

23 marca 2012 □ 19 stron

CitiMonthly - Polska

W skrócie

- Tym razem naszą uwagę skierowaliśmy na drożące paliwa. Biorąc pod uwagę obawy o możliwość konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie w poniższym raporcie próbujemy rozwiązać „zagadkę” dotyczącą tego, jak dotkliwy dla polskiej gospodarki mógłby okazać się szok na rynku ropy naftowej.
- Wzrost cen surowców energetycznych o około 20% miałby niewielki wpływ na wzrost gospodarczy, obniżając dynamikę PKB w kraju o około 0,1-0,2 punktu pod koniec roku. W przypadku inflacji konsekwencje byłyby bardziej widoczne. Szacujemy, że z tego tytułu wskaźnik CPI mógłby być pod koniec roku wyższy o około 0,8 punktu.
- Jeżeli chodzi o bieżące dane, wskazują one na stopniowe osłabienie aktywności gospodarczej. Mimo to w ostatnich tygodniach podnieśliśmy naszą prognozę wzrostu PKB na 2012 rok do poziomu 2,7%, obniżając jednak przewidywany wzrost na 2013 rok do 2,4%. Rewizja jest związana z wysokim punktem startowym (dzięki silnemu wzrostowi w 4Q 12) oraz z rewizją prognoz Citi dla niemieckiej gospodarki.
- Pogorszenie sytuacji na rynku pracy będzie ograniczać presję płacową i przyczyni się do ograniczenia dynamiki konsumpcji w całym roku. Naszym zdaniem dzięki temu presja inflacyjna pozostanie pod kontrolą, a wskaźnik CPI w ciągu dwunastu miesięcy powinien powrócić do poziomu celu inflacyjnego.
- RPP pozostaje w trybie wyczekiwania, licząc na spadek inflacji oraz spodziewając się spowolnienia gospodarczego. W najbliższych miesiącach nie oczekujemy zmian stóp procentowych. Jeżeli jednak scenariusz makroekonomiczny z projekcji NBP okaże się słuszny, RPP może pod koniec roku rozważyć ewentualne obniżki stóp procentowych.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

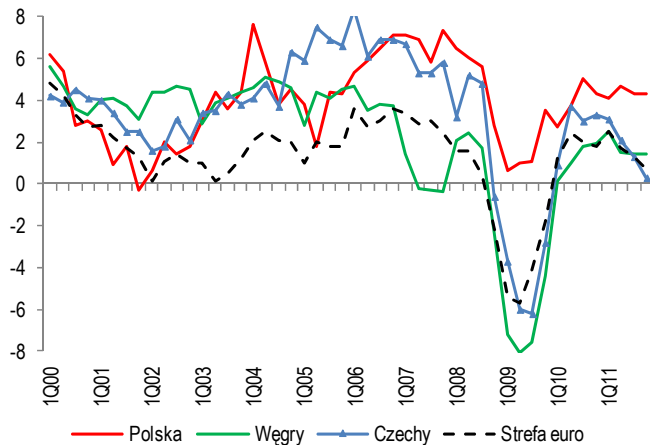
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

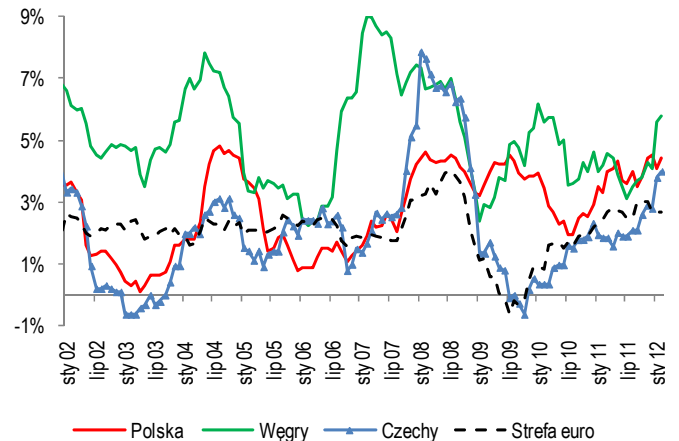
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



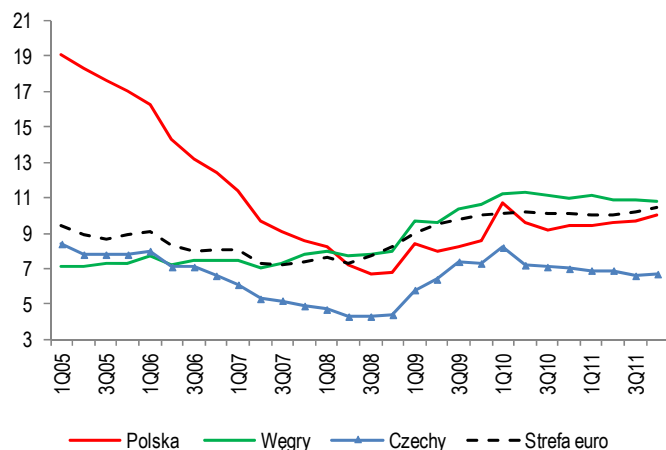
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



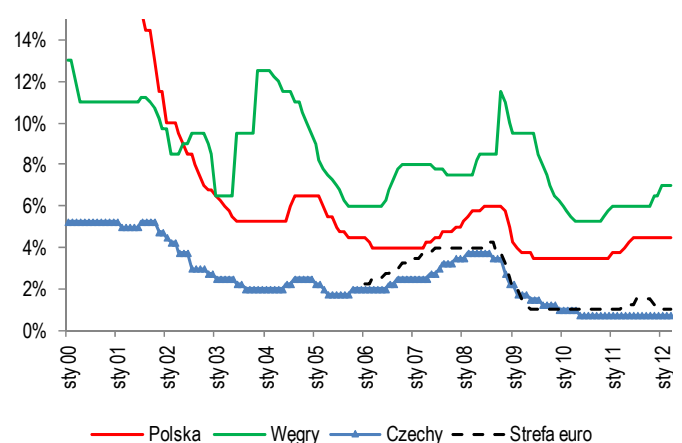
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	2.3	3.7	-3.8	41.9
Węgry	4.1	7.8	-2.8	76.5
Polska	3.9	5.9	-3.3	57.1
Rumunia	5.5	7.3	-3.7	35.8
Kryterium konwergencji	<u>3.1</u>	<u>7.7</u>	<u>-3.0</u>	<u>60.0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2012, przygotowane jesienią 2011.

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.

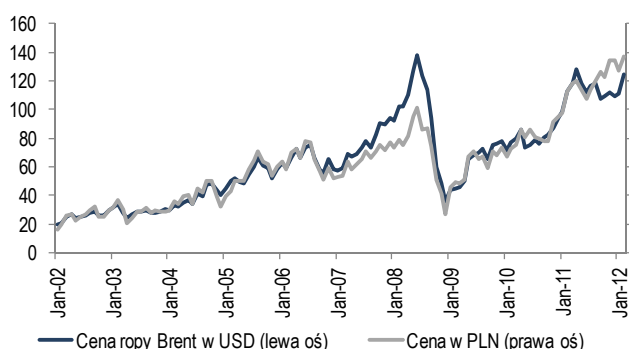
Temat Miesiąca¹

Petrozagadka

- W poniższej sekcji próbujemy rozwiązać „zagadkę” dotyczącą tego, jak dotkliwy dla polskiej gospodarki mógłby być dodatkowy szok na rynku ropy naftowej.
- Wzrost cen surowców energetycznych o około 20% miałby niewielki wpływ na wzrost gospodarczy, obniżając dynamikę PKB w kraju o około 0,1-0,2 punktu pod koniec roku. W przypadku inflacji konsekwencje byłyby bardziej widoczne. Szacujemy, że z tego tytułu wskaźnik CPI mógłby być pod koniec roku wyższy o około 0,8 punktu.
- Naszym zdaniem 20% wzrost cen paliw rozwałby nadzieje na obniżki stóp procentowych w kraju, choć zapewne nie wystarczyłby, aby doprowadzić do podwyżek.

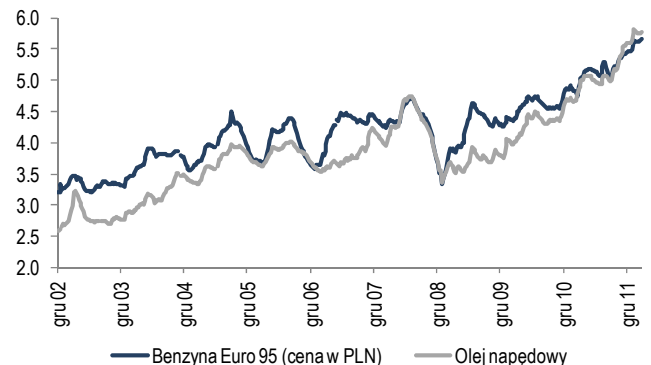
Drożejące paliwa ponownie stały się jednym z kluczowych tematów powracających na czołówki serwisów informacyjnych. I słusznie, bo po tym jak sytuacja w peryferyjnych krajach strefy euro (przejściowo) się ustabilizowała, wysokie ceny energii są ponownie głównym zagrożeniem dla światowej gospodarki. Perspektywa ewentualnego konfliktu wokół Iranu budzi bowiem obawy przed dalszym ich wzrostem. Oczywiście, cena ropy na obecnym poziomie około 125-130 dolarów nie odbiega nadmiernie od ubiegłorocznej średniej na poziomie 112 dolarów i do tego jest znacznie niższa od historycznych maksimów. Niemniej w przypadku Polski i innych krajów regionu duże znaczenie ma słabość walut – po przeliczeniu na złote ceny ropy naftowej w kraju są rzeczywiście na historycznie najwyższym poziomie, podobnie zresztą jak ceny paliw na stacjach benzynowych (Wykres 5-6).

Wykres 5. Ceny ropy naftowej w USD oraz PLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Ceny detaliczne paliw w Polsce



Źródło: Reflex, PAP, Citi Handlowy.

Biorąc pod uwagę powyższe zmiany na rynku paliw w niniejszym raporcie przedstawiamy szacunki dotyczące wpływu „szoku naftowego” na polską gospodarkę. Co prawda skala i trwałość ewentualnego „szoku” byłaby

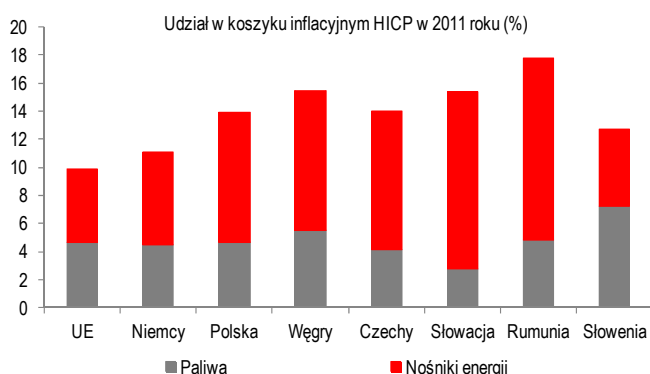
¹ Niniejsza analiza stanowi skróconą wersję raportu „Adding Fuel to the Fire – Oil “Shock” in CEE”, który ukazał się na początku marca.

uzależniona od rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie i dlatego obecnie jest trudna do przewidzenia, jednak w naszych szacunkach przyjęliśmy dla uproszczenia założenie o 20% wzroście cen ropy, co popchnęłoby je w okolice 150 dolarów za baryłkę. Dzięki temu każdy odbiorca naszych raportów będzie mógł łatwo zaaplikować poniższe wyniki do scenariusza, który uzna za najbardziej prawdopodobny. Najważniejsze kanały gospodarki, przez które ujawniać się będą efekty drożejącej ropy obejmują: inflację, wzrost gospodarczy, bilans w handlu zagranicznym oraz deficyt fiskalny.

Inflacja – najsłabsze ogniwo

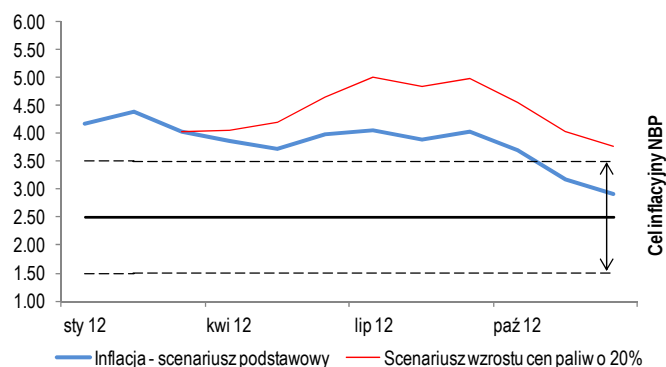
Spoglądając na udział paliw oraz energii w koszyku inflacyjnym wyraźnie widać, że Polska jest jednym z krajów podatnych na szoki z rynku paliw. Podobna uwaga dotyczy zresztą innych gospodarek Europy Środkowej. O ile w całej UE paliwa oraz nośniki energii stanowią około 9,9% koszyka inflacyjnego (HICP), o tyle średni poziom w Polsce, Czechach oraz na Węgrzech wynosi około 14,5% (Wykres 7). Według naszych szacunków w przypadku wzrostu cen paliw na rynkach światowych o dwadzieścia procent, wskaźnik inflacji na koniec roku byłby o około 0,8 punktu procentowego wyższy niż obecnie zakładamy. Jak jednak pokazuje wykres 8, ścieżka inflacyjna wciąż zakładałaby spadek – choć wolniejszy – w kierunku przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu inflacyjnego.

Wykres 7. Waga paliw i energii w koszyku inflacyjnym (HICP) w 2011 roku



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 8. Wpływ 20% wzrostu cen paliw na rynkach światowych na inflację w Polsce



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Jak zwykle w przypadku szoku naftowego, główne pytanie dotyczy nie tyle bezpośredniego wpływu na ceny paliw, lecz również efektów pośrednich. Ponieważ paliwa stanowią komponent kosztów produkcji oraz transportu innych towarów, szok naftowy może powodować wzrosty cen również w innych kategoriach. Ponadto, może on przyczyniać się do wyższych oczekiwań inflacyjnych, a co za tym idzie również wyższej dynamiki płac. Naszym zdaniem te pośrednie efekty (tzw. efekty drugiej rundy) powinny mieć jednak niewielkie znaczenie i w naszej prognozie przyjęliśmy, że ich wpływ nie przekroczy 0,2 punktu procentowego. Jest to związane z tym, iż przy obecnym słabym popycie konsumpcyjnym i pogarszającej się sytuacji na rynku pracy możliwość przenoszenia

wyższych kosztów na odbiorcę oraz możliwość formułowania wysokich żądań płacowych jest ograniczona².

Wzrost gospodarczy – nie taki diabeł straszny ...

Rosnące koszty produkcji oraz transportu mogą wpłynąć na wzrost gospodarczy. Choć Polska i inne kraje Europy Środkowej stały się w ostatnich latach bardziej efektywne energetycznie, wciąż konsumują więcej energii na 1 euro wytworzonego PKB niż kraje zachodnioeuropejskie. Mimo to najprawdopodobniej konsekwencje dla wzrostu gospodarczego w Polsce powinny być ograniczone, szczególnie w porównaniu z niektórymi innymi gospodarkami, takimi jak choćby Stany Zjednoczone. Na podstawie analizy kilku modeli makroekonomicznych, w tym modelu banku centralnego, szacujemy, że 20% wzrost cen surowców energetycznych mógłby obniżyć dynamikę PKB o około 0,1-0,2% w 4Q oraz 0,3-0,4% w połowie 2013. Biorąc pod uwagę relatywnie wysoki poziom wzrostu gospodarczego w kraju, byłby to bardzo ograniczony wpływ. Oczywiście istnieje jednak ryzyko, że w przypadku gwałtownego wzrostu cen (znacznie przekraczającego przykładowe 20%), szok dla gospodarki okazałby się nieproporcjonalnie większy. A to dlatego, że po przekroczeniu pewnego progu firmy miałyby zdecydowanie większe trudności z dostosowaniem się do nowych warunków działania. Naszym zdaniem gdyby doszło do tak znacznego wzrostu cen ropy, zapewne byłby to krótkotrwały szok, gdyż spadek zapotrzebowania na ropę w większych gospodarkach doprowadziłby do spadku jej ceny.

Tabela 2. Wpływ 20% wzrostu cen ropy i paliw na wskaźniki makroekonomiczne w Europie Środkowej

Odchylenie od scenariusza bazowego	CZ	HU	PL
CPI (grudzień 2012)	0,5	0,7	0,8
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	-0,7	-1,0	-0,5
Wzrost PKB (4Q 2012)	-0,3	-0,3	-0,2
Deficyt fiskalny (% PKB)	znikomy	znikomy	znikomy

Źródło: CIRA.

Bilans płatniczy – recykling petrorubli i dolarów

Polska importuje więcej surowców i produktów energetycznych, niż ich eksportuje. W praktyce oznacza to, że wzrost cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych powiększa deficyt handlowy. Biorąc pod uwagę saldo w wymianie surowcami energetycznymi, 20% wzrost ich cen mógłby zwiększyć deficyt w rachunku bieżącym o około 0,5-0,6% PKB, a więc i tak wyraźnie mniej niż 1% na Węgrzech. W rzeczywistości jednak całkowity efekt powinien być zdecydowanie mniejszy dzięki zjawisku tzw. recyklingu petrodolarów (a w przypadku Europy Środkowej raczej petrorubli). Otóż jak pokazują doświadczenia ostatnich lat wzrostowi cen ropy towarzyszy również analogiczny wzrost importu w krajach produkujących ropę. Innymi słowy dochody w postaci petrodolarów lub petrorubli są następnie wydawane przez eksporterów ropy na zakup towarów w innych krajach. Na tym zjawisku korzystają również kraje Europy Środkowej, w tym Polska, gdyż waluty wydane na zakup ropy naftowej powracają do kraju „innymi drzwiami” pod postacią zamówień

² Więcej na temat (braku) ryzyka efektów drugiej rundy por. „Don't believe in second round effects” z dnia 28 lutego 2012.

eksportowych. Dzięki temu efekt wzrostu cen ropy naftowej, choć negatywny, powinien być mniej dotkliwy niż można byłoby początkowo sądzić (około 0,3% PKB, zamiast 0,6%).

Polityka fiskalna – nic interesującego

W przeciwieństwie do niektórych azjatyckich gospodarek, polskie władze nie zobowiązały się do subsydiowania cen paliw. Biorąc to od uwagę, drożejąca paliwa powinny mieć znikomy wpływ na sytuację budżetową. Co prawda mogą one przyczynić się do nieco większych wpływów z akcyzy na paliwa, jednak efekt ten powinien zostać skompensowany przez nieco słabszą aktywność gospodarczą, a przez to również niższe wpływy z tytułu innych podatków. Dla uproszczenia zakładamy więc, że efekt na saldo budżetu będzie zbliżony do neutralnego. Co prawda przy rosnących cenach paliw mogą pojawić się naciski społeczne dążące do obniżenia podatku nałożonego na paliwa, jednak naszym zdaniem szanse na powodzenie takich żądań są niewielkie.

Polityka pieniężna

Postawiony w obliczu szoku naftowego bank centralny staje zazwyczaj przed poważnym dylematem. Czy podnosić stopy procentowe aby obniżyć inflację, czy też poczekać spokojnie na wygaśnięcie szoku, nie robiąc w tym czasie żadnych gwałtownych ruchów? Standardowa odpowiedź polega na ocenie jak duże jest ryzyko tzw. efektów drugiej rundy. Jeżeli jest ono poważne, bank centralny powinien podjąć działania mające na celu nie dopuszczenie do ich powstania, poprzez podniesienie stóp procentowych. Tak jak już wcześniej stwierdziliśmy, w obecnych warunkach ryzyko efektów drugiej rundy jest znikome, przede wszystkim ze względu na słabą pozycję pracowników na rynku pracy. Dlatego naszym zdaniem w przypadku 20% wzrostu cen ropy naftowej Rada Polityki Pieniężnej prawdopodobnie powstrzymałaby się od podwyżek stóp procentowych, choć jednocześnie zapewne zaostriżyłaby swoją retorykę. Z drugiej strony, w takim scenariuszu trudno byłoby wyobrazić sobie jakiegokolwiek obniżki stóp.

Gospodarka w skrócie

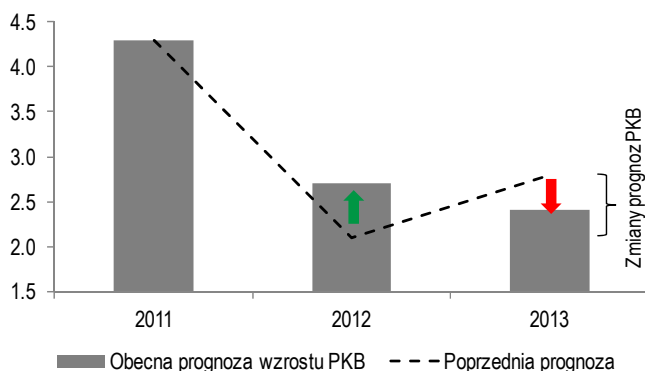
Silniejszy 2012, słabszy 2013

- Bieżące dane, w szczególności dynamika produkcji oraz płac, wskazują na stopniowe osłabienie aktywności gospodarczej. Mimo to w ostatnich tygodniach podnieśliśmy naszą prognozę wzrostu PKB na 2012 rok do poziomu 2,7%, obniżając jednak przewidywany wzrost na 2013 do 2,4%.
- Rewizja jest związana z wysokim punktem startowym (dzięki silnemu wzrostowi w 4Q 12) oraz z rewizją prognoz Citi dla niemieckiej gospodarki.
- Pogorszenie sytuacji na rynku pracy będzie ograniczać presję płacową i przyczyni się do ograniczenia dynamiki konsumpcji w całym roku. Naszym zdaniem dzięki temu presja inflacyjna pozostanie pod kontrolą, a wskaźnik CPI w ciągu dwunastu miesięcy powinien powrócić do poziomu celu inflacyjnego.

Rewizja prognoz PKB

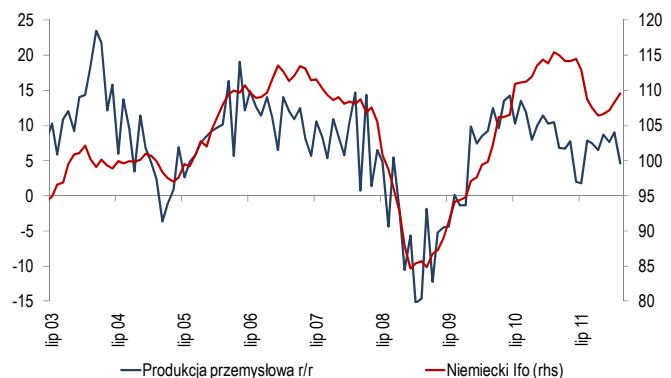
Biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost gospodarczy w 4Q w kraju oraz rewizję prognoz dla Niemiec, w tym miesiącu podnieśliśmy prognozę PKB dla Polski. Wyjątkowo ciepła zima pod koniec ubiegłego roku przyczyniła się bowiem do dynamicznego ożywienia w inwestycjach, przekładając się na 4,3% wzrost PKB w 4Q 2011. Biorąc pod uwagę ten wysoki punkt startowy, nawet w scenariuszu wyraźnego spowolnienia w trakcie roku, wynik za cały 2012 r. powinien być wyższy niż wcześniej zakładaliśmy. Tym bardziej, że najnowsze prognozy Citi dla Niemiec zakładają 0,9% r/r wzrost gospodarczy, a więc wyraźnie szybszy niż 0,4% jeszcze dwa miesiące temu.

Wykres 9. Zmiany w scenariuszu wzrostu PKB w Polsce



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 10. Produkcja przemysłowa oraz indeks PMI



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

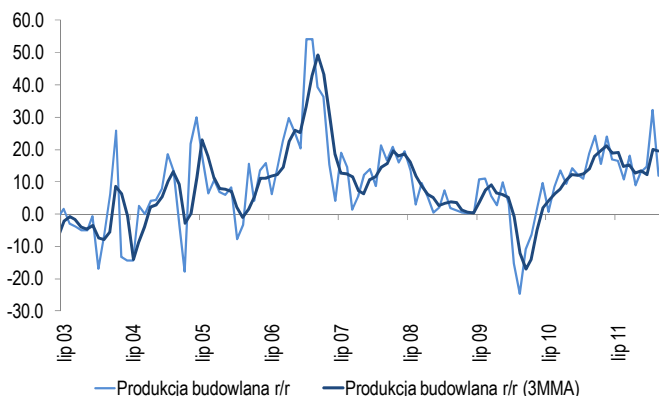
Nasza opinia o przyszłym wzroście zmieniła się jednak mniej niż mogłoby się wydawać na pierwszy rzut oka. Z jednej strony podnieśliśmy oczekiwania dotyczące wzrostu PKB w bieżącym roku do 2,7% (z 2,1%), a z drugiej strony obniżyliśmy prognozę przyszłorocznego wzrostu do 2,4% (z 2,8% przed rewizją). Według naszego scenariusza spowolnienie w inwestycjach rozpocznie się nieco później niż dotychczas zakładaliśmy, a przez to słaba dynamika PKB zostanie przeniesiona na

2013 r. Osłabienie inwestycji będzie związane ze stopniowym zacieśnieniem polityki fiskalnej i wygasaniem części projektów infrastrukturalnych po zakończeniu Euro 2012. Biorąc pod uwagę ponad 20% udział inwestycji publicznych w całości inwestycji, ich stopniowe wygaszanie powinno mieć istotny wpływ na cały agregat. Jednocześnie podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający słabą dynamikę konsumpcji, przede wszystkim w związku z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy oraz niskim poziomem stopy oszczędzania. Według naszych szacunków konsumpcja indywidualna wzrośnie w bieżącym roku o około 2,2% r/r w 2012 oraz 2,5% w 2013 r.

Sygnały spowolnienia w kraju

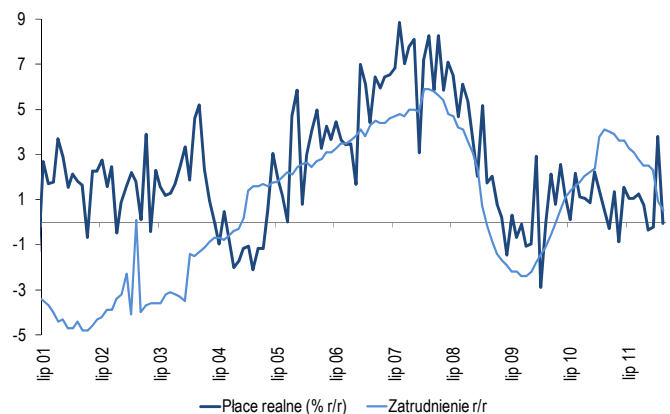
Nasze prognozy spowolnienia w kolejnych kwartałach wydają się uzasadnione w obliczu najnowszych miesięcznych danych makroekonomicznych z kraju. W lutym produkcja przemysłowa wyhamowała do 4,6% r/r z 9% w styczniu, podczas gdy produkcja budowlana wzrosła o 12%, wobec ponad 32% r/r w styczniu. Wyniki produkcji przemysłowej mogły być częściowo związane z umocnieniem złotego na początku roku. Co prawda kurs EUR/PLN wciąż pozostaje znacznie powyżej wartości, które mogłyby zagrozić konkurencyjności eksporterów, jednak poziom ten jest znacznie mniej komfortowy niż ten z końca ubiegłego roku. Dodatkowe pewne znaczenie może mieć sygnalizowany w danych o PMI spadek nowych zamówień. Na oznaki spowolnienia w gospodarce wskazują również dane z rynku pracy. Po jednorazowym skoku do 8,1% r/r w styczniu, tempo wzrostu płac w lutym wyhamowało do 4,3%. Towarzyszyło temu pogorszenie dynamiki zatrudnienia oraz najprawdopodobniej wzrost bezrobocia, co sygnalizuje, że kolejne kwartały mogą przynieść dodatkowe osłabienie konsumpcji.

Wykres 11. Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Płace realne i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



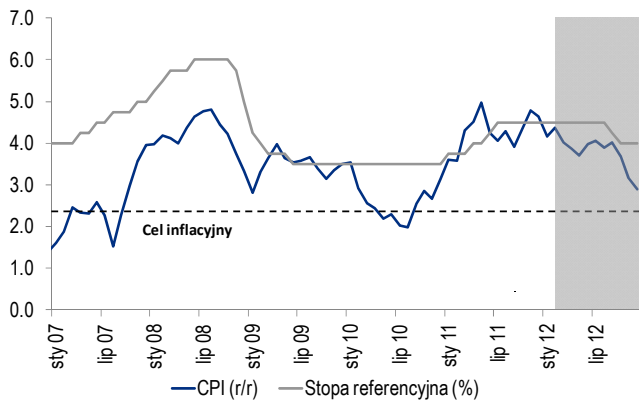
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Inflacja spadnie w kolejnych miesiącach

Po zaskakująco niskiej inflacji w styczniu, luty przyniósł przyspieszenie dynamiki cen. Inflacja wzrosła do 4,3% r/r, między innymi za sprawą szybszych niż zakładaliśmy podwyżek cen wyrobów tytoniowych, wzrostu cen w kategorii „kultura” oraz „użytkowanie mieszkania i nośniki energii”. W kolejnych miesiącach wysoka statystyczna baza (efekt zeszłorocznych podwyżek cen żywności i paliw), silniejszy

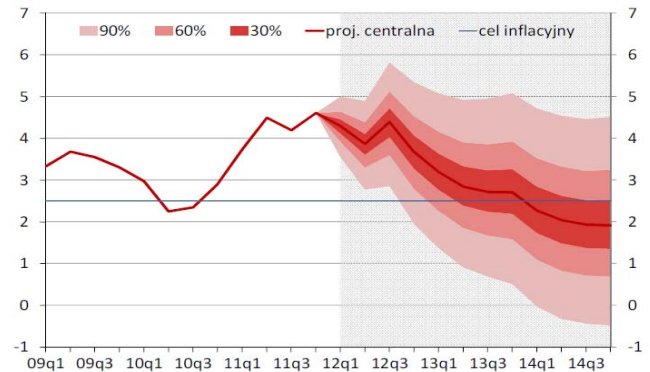
złoty oraz słabnący popyt krajowy powinny pomóc sprowadzić inflację w kierunku 3% r/r. Czynnikiem opóźniającym ten proces mogą okazać się podwyżki cen jaj związane z wprowadzaniem zmian w sposobie chowu wynikających z regulacji UE. Choć udział jajek w koszyku CPI jest niewielki i wynosi 0,5%, skala wzrostu cen może być tak znaczna, że doda do inflacji około 0,2-0,4 punktu procentowego.

Wykres 13. Prognoza inflacji



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 14. Projekcja inflacji NBP



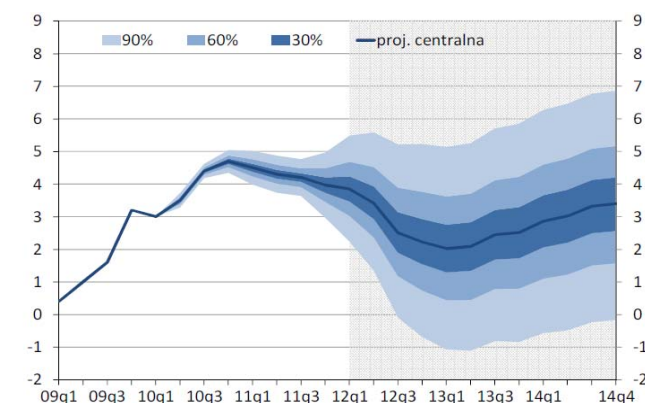
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Niezależnie od wahań cen żywności, w kolejnych kwartałach spodziewamy się powolnego trendu spadkowego inflacji. Naszym zdaniem słabość rynku pracy uwiarygodnia scenariusz zakładający powrót CPI do celu inflacyjnego w 2013 roku. Jak zwykle źródłem niepewności pozostają ceny ropy naftowej (por. Temat miesiąca) oraz wahania kursu walutowego. Gdyby złoty umocnił się na trwałe w okolicach 4,0 lub poniżej tego poziomu przyszłoroczna inflacja mogłaby okazać się niższa od celu RPP.

Stopy bez zmian, RPP nieco łagodniej

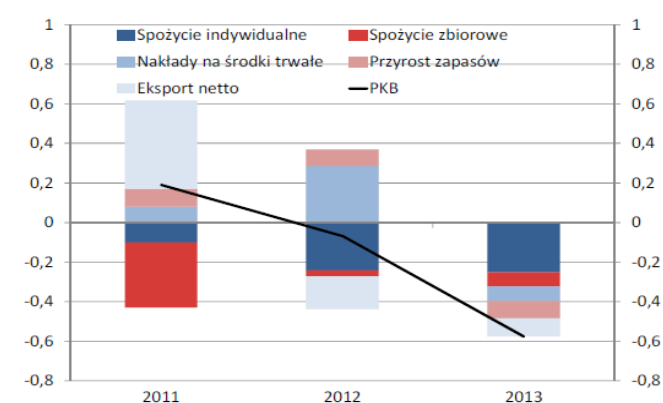
W marcu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie (4,5% dla stopy referencyjnej). Do komunikatu wprowadzono pewne zmiany, które przez część obserwatorów zostały potraktowane jako zaostreżenie retoryki, jednak my nie podzielamy tej opinii. Otóż w nowym komunikacie znalazł się paragraf stwierdzający, że Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej (czytaj: podwyżek), gdyby „utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie”. W poprzednim miesiącu ewentualne podwyżki były uzależnione od tego czy doszłoby do „pogorszenia perspektyw powrotu inflacji do celu”. Okazuje się więc, że obecnie RPP potrzebuje spełnienia dwóch jednoczesnych warunków aby podnieść stopy. Ponadto, w obliczu najnowszej projekcji – a w szczególności jej „aneksu” opisującego konsekwencje umocnienia złotego – można stwierdzić, że poprawa perspektyw powrotu inflacji do celu jest bardziej prawdopodobna.

Wykres 15. Projekcja wzrostu gospodarczego według NBP



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 16. Dekompozycja zmian w projekcji wzrostu PKB przygotowanej przez NBP

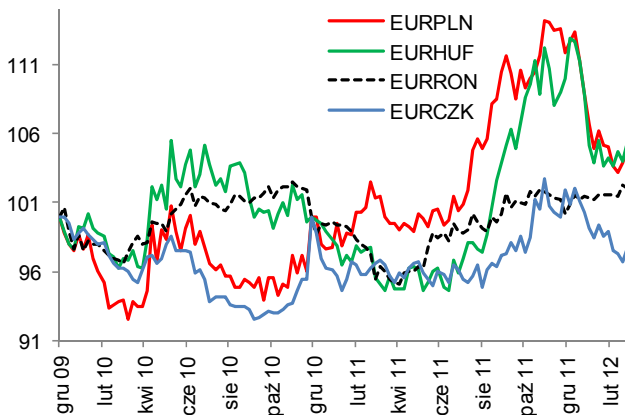


Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Jeżeli chodzi o szczegóły, nowa projekcja sugeruje wyraźne wyhamowanie PKB oraz konsumpcji w 2013 roku oraz stopniowe osłabienie inflacji. Dodatkowo w celach informacyjnych NBP przedstawił również swoje szacunki dotyczące tego, jak mogłaby się zmienić projekcja, gdyby uwzględnić ostatnie umocnienie polskiej waluty, które nastąpiło już po rozpoczęciu prac nad projekcją. Okazuje się, że gdyby wziąć pod uwagę ten czynnik, inflacja mogłaby powrócić do celu RPP już na przełomie 2012 i 2013. Co więcej, scenariusz wzrostu gospodarczego zawarty w projekcji jest bardziej pesymistyczny niż konsensus rynkowy. Ostatnia ankieta Reutera pokazuje, że instytucje finansowe spodziewają się wzrostu PKB o 2,9% w 2012 roku oraz o 3,3% w 2013, podczas gdy bank centralny spodziewa się wzrostu na poziomie odpowiednio 3,0% oraz 2,3% r/r. Biorąc to pod uwagę, wydźwięk całej projekcji makroekonomicznej NBP wydaje się bardzo łagodny.

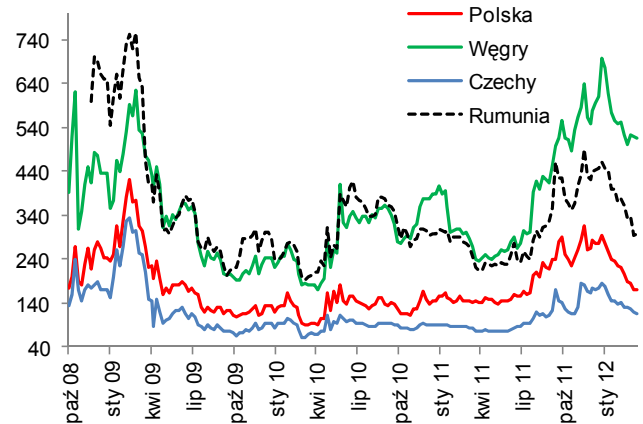
RPP z jednej strony dostrzega prognozy zakładające wyraźny spadek inflacji, a z drugiej strony widzi wysoki bieżący poziom CPI. Odnosimy wrażenie, że prognozy dotyczące odległej przyszłości mają w oczach władz monetarnych mniejsze znaczenie niż bieżące dane. W takiej sytuacji strategia obrona przez RPP polega na przyjęciu postawy wyczekiwania i podkreślaniu gotowości do podwyżek stóp procentowych. Dopóki napływające dane nie uwiarygodnią scenariusza z projekcji, RPP na razie pozostanie ostrożna. Ponieważ jednak spodziewamy się osłabienia aktywności w kraju i spadku inflacji, spodziewamy się również, że z czasem RPP złagodzi swoją retorykę i zacznie myśleć o ewentualnych obniżkach stóp. Naszym zdaniem do redukcji stóp procentowych mogłoby dojść dopiero pod koniec roku, gdy sygnały spowolnienia i osłabienia presji inflacyjnej okażą się bardziej przekonujące. Biorąc to pod uwagę dostrzegamy przestrzeń do spadku stóp procentowych o 50-75pb w horyzoncie najbliższych dwunastu miesięcy.

Wykres 17. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



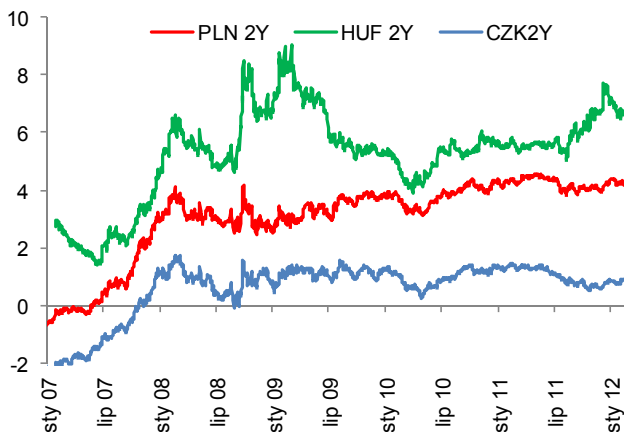
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Stawki CDS (5-letnie)



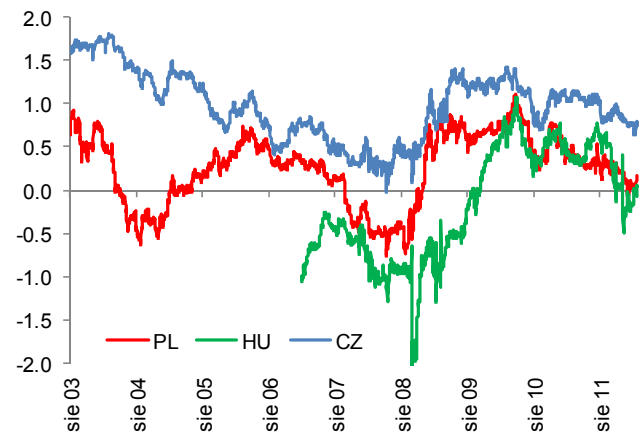
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



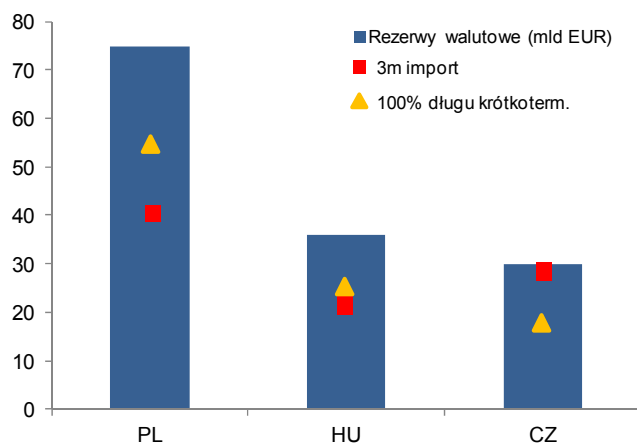
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



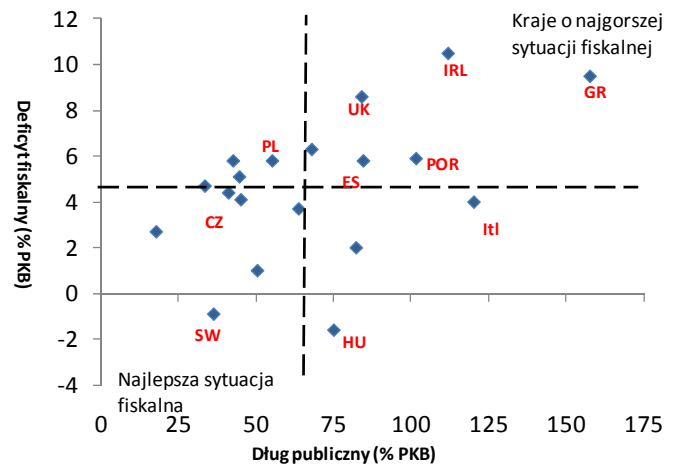
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 21. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 22. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)



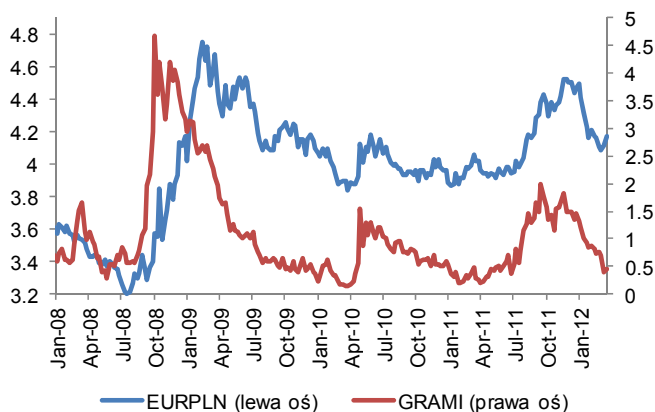
Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

EUR/PLN w przedziale 4,0-4,30 do końca roku

Przegląd sytuacji na rynku

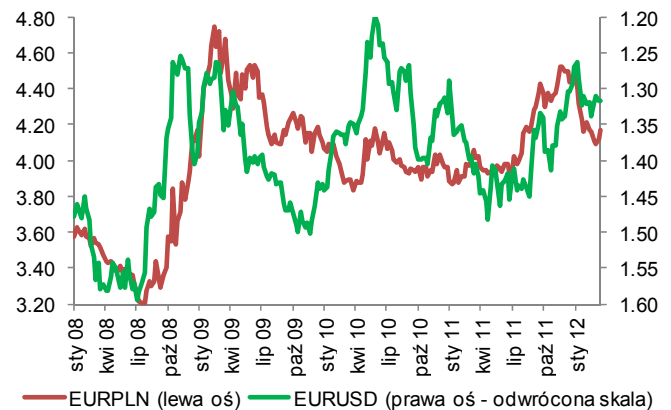
Zapoczątkowane na początku roku umocnienie złotego było kontynuowane w lutym i w marcu i zostało wsparte przez utrzymujący się relatywnie wysoki apetyt na ryzyko, dobre dane z gospodarki oraz utrzymujące się stosunkowo jastrzębie komentarze członków Rady. Stosunkowo neutralne dla krajowej waluty były zmiany kursu EUR/USD, który mimo wahań w przedziale 1,30-1,35 w połowie marca znalazł się na poziomie sprzed miesiąca, ok. 1,32. Do niewielkich zmian doszło także w przypadku głównych indeksów akcyjnych, które nie zmieniły się znacząco w przeciągu miesiąca. Inwestorzy zwiększali swoje długie pozycje w złotym. Gdy wskaźniki techniczne sugerowały znaczne wykupienie złotego, doszło do korekty, do której przyczyniły się m.in. dane o większym od oczekiwań deficycie obrotów bieżących, słabsze od prognoz dane o produkcji, płacach i zatrudnieniu oraz pogorszenie apetytu na ryzyko. Ważnym poziomem oporu dla złotego okazał się 4,09 wyznaczony przez długoterminową linię wsparcia kursu EUR/PLN.

Wykres 23. EUR/PLN vs. indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI.



Źródło: Reuters, Citi

Wykres 24. EUR/USD vs. EUR/PLN.



Źródło: Reuters

Prognoza

Oczekujemy, że złoty utrzyma się w przedziale 4,00-4,30 do końca roku. Sądzymy, że korekta złotego nie będzie trwała długo i w perspektywie kilku tygodni oczekujemy ponownego umocnienia złotego. Z kolei więcej negatywnych sygnałów dla krajowej waluty może pojawić się w drugiej połowie roku. W przypadku gdyby presja na złotego znacząco wzrosła pod koniec roku możliwe są ponowne interwencje NBP.

Sądzymy, że skala obecnej korekty na złotym może być ograniczona. Istotnym oporem dla kursu EUR/PLN będą poziomy 4,20 oraz 4,25-4,26. Sądzymy, że w krótkim terminie złoty może być wsparty przez wzrost płynności po kolejnej operacji zasilającej EBC, wciąż dobre dane o aktywności gospodarczej oraz poprawiające się parametry fiskalne. W

dłuższym terminie sądzymy, że złoty może pozostać pod presją za sprawą osłabienia wzrostu gospodarczego w drugiej połowie roku, obniżek stóp procentowych oraz ryzyk zewnętrznych.

Tabela 4. Prognozy walutowe (wartości na koniec okresu)

	22/3/2012	I kw. '12	II kw. '12	III kw. '12	IV kw. '12
USD/PLN	3,1680	3,19	3,19	3,26	3,33
EUR/PLN	4,1694	4,15	4,15	4,17	4,19
GBP/PLN	5,0065	5,00	5,00	5,09	5,17
CHF/PLN	3,4588	3,43	3,43	3,45	3,43

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Czynniki ryzyka

Widzimy asymetryczne ryzyko słabszego złotego w trakcie całego roku. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy są m.in. „rozwodnienie” planów fiskalnych rządu w przypadku braku odpowiedniego poparcia w parlamencie, głębsze od obecnie oczekiwanego spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach i intensyfikacja konfliktu z Iranem. Negatywnie na złotego mogłaby wpłynąć intensyfikacja problemów Węgier w przypadku zwlekania z wymaganym przez MFW i Komisję Europejską odwróceniem zmian instytucjonalnych (m.in. osłabiających niezależność banku centralnego) oraz brakiem planu redukcji deficytu fiskalnego do czerwca, co może grozić wstrzymaniem wypłat środków unijnych począwszy do 2013 r. Ponadto negatywnie na apetyt na ryzyko mogą wpływać wyniki wyborów parlamentarnych w Grecji (kwiecień-maj), które zwiększają ryzyko dla implementacji programu oszczędnościowego oraz wyniki wyborów prezydenckich we Francji. Poza tym rynki będą bacznie obserwować czy redukcja deficytów fiskalnych w strefie euro, szczególnie w Hiszpanii przebiega zgodnie z planem. Z kolei w przypadku dalszego wzrostu długoterminowych rentowności na rynkach bazowych mogłoby dojść do zmniejszenia napływu kapitału na rynki wschodzące.

Oczekujemy wystromienia krzywej

Biorąc pod uwagę znaczny ruch spadkowy rentowności od początku roku oraz wyhamowanie trendu aprecjacyjnego złotego sądzymy, że w krótkim terminie może dojść do korekty cen na krajowym rynku długu. W nieco większym stopniu mogą obniżyć się ceny długoterminowych obligacji za sprawą zarówno sporów koalicyjnych wokół implementacji reform rządu jak i wzrostu rentowności długoterminowych na bazowych rynkach długu. Jednak nie sądzymy, aby skala tej korekty była duża.

Choć sądzymy, że poluzowanie polityki pieniężnej może nastąpić nieco później niż dotychczas oczekiwaliśmy to widzimy przestrzeń do wystromienia krzywej stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Sądzymy, że ton komentarzy członków Rady Polityki Pieniężnej będzie stopniowo łagodniał wraz z pogarszaniem się danych ze sfery realnej oraz stopniowym spadkiem inflacji. To powinno przyczyniać się do dalszego spadku lub utrzymania krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych na stosunkowo niskim poziomie. Wsparciem dla takiego scenariusza są słabsze od prognoz rynkowych dane o produkcji przemysłowej oraz dane z

rynku pracy za luty. Jednak w związku z przesunięciem prognozowanych przez nas obniżek stóp procentowych oraz biorąc pod uwagę silne spadki rentowności w ostatnich miesiącach sądzimy, że w najbliższych tygodniach krótkoterminowe rentowności mogą wzrosnąć.

Tabela 3. Rynkowe stopy procentowe

	21-mar-12	1M (zmiana pb)	YTD (zmiana pb)	2011 (zmiana pb)
FRA3x6	4,90	-7	-4	68
FRA6x9	4,82	-6	7	20
FRA9x12	4,72	-6	7	-11
IRS 2-letni	4,85	0	10	-11
IRS 5-letni	4,91	8	8	-63
IRS 10-letni	4,98	10	1	-64
Spread IRS 10-2	13	10	-8	-53
Rentowność 2-letnich obligacji	4,59	-7	-27	-13
Rentowność 5-letnich obligacji	4,85	-8	-39	-34
Rentowność 10-letnich obligacji	5,56	-1	-30	-18

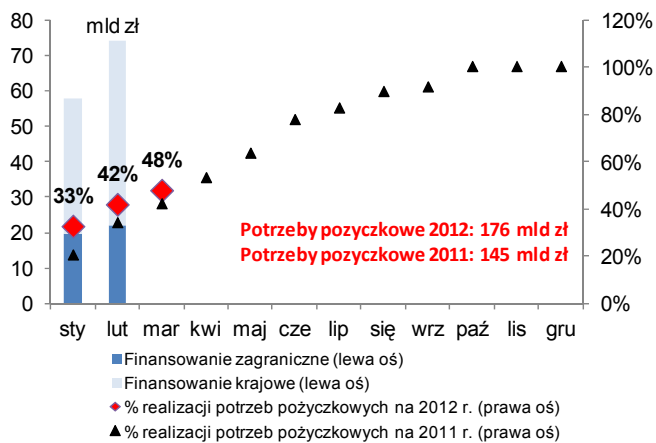
Źródło: Reuters

Zacieśnienie polityki fiskalnej będzie wspierać obligacje o długim terminie zapadalności, choć pojawiają się ryzyka dla implementacji powyborczych planów reform rządu. Zacieśnienie fiskalne zaproponowane przez rząd obniży naszym zdaniem deficyt general government poniżej 3,5% PKB w 2012 r., co najprawdopodobniej sprawi, że Komisja Europejska zdejmie z Polski procedurę nadmiernego deficytu w połowie przyszłego roku. Sądzymy, że będzie to pozytywnie wpływało na ceny długoterminowych obligacji. Co więcej w przypadku kontynuacji procesu zacieśnienia polityki fiskalnej, obniżenia deficytu strukturalnego oraz obniżania długu publicznego w relacji do PKB na możliwość podwyższenia ratingu kredytowego Polski wskazały agencje ratingowe. Jednak w ostatnich tygodniach wzrósł opór PSL wobec wprowadzenia reformy emerytalnej w kształcie zaproponowanym przez PO, co doprowadziło do kryzysu koalicyjnego. Ewentualne „rozwodnienie” reform zaproponowanych przez rząd tuż po wyborach parlamentarnych może oznaczać wolniejszy proces konsolidacji finansów publicznych, co byłoby negatywnym czynnikiem dla rynku długu w długim terminie.

Zaawansowana realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych będzie ułatwiać zarządzania długiem w kolejnych miesiącach. Po marcu Ministerstwo Finansów zrealizuje ok. 50% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na cały rok na poziomie 176,1 mld zł. Wysoki stopień realizacji potrzeb pożyczkowych będzie ułatwiał realizację strategii zarządzania długiem i minimalizacji kosztów dając resortowi finansów większą elastyczność plasowania kolejnych emisji. Wysoki popyt na polskie obligacje nawet w sytuacjach podwyższonej awersji do ryzyka potwierdza pozytywną ocenę wiarygodności kredytowej polskiej gospodarki. O wysokim popycie na polski dług świadczą m.in. dane Ministerstwa Finansów o portfelach krajowych obligacji skarbowych należących do inwestorów zagranicznych, które pokazały że w styczniu nastąpił dalszy duży napływ kapitału zagranicznego na krajowy rynek długu. Co ciekawe zagraniczne banki kupowały polski dług po raz pierwszy od maja 2011. Po drugiej operacji EBC zasilającej banki w płynność popyt

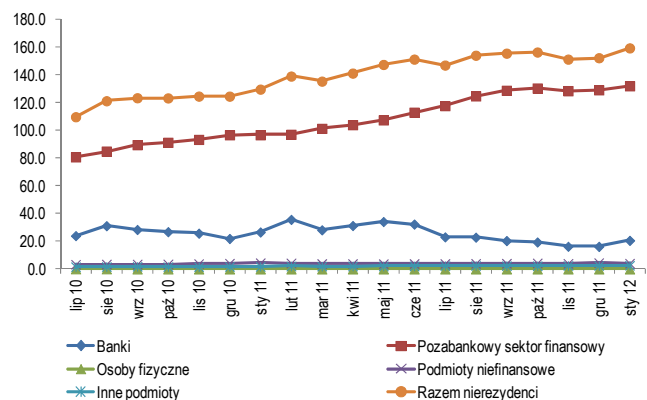
banków zagranicznych na polski dług może się utrzymać, jednak jest on z pewnością mniej stabilny niż popyt inwestorów „real money”.

Wykres 25. Realizacja potrzeb pożyczkowych.



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Wykres 26. W styczniu zagraniczne banki kupowały polskie obligacje po raz pierwszy od maja 2011 r.



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2011												2012
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	10.5	6.8	6.7	7.8	2.0	1.8	7.9	7.4	6.5	8.7	7.7	9.0	4.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	3.3	15.2	-9.3	2.7	1.0	-6.0	4.1	12.6	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	-1.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	11.1	7.4	7.3	8.2	1.9	2.3	9.0	8.3	7.1	9.5	8.6	10.7	5.0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	18.7	24.2	15.6	23.9	17.0	16.5	10.8	18.1	8.9	13.0	14.6	32.2	12.0
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	12.2	9.4	18.6	13.8	10.9	8.2	11.3	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3	-
Stopa bezrobocia (%)	13.4	13.3	12.8	12.4	11.9	11.8	11.8	11.8	11.8	12.1	12.5	13.2	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4.1	4.0	3.9	3.6	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.6	4.3	4.5	5.0	4.2	4.1	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3
Inflacja (% m/m)	0.2	0.9	0.5	0.6	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	1.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	7.5	9.5	8.8	6.3	5.6	5.9	6.8	8.4	8.5	8.9	8.2	7.9	6.3
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1.2	1.6	0.7	-0.3	0.3	0.4	0.6	1.7	0.1	0.7	0.4	0.2	-0.3
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	4.1	4.0	5.9	4.1	5.8	5.2	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1	4.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-714	-1,107	-1,149	-182	-2,023	-1,962	-1,428	-1,346	-1,546	-1,113	-1,337	-1,831	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.9	-4.8	-4.8	-4.7	-4.9	-4.9	-4.7	-4.7	-4.6	-4.2	-4.1	-4.0	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-702	-687	-1004	-932	-1203	-1290	-1036	-387	-671	-811	-1076	-830	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	11,034	12,185	11,484	12,104	11,680	10,821	11,308	12,216	12,061	11,931	10,596	11,276	-
Eksport (% r/r)	17.6	12.5	11.2	18.1	7.2	4.8	14.1	4.9	4.6	6.8	5.0	6.8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	11,736	12,872	12,488	13,036	12,883	12,111	12,344	12,603	12,732	12,742	11,672	12,106	-
Import (% r/r)	19.4	10.6	16.1	19.4	12.9	8.9	11.6	3.6	3.7	2.3	2.4	9.4	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.3	10.9	9.4	7.7	7.2	7.4	8.8	10.2	10.5	11.8	12.5	13.7	12.6
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.7	10.8	11.3	9.8	9.2	9.8	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7	13.4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.9	7.3	9.2	8.2	5.5	6.1	7.2	9.1	8.6	13.5	12.1	12.5	12.6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	13.7	13.3	12.4	12.2	9.4	13.7	12.1	14.5	14.5	13.3	11.9	11.1	9.6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	0.4	3.6	5.8	5.4	6.4	9.1	9.6	12.6	12.5	16.1	18.1	17.3	-
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.75	3.75	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
WIBOR 3M (średnio)	4.10	4.18	4.27	4.38	4.57	4.70	4.71	4.73	4.78	4.87	4.96	4.99	4.98
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.15	4.19	4.30	4.45	4.69	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98	4.99	4.96
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.51	4.46	4.54	4.58	4.64	4.62	4.56	4.48	4.45	4.79	4.55	4.51	4.48
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.10	5.06	5.03	4.92	4.89	4.76	4.49	4.47	4.58	4.87	4.78	4.70	4.67
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.78	5.73	5.77	5.49	5.42	5.32	5.16	5.10	5.10	5.29	5.33	5.00	4.86
EUR/PLN (koniec okresu)	3.91	4.01	3.94	3.96	3.99	4.01	4.14	4.41	4.34	4.55	4.41	4.23	4.14
USD/PLN (koniec okresu)	2.87	2.82	2.65	2.75	2.75	2.81	2.87	3.26	3.10	3.42	3.41	3.20	3.07
EUR/USD (koniec okresu)	1.36	1.42	1.49	1.44	1.45	1.43	1.44	1.35	1.40	1.33	1.29	1.32	1.35
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	14.3	17.3	21.6	23.7	20.4	21.1	20.7	21.9	22.5	21.6	25.1	5.3	16.4
Def. budżetowy kum. (% planu)	35.9	43.1	53.8	59.0	50.7	52.5	51.6	54.5	56.1	53.6	62.4	15.1	46.8

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	304	342	426	533	433	470	515	504
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,415	1,523	1,631
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,297	13,474	13,182
Populacja (mln)	38.2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.2	38.2	38.2
Stopa bezrobocia (%)	18.2	14.9	11.2	9.5	11.9	12.2	12.5	12.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.6	6.2	6.8	5.1	1.6	3.8	4.3	2.7
Inwestycje (% r/r)	6.5	14.9	17.6	9.6	-1.2	9.3	10.3	1.5
Spożycie ogółem (% r/r)	2.7	5.2	4.6	6.1	2.0	3.5	2.1	1.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2.1	5.0	4.9	5.7	2.1	3.2	3.1	2.2
Eksport (% r/r)	8.0	14.6	9.1	7.1	-6.8	10.2	5.9	4.8
Import (% r/r)	4.7	17.3	13.7	8.0	-12.4	10.7	4.8	2.5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0.5	1.4	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.9
Inflacja CPI (% średnia)	2.1	1.1	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.8
Płace nominalne (% r/r)	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	4.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.20
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	5.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	3.41	3.33
USD/PLN (Średnia)	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	2.97	3.23
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	4.41	4.19
EUR/PLN (Średnia)	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.18
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-21.2	-16.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.1	-3.2
Saldo handlu zagranicznego	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.4	-9.0
Eksport	96.5	117.4	145.3	178.7	142.1	165.9	192.3	174.8
Import	99.2	124.5	162.4	204.7	146.4	177.7	206.7	183.8
Saldo usług	0.7	0.7	4.8	5.0	4.8	3.1	6.8	6.8
Saldo dochodów	-6.7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-19.4	-19.3
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7.0	10.7	18.0	10.3	8.8	3.4	11.0	12.0
Rezerwy międzynarodowe	42.2	48.2	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	94.0
Amortyzacja	30.1	23.5	30.2	32.4	24.6	32.1	40.7	41.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.1	-3.6	-1.9	-3.6	-7.2	-7.8	-5.1	-3.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.1	-2.2	-0.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.5	47.8	44.9	46.9	49.8	52.8	53.6	53.0
Dług krajowy	34.5	35.6	34.3	34.8	36.8	38.4	37.5	37.6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3.8	4.3	2.7	2.4	3.1	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.6	4.3	3.8	2.6	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.1	-3.2	-4.0	-5.2	-5.4
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	4.50	4.00	3.75	4.75	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.96	3.41	3.33	3.07	2.95	2.91
USD/PLN (Średnia)	3.02	2.97	3.23	3.23	3.00	2.93
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.41	4.19	3.96	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.12	4.18	4.10	3.93	3.90

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

Teksty dotyczące Polski oraz Węgier są przygotowywane przez Piotra Kalisza oraz Cezarego Chrapka (Warszawa)

Autorem tekstu dotyczącego Czech (w wersji angielskiej) jest Jaromir Sindel (Praga)

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.
