danych

Tabela 8. Kalendarz Publikacji Danych

Data	Godzina	Źródło	Wskaźnik lub wydarzenie	Okres	Ostatnie dane
Listopad					
10.11.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Wrzesień	-1,1 mld euro
12.11.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Październik	8,9% r/r
15.11.	14:00	GUS	Inflacja	Październik	2,5% r/r
Ok. 15.11.	-	MF	Wynik budżetu	Październik	-39,5 mld zł
18.11.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sektor przedsiębiorstw)	Październik	3,7% r/r
18.11.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw)	Październik	1,8% r/r
19.11.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Październik	4,3% r/r
19.11.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Październik	11,8% r/r
22.11.	14:00	NBP	Inflacja bazowa	Październik	1,2% r/r
25.11.	10:00	GUS	Stopa bezrobocia	Październik	11,5%
25.11.	10:00	GUS	Sprzedaż detaliczna	Październik	8,6% r/r
23-24.11.	-	NBP	Posiedzenie RPP	Listopad	Stopy bez zmian
30.11.	-	GUS	PKB	III kw.	3.5%
Grudzień					
13.12.	14:00	NBP	Saldo obrotów bieżących	Wrzesień	-
14.12.	14:00	NBP	Podaż pieniądza	Listopad	-
14.12.	14:00	GUS	Inflacja	Listopad	-
Ok. 15.12.	-	MF	Wynik budżetu	Listopad	-
16.12.	14:00	GUS	Przeciętne wynagrodzenie (sektor przedsiębiorstw)	Listopad	-
16.12.	14:00	GUS	Przeciętne zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw)	Listopad	-
17.12.	14:00	GUS	Wskaźnik cen producentów	Listopad	-
17.12.	14:00	GUS	Produkcja przemysłowa	Listopad	-
21.12.	14:00	NBP	Inflacja bazowa	Listopad	-
22-23.12.	-	NBP	Posiedzenie RPP	Grudzień	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Analitik Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Poland

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 może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie

