

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA
Lipiec, 2022

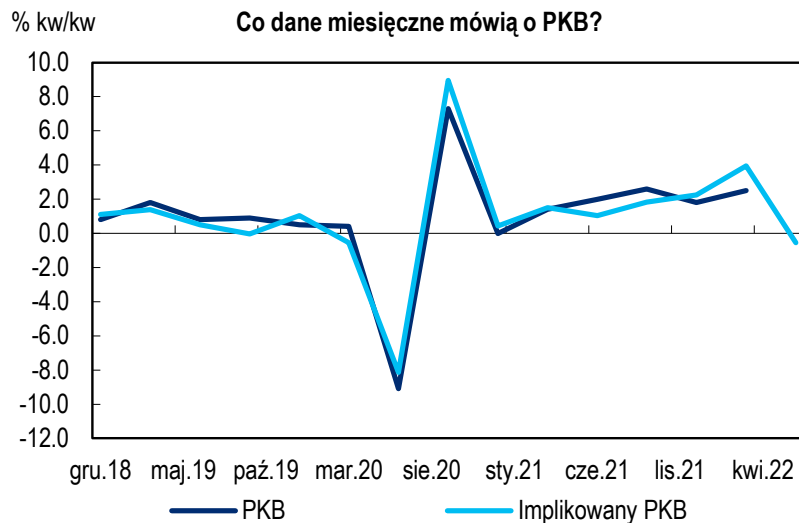
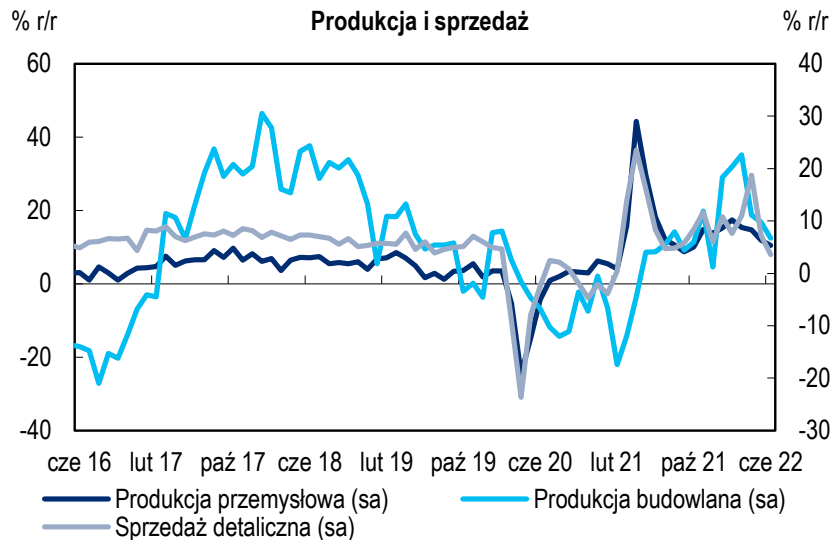
CitiMonthly

Pierwszy krok w kierunku recesji

Podsumowanie

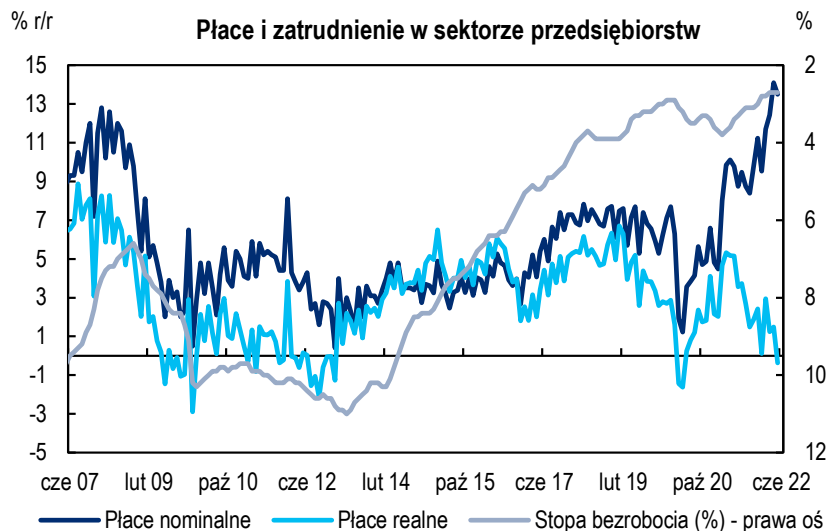
- Nasz scenariusz twardego lądowania polskiej gospodarki znajduje potwierdzenie w najnowszych danych. Spadki produkcji oraz sprzedaży sugerują, że recesja mogła zacząć się już w trakcie II kwartału, a więc nawet nieco wcześniej niż dotychczas zakładaliśmy. O ile w tym roku średnioroczny wzrost gospodarczy utrzyma się w okolicach 5%, w przyszłym roku może być bliski 1%.
- Gorsze perspektywy wzrostu to między innymi efekt narastającego kryzysu gazowego w UE, który będzie ciążył również na aktywności w strefie euro oraz innych krajach Europy Środkowej. Podwyżki cen energii w najbliższych miesiącach mogą więc być większe niż dotychczas oczekiwano.
- Trend wzrostowy inflacji najprawdopodobniej ulegnie wypłaszczeniu w III i IV kwartale. Podwyżki cen gazu i prądu powinny jednak na początku 2023 roku ponownie popchnąć inflację w górę. Skala zmian taryf gazu/energii jest nieznana na tym etapie, ale powinna wystarczyć, aby inflacja CPI sięgnęła przejściowo około 18%. Spodziewamy się jednak, że w tym samym czasie inflacja bazowa będzie już hamować.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się w lipcu na złagodzenie tonu i zmniejszenie skali podwyżek do 50 pb. Stopa referencyjna sięgnęła 6,5%. Sygnały płynące z banku centralnego sugerują, że w obliczu recesji RPP chce wkrótce zakończyć cykl podwyżek. Naszym zdaniem jednak znaczne podwyżki stóp za granicą, słaby złoty oraz wakacje kredytowe (ekwiwalent obniżek) mogą skłonić Radę do kontynuacji podwyżek po wakacjach. Docelowo stopa referencyjna powinna sięgnąć w tym roku ok. 7,5%.

Spowolnienia ciąg dalszy



Słabszy czerwiec

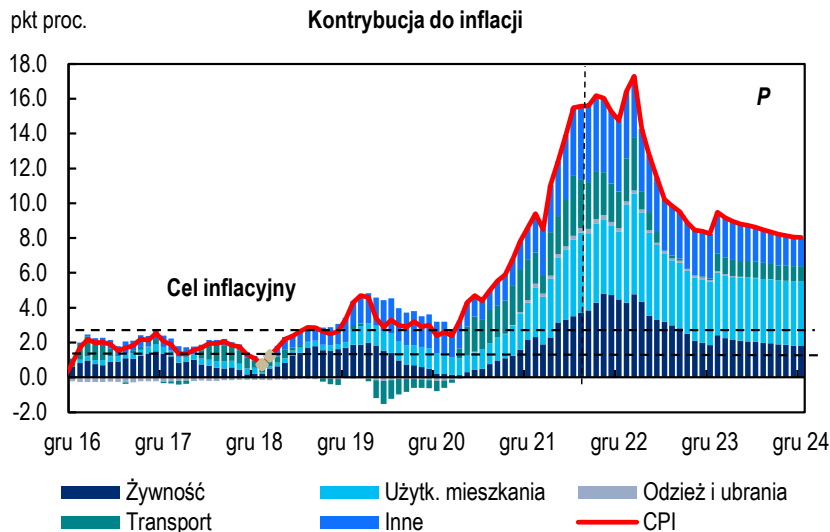
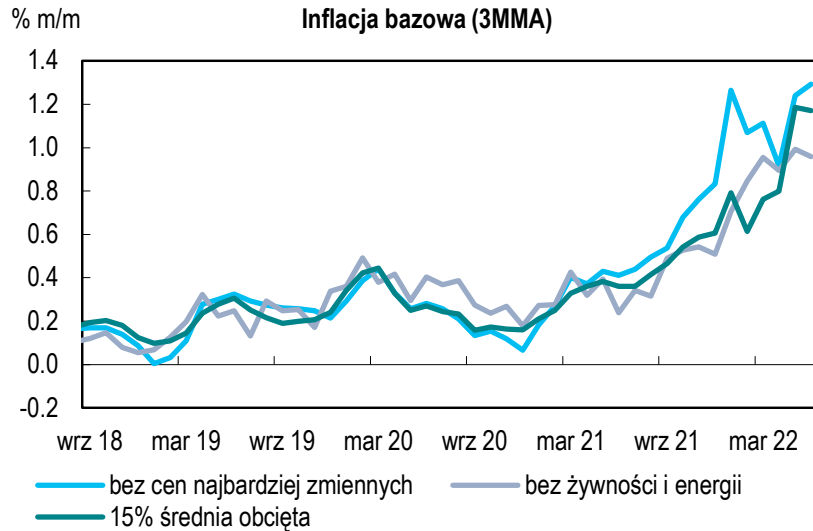
- Drugi kwartał zakończył się dalszym osłabieniem aktywności. Najnowsze dane pokazały spadki sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz produkcji budowlanej w porównaniu z poprzednim miesiącem. Głęboka skala wyhamowania sugeruje, że spowolnienie rozlewa się po gospodarce i dotyczy zarówno popytu konsumpcyjnego, jak i inwestycji oraz eksportu.
- Dostępne dane sugerują, że przewidywana przez nas recesja mogła zacząć się już w trakcie II kwartału od niewielkiego spadku PKB (ok. 0,4% kw/kw). Spodziewamy się dalszego obniżenia aktywności w drugiej połowie roku, na co wpływ będzie miało jednocześnie nałożenie się na siebie szoku surowcowego oraz znacznych podwyżek stóp procentowych.
- W porównaniu z poprzednimi miesiącami perspektywy wzrostu pogorszyły się w związku z nasileniem się kryzysu gazowego w UE i wymuszonym ograniczeniem zużycia gazu/energii. Czas na ewentualne rewizje prognoz PKB przyjdzie dopiero w sierpniu (po publikacji danych o PKB za II kwartał), ale na ten moment wynik na poziomie około 5% w 2022 roku i około 1% w 2023 wydaje się prawdopodobny. Ryzyko dla tych prognoz jest po stronie słabszych wyników, szczególnie w 2023 r.



Wciąż silny wzrost wynagrodzeń

- W czerwcu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 13% r/r, a więc w tempie zbliżonym do prognozowanego. Jest to wciąż bardzo wysoki wynik, jednak rynek pracy zazwyczaj reaguje z opóźnieniem na zmiany aktywności gospodarczej. Na tym etapie widać już jednak wyhamowanie wzrostów wynagrodzeń w ujęciu miesiąc-do-miesiąca (wykres).
- W dalszej części roku wzrosty płac będą wypadkową dwóch przeciwstawnych sił – bardzo wysokiej inflacji (podnoszącej nominalną dynamikę płac) oraz recesji (obniżającej dynamikę płac).
- Wyjątkowy okres, gdy wynagrodzenia rosły realnie pomimo negatywnego szoku podażowego, można już uznać za zakończony. Nie zmienia to jednak ogólnej oceny, że presja płacowa pozostaje wciąż na relatywnie wysokim poziomie, a spadki realnych wynagrodzeń są zaskakująco niskie biorąc pod uwagę skalę wzrostu cen konsumpcyjnych.
- Stopa bezrobocia wciąż spada, a w czerwcu osiągnęła rekordowo niski poziom (4,9%). Jednak przewidywana recesja oznacza, że w najbliższych kwartałach można spodziewać się stopniowego wzrostu stopy bezrobocia, do ponad 6% na początku 2023 roku.
- Jednymi z pierwszych sygnałów osłabienia rynku pracy są słaby sezonowo przyrost zatrudnienia w czerwcu i pogłębienie spadku nowych miejsc pracy.

Szczyt inflacji na początku 2023

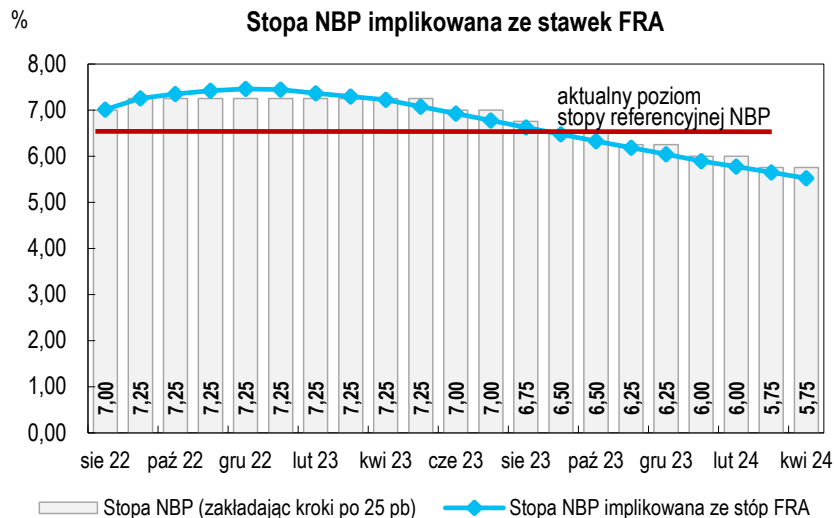
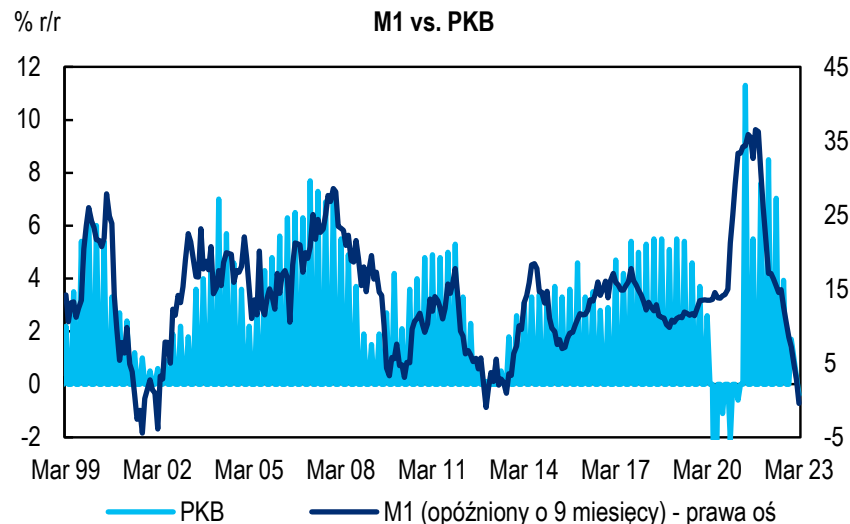


Źródło: Haver, szacunki Citi Handlowy

Długa droga do celu

- W czerwcu inflacja wzrosła do 15.5% r/r, a inflacja bazowa oczyszczona z wpływu cen żywności, paliw oraz energii osiągnęła 9,1% r/r.
- Spoglądając na dane w ujęciu miesiąc-do-miesiąca (odsezonowane), widoczne jest lekkie wyhamowanie inflacji bazowej (0,7% m/m w czerwcu vs. 1.2% w maju). Może być to pierwszy sygnał świadczący o tym, że silny szok cenowy z przełomu roku rozlał się już po gospodarce, a inflacja przestała przyspieszać. Byłaby to pierwsza dobra wiadomość, ale nie wystarczająco dobra. Gdyby bowiem inflacja bazowa rzeczywiście miała się ustabilizować na poziomie 0,7% m/m, byłoby to wciąż spójne z ~9% rocznym wzrostem inflacji bazowej (annualizowanej).
- Nasze prognozy wskazują na wyraźne wypłaszczenie się ścieżki inflacji w najbliższych miesiącach, głównie za sprawą coraz wyższej bazy odniesienia. Ostateczny szczyt CPI prawdopodobny jest jednak dopiero na początku 2023, kiedy w życie wejdą znaczne podwyżki cen gazu oraz energii elektrycznej. Na tym etapie ich skala nie jest jeszcze znana, ale spodziewamy się, że będzie ona wystarczająco duża aby popchnąć inflację w kierunku 18% r/r.
- Średnioroczna inflacja w 2023 roku może przekroczyć 10% nawet mimo prawdopodobnego wydłużenia tarcz inflacyjnych.

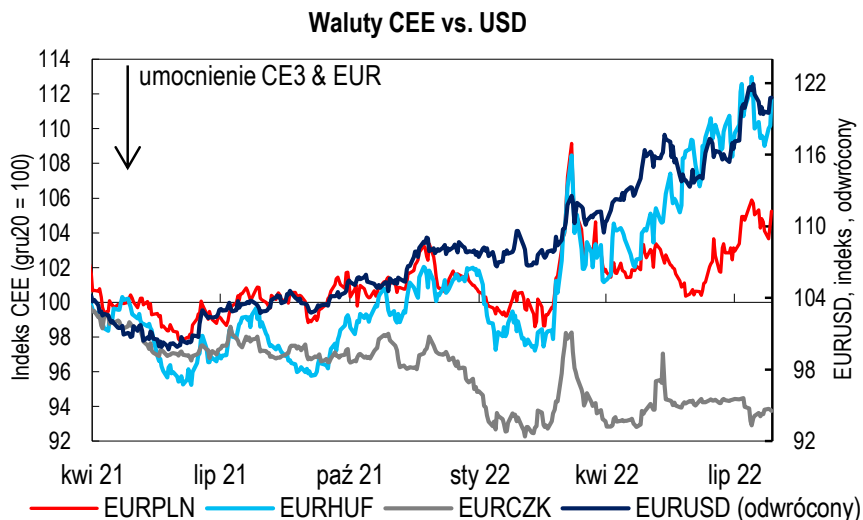
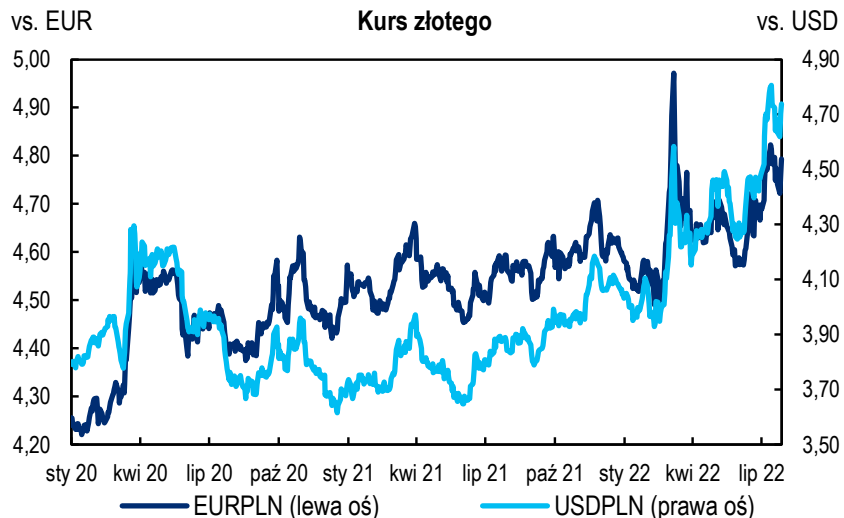
Polityka pieniężna



Nieśmiałe próby zakończenia cyklu

- Rada Polityki Pieniężnej podniosła w lipcu stopę referencyjną o 0,5 pkt. proc. do 6,5%. Skala podwyżki była zgodna z naszymi oczekiwaniami, choć mniejsza od podwyżki zakładanej przez konsensus rynkowy.
- Gołębie wypowiedzi prezesa NBP oraz niektórych członków RPP sugerują, że Rada chciałaby wkrótce zakończyć cykl zacieśnienia monetarnego. Oznaki rozpoczynającej się recesji oraz projekcja NBP, wskazująca na znaczne wyhamowanie PKB w latach 2023-2024, wpisują się w ten scenariusz. Tłumaczy to między innymi dlaczego RPP zdecydowała się w lipcu na zmniejszenie skali podwyżek z 75 pb do 50 pb. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach skala podwyżek może być dodatkowo zmniejszona.
- Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach polityka pieniężna zostanie efektywnie złagodzona przez wejście w życie wakacji kredytowych. Może to skłonić Radę do kontynuowania cyklu podwyżek po wakacjach, choć w wolniejszym tempie niż dotychczas. Spodziewamy się, że stopa referencyjna może w tym roku ostatecznie sięgnąć około 7,5%.
- Wyhamowanie tempa podwyżek i zatrzymanie cyklu na relatywnie niskim (w porównaniu z innymi bankami centralnymi) poziomie będzie oznaczać, że powrót inflacji do celu będzie wolniejszy niż zakłada projekcja NBP.

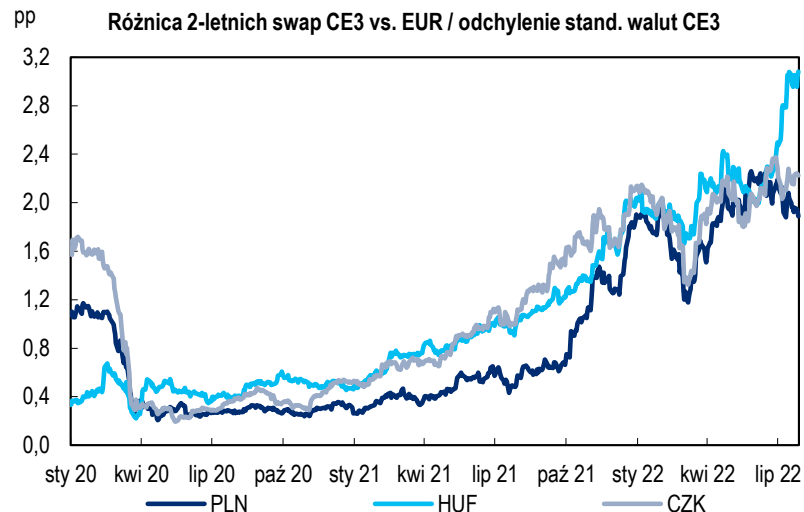
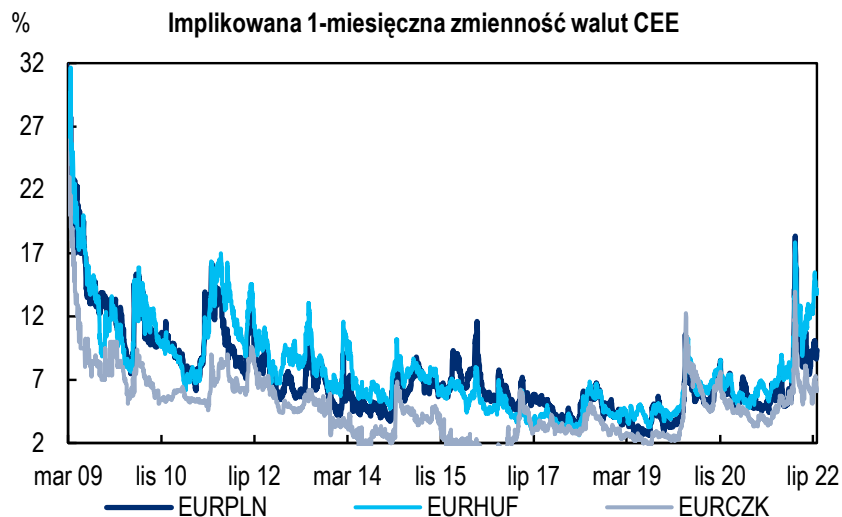
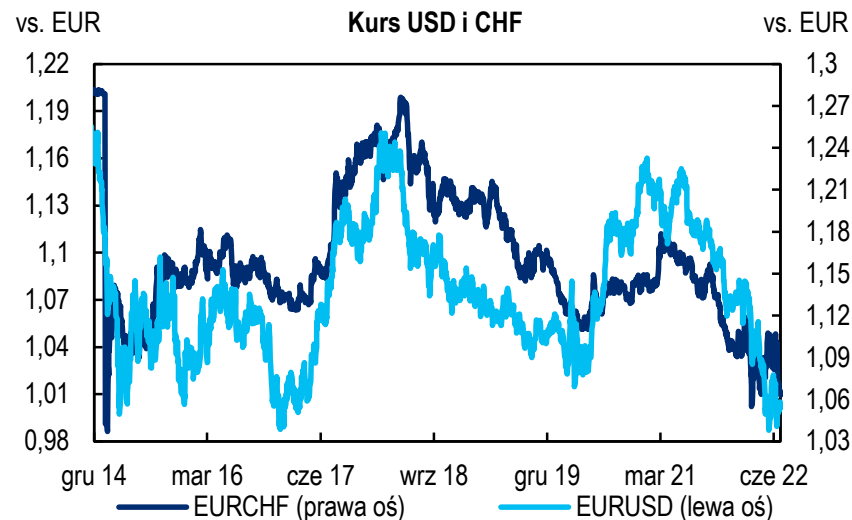
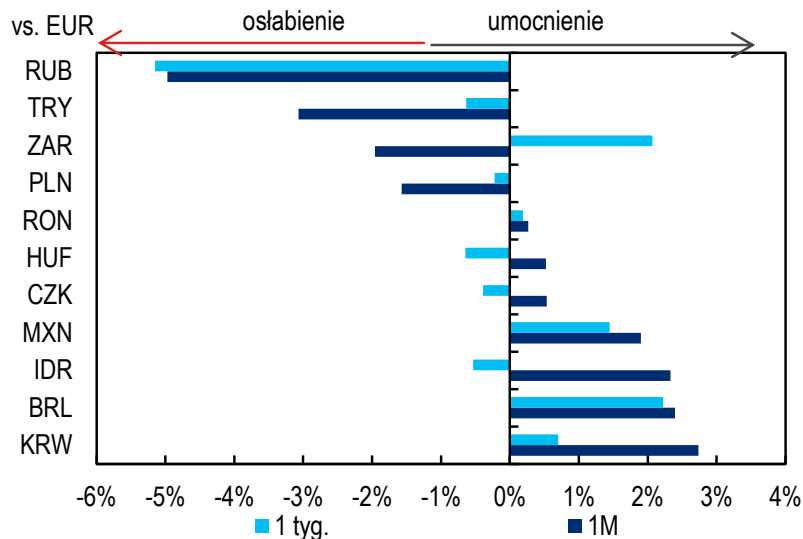
Rynek walutowy



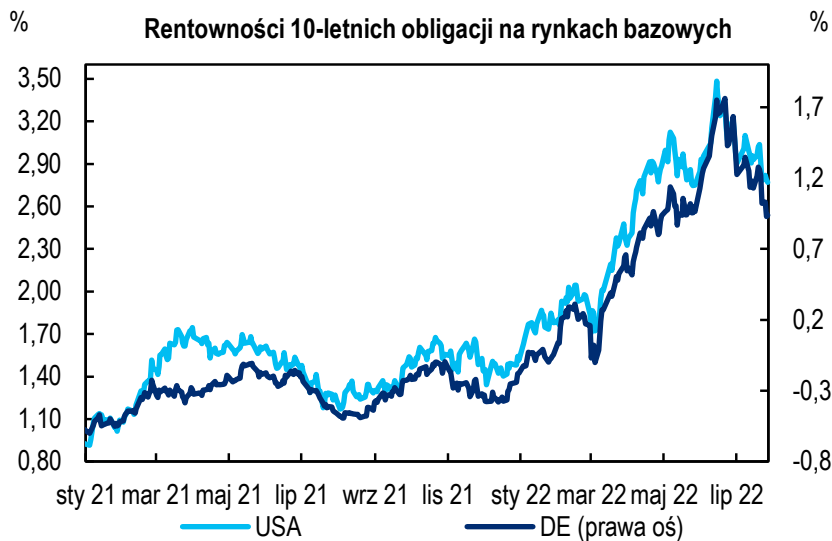
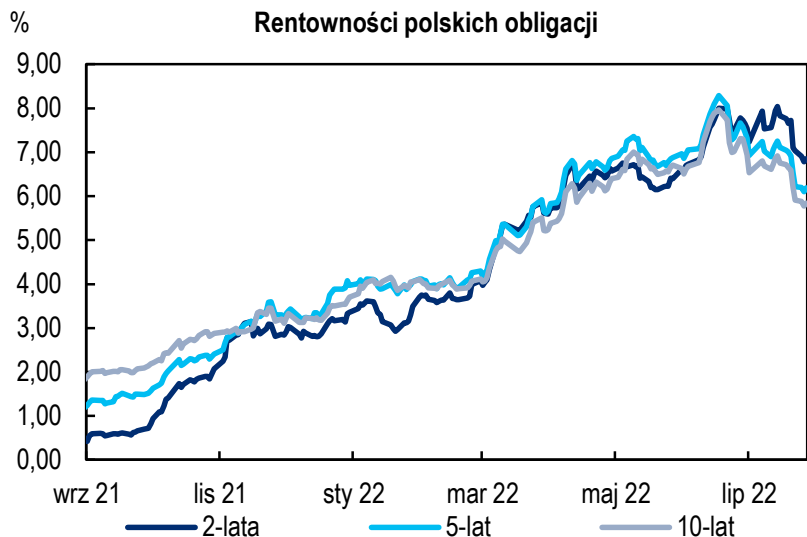
Złoty może się osłabiać

- W minionym miesiącu doszło do osłabienia złotego wobec głównych walut, a jedną z głównych przyczyn było umocnienie dolara, szczególnie wobec euro. Kurs EURPLN wzrósł ok. 2% do ok. 4,79, wobec osłabienia forinta o 2,8% i umocnienia czeskiej korony o 0,5%. Kurs USDPLN wzrósł o ok 5,7%.
- Negatywnie na złotego wpłynęła też mniejsza od prognoz rynkowych podwyżka stóp procentowych w lipcu i utrzymanie stosunkowo gołębiego przekazu RPP o zbliżającym się końcu podwyżek stóp procentowych. Choć dane o obrotach bieżących za maj zaskoczyły w górę to negatywne rewizje za poprzednie miesiące i dalsze rozszerzanie deficytu w najbliższych miesiącach będzie kolejnym czynnikiem negatywnym dla złotego. Niekorzystny wpływ na krajową walutę ma również znacznie wyższa inflacja niż w strefie euro i ten czynnik utrzyma się także w kolejnych latach ograniczając przestrzeń do odreagowania nominalnego kursu złotego.
- Utrzymanie nierównowagi zewnętrznej i spowolnienie aktywności, zbliżający się koniec podwyżek stóp w Polsce i ich kontynuacja przez Fed i EBC oraz utrzymanie mocnego dolara przez najbliższe miesiące może negatywnie wpływać na złotego. Perspektywy dla PLN mogą zacząć się poprawiać pod koniec roku, gdy Fed zmieni retorykę na bardziej gołębią i zakończy cykl podwyżek stóp.

Rynek walutowy



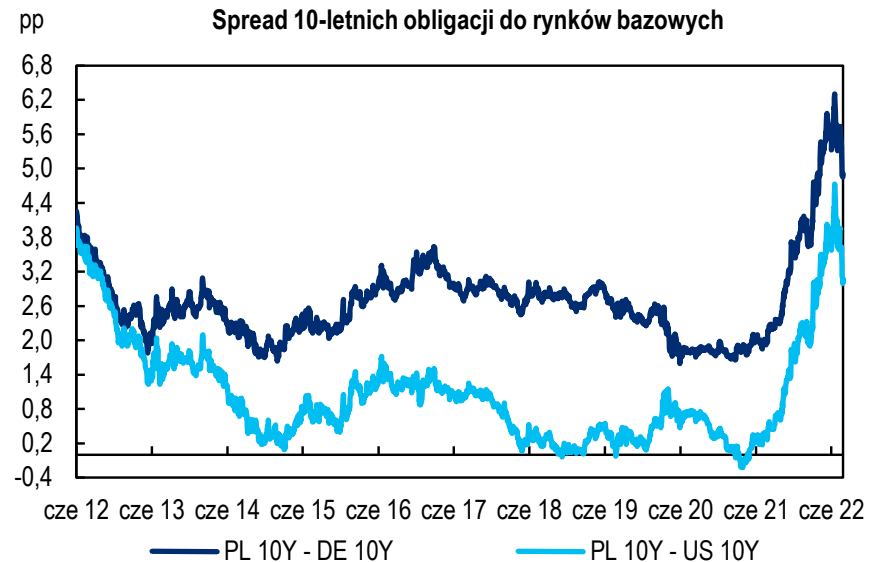
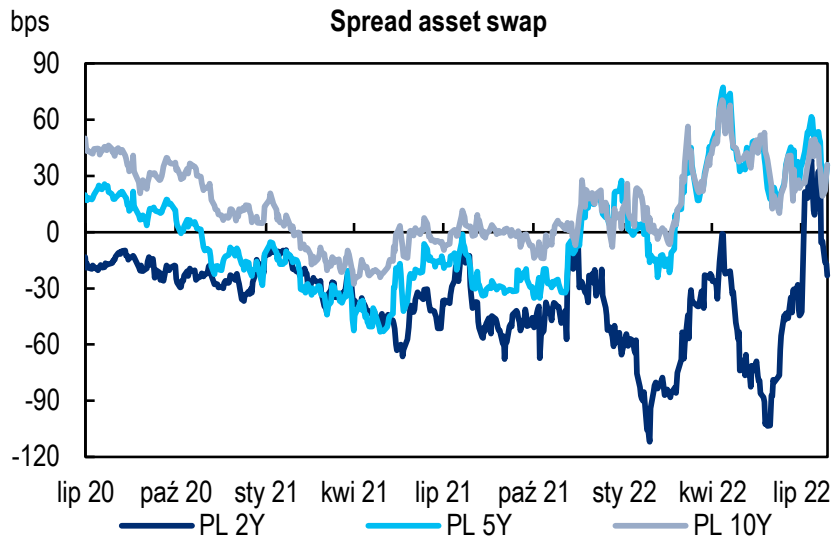
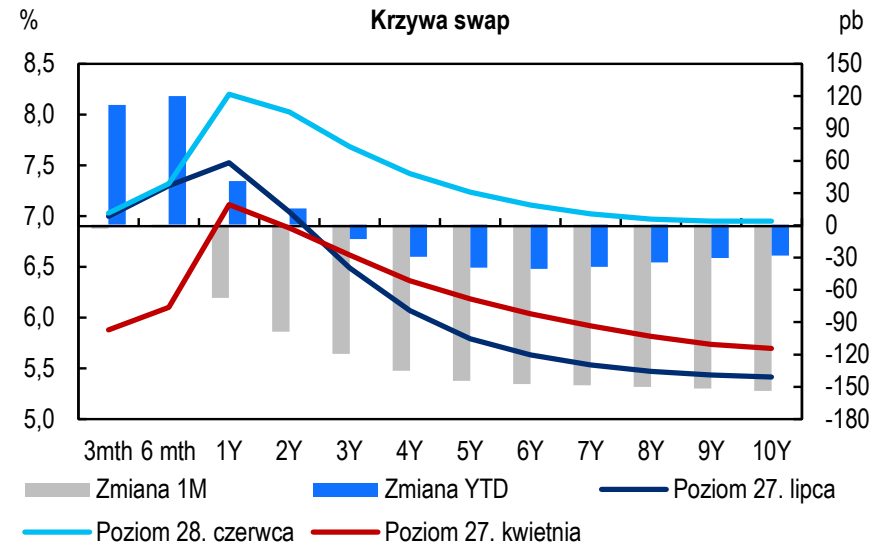
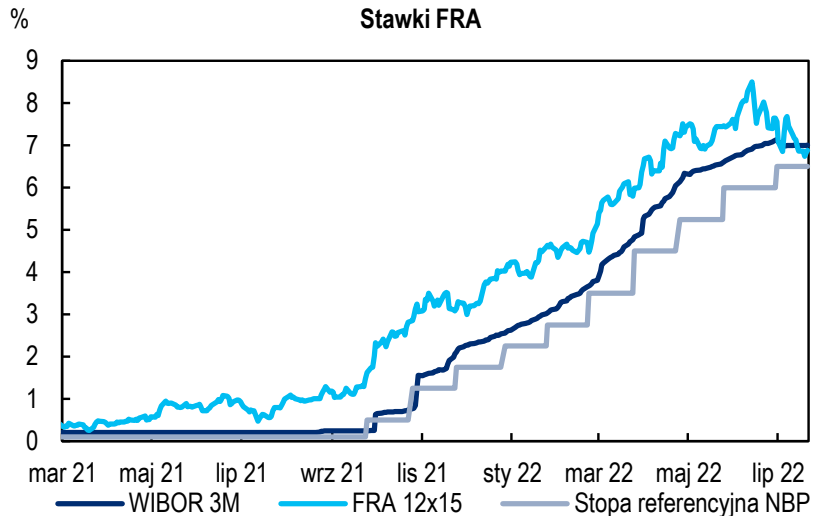
Rynek stopy procentowej



Hossa na obligacjach

- Trend wzrostowy rentowności na krajowym rynku obligacji zakończył się w czerwcu po przekroczeniu poziomu 8%. Ostatni miesiąc przyniósł spadki rynkowych stóp procentowych o 50-150 pb i choć inflacja na świecie jest bardzo wysoka i blisko szczytów, a w Polsce jeszcze wzrośnie, to wyraźnie zwiększyły się obawy o recesję. W rezultacie doszło do sporych spadków rentowności w Niemczech i USA, co zwykle ma również przełożenie na krajowy rynek. Ponadto RPP podwyższyła stopy procentowe mniej niż oczekiwał rynek i utrzymała sygnalizację o zbliżającym się końcu cyklu.
- W oczekiwaniu na koniec podwyżek stóp krzywe swap i rentowności obligacji wypłaszczyły się przy głębszym spadku stóp długoterminowych (ok. 150pb). Jednocześnie doszło do niewielkiego wzrostu spreadu asset swap dla 2 i 10 letnich tenorów.
- Dalszy wzrost inflacji, która osiągnie szczyt prawdopodobnie dopiero w I kw. 23 r. może ograniczać przestrzeń do spadku stóp krótkoterminowych. Z kolei obligacje długoterminowe mogą być pod negatywnym wpływem oczekiwanego przez nas wzrostu rentowności Treasuries i Bundów. Perspektywa końca cyklu podwyżek i recesja oraz popyt inwestorów zagranicznych mogą jednak prowadzić do zawężania spreadów wobec rynków bazowych.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2021							2022					
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	18,1	9,5	13,0	8,7	7,6	14,8	16,3	18,0	17,3	15,4	12,4	14,9	10,4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	3,8	-4,2	-2,7	10,9	2,1	4,9	-3,2	-4,0	3,4	16,3	-11,7	1,3	-0,3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	19,2	9,4	13,1	7,8	5,2	12,7	13,7	15,5	15,5	10,7	11,1	14,8	9,8
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	4,5	3,2	10,2	4,2	4,1	12,8	3,1	20,8	21,2	27,6	9,0	13,0	5,9
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	8,6	3,9	5,4	5,1	6,9	12,1	8,0	10,6	8,1	9,6	19,0	8,2	3,2
Stopa bezrobocia (%)	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	4,9
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5
Inflacja (% m/m)	0,1	0,4	0,3	0,7	1,1	1,0	0,9	1,9	-0,3	3,3	2,0	1,7	1,5
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,9	1,5	0,7	0,9	2,0	1,4	1,0	2,4	1,1	6,6	2,5	1,4	1,6
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-464	-1.017	-527	-1.817	-1.368	-1.269	-2.685	-1.046	-3.787	-4.010	-3.476	-1.909	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	1,9	1,7	1,4	0,9	0,3	-0,1	-0,7	-1,4	-2,0	-2,8	-3,4	-3,8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	321	-545	-712	-915	-1099	-1153	-938	-1208	-1659	-3537	-2620	-1222	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	22324	21690	22607	23930	25517	25324	25561	25146	25468	26389	26848	28104	-
Eksport (% r/r)	15,8	9,2	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	19,9	11,2	18,7	7,9	26,4	-
Import f.o.b. (mln EUR)	22003	22235	23319	24845	26616	26477	26499	26354	27127	29926	29468	29326	-
Import (% r/r)	29,2	16,3	33,6	22,4	24,2	23,9	35,1	35,0	22,1	38,2	24,5	35,8	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2021						2022						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7,4	8,8	9,1	8,6	8,6	10,1	8,9	7,7	8,0	7,9	8,2	7,6	6,5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6,4	6,7	7,0	6,9	6,8	8,0	7,1	6,5	4,7	2,2	2,5	2,3	1,8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4,8	7,6	7,9	6,9	7,8	11,1	10,3	7,6	7,9	7,3	8,8	8,8	8,6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,9	4,0	4,2	4,3	4,4	5,5	4,8	4,7	5,0	3,9	3,5	2,5	2,0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-4,7	-1,9	-1,5	-0,2	0,9	1,5	4,2	3,9	7,3	8,7	12,2	12,2	14,2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00
WIBOR 3M (średnio)	0,21	0,21	0,22	0,23	0,49	1,40	2,34	2,79	3,33	4,27	5,41	6,32	6,82
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,21	0,21	0,23	0,23	0,74	2,06	2,54	3,02	3,65	4,77	6,05	6,59	7,05
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,08	0,02	0,01	0,16	1,54	2,10	3,47	3,60	3,72	5,07	6,17	6,17	6,75
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,39	0,45	0,49	0,82	2,07	2,84	3,35	3,70	4,08	5,59	6,58	6,61	7,54
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,28	1,08	1,20	1,57	2,41	3,20	3,99	4,12	4,30	5,66	6,86	6,97	7,32
EUR/PLN (koniec okresu)	4,52	4,57	4,54	4,63	4,62	4,68	4,60	4,60	4,69	4,65	4,66	4,58	4,68
USD/PLN (koniec okresu)	3,80	3,84	3,84	3,99	3,97	4,12	4,06	4,11	4,20	4,18	4,41	4,27	4,48
EUR/USD (koniec okresu)	1,19	1,19	1,18	1,16	1,16	1,14	1,13	1,12	1,12	1,11	1,06	1,07	1,04
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-28,0	-35,3	-43,4	-47,6	-51,9	-50,4	26,4	-22,3	-11,3	0,3	-9,2	-12,1	-27,7
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-25,6%	-32,3%	-39,7%	-43,5%	-47,5%	-46,1%	24,1%	-20,4%	-10,3%	0,9%	-30,8%	-40,3%	-92,8%

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	472	528	588	597	598	675	674	760
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.090	3.445
PKB per capita (USD)	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.680	19.961
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,8	6,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,2	5,9	5,4	1,4
Inwestycje (% r/r)	-8,2	4,0	9,4	6,1	-4,9	3,8	-0,1	-0,8
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,0	5,3	2,2	1,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	2,3	0,8
Eksport (% r/r)	8,8	9,5	6,9	5,2	0,0	11,8	-1,2	4,2
Import (% r/r)	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,1	15,9	3,4	3,2
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	14,8	8,2
Inflacja CPI (% średnia)	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	13,6	11,3
Place nominalne (% r/r)	4,1	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	12,9	9,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8	1,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,50	7,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,69	7,69
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,75	6,55
USD/PLN (Koniec okresu)	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,75	4,37
USD/PLN (Średnia)	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,55	4,52
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,85	4,72
EUR/PLN (Średnia)	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,74	4,78

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-29,7	-25,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,4	-3,3
Saldo handlu zagranicznego	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-21,3	-16,4
Eksport	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	332,8	368,2
Import	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	354,1	384,6
Saldo usług	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	29,3	32,0
Saldo dochodów	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,3	-35,9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,9	-3,6	-6,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,8	-2,2	-4,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,3	37,4	37,9

Prognozy długoterminowe

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	5,4	1,4	3,6	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	13,6	11,3	8,6	3,9	3,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-4,4	-3,3	-2,6	-2,2	-1,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,75	7,50	7,50	6,00	5,00	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	4,06	4,75	4,37	4,13	3,86	3,70
USD/PLN (Średnia)	3,86	4,55	4,52	4,24	4,00	3,78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,60	4,85	4,72	4,62	4,56	4,52
EUR/PLN (Średnia)	4,57	4,74	4,78	4,67	4,59	4,53



Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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.