

CitiMonthly

Rok na dopalaczach

- Nadchodzący rok zapowiada się wyjątkowo ciekawie pod względem gospodarczym.
- Już w 2015 r. gospodarka rosła w szybkim tempie, nie wykazując żadnych oznak poważnego spowolnienia. Jednocześnie poprawa na rynku pracy posunęła się tak daleko, że stopa bezrobocia spadła do poziomów ostatni raz notowanych przed wybuchem światowego kryzysu w 2008 r.
- W przyszłym roku rozpędzona gospodarka otrzyma dodatkowe mocne wsparcie w postaci znacznego wzrostu transferów do gospodarstw domowych oraz prawdopodobnego złagodzenia polityki pieniężnej. To wyjątkowe wspomaganie sprawi, że konsumpcja w najbliższych dwóch latach może rosnąć w bardzo szybkim tempie, choć nie uchroni to inwestycji od spowolnienia.
- Najistotniejsza zmiana w polityce fiskalnej polega na wprowadzeniu programu 500+. Dzięki niemu konsumpcja pod koniec przyszłego roku może rosnąć w tempie 5%. Gdyby dodatkowo wprowadzono podwyżkę kwoty wolnej, wpływ na wydatki gospodarstw domowych byłby silniejszy.
- Źródłem wspomagania dla wzrostu może być również polityka banku centralnego. Niewielkie obniżki stóp procentowych wydają się obecnie prawdopodobne. Po raz pierwszy nie można również wykluczyć, że NBP – po zmianach w zarządzie – mógłby skłonić się do niekonwencjonalnych działań.
- Nowością może być odwrócenie trendów inflacyjnych. Przy tak silnym wzroście transferów do gospodarstw domowych presja cenowa może w końcu zacząć rosnąć. Dlatego oczekujemy wyraźniejszego wzrostu inflacji niż zakłada konsensus rynkowy.
- Prawdopodobne obniżki stóp procentowych i skup aktywów przez EBC będą wspierać krótki koniec krzywej rentowności, ale oczekiwany wzrost inflacji i osłabienie długoterminowych obligacji niemieckich będą oddziaływać w kierunku wzrostu obligacji długoterminowych.
- Wysoki wzrost gospodarczy, niewielka ekspozycja gospodarki na Chiny, wyższa niż w przypadku większości innych walut EM ekspozycja na program skupu aktywów EBC i wciąż niski deficyt obrotów bieżących będą pozytywnie oddziaływać na złotego w 2016 r. Naszym zdaniem ewentualne obniżki stóp procentowych będą miały ograniczony wpływ na PLN.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

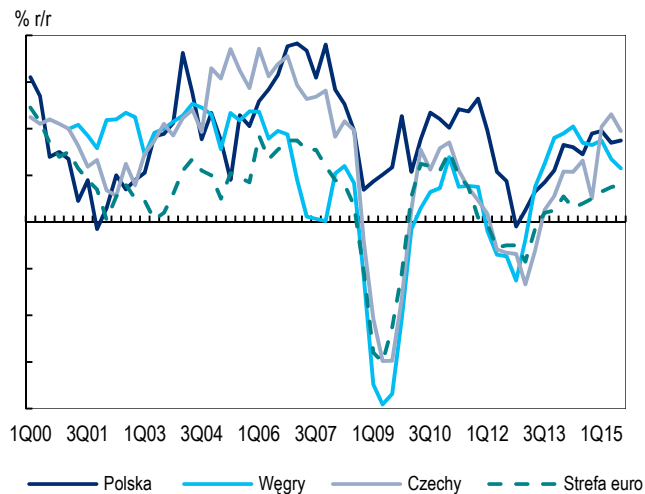
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

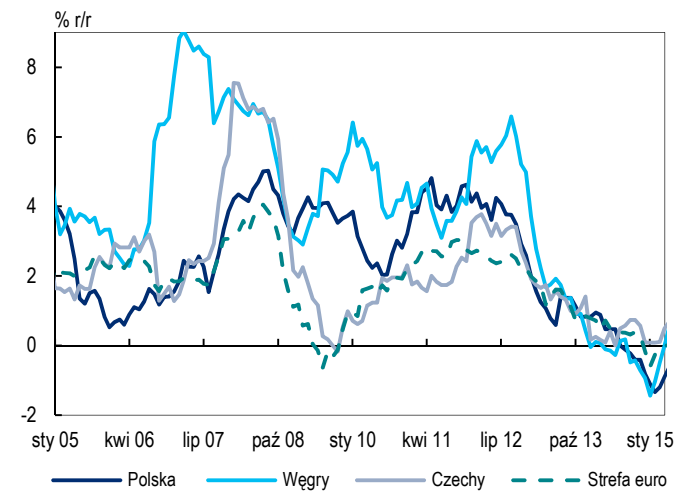
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



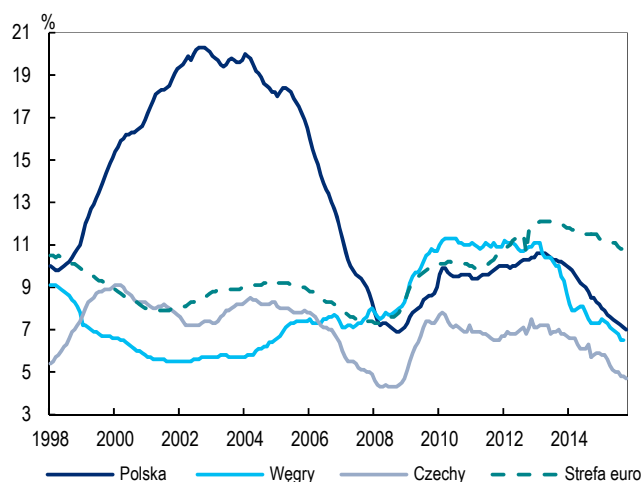
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



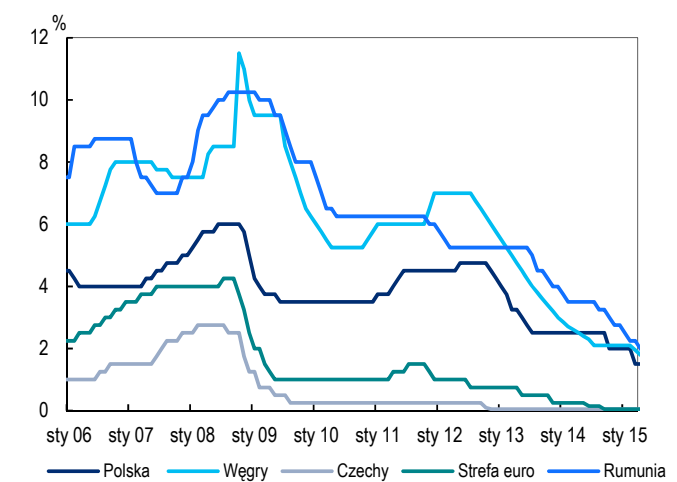
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Tabela 1. Kryteria konwergencji – porównanie krajów regionu Europy Środkowej.

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	0,4	0,7	-1,3	41,0
Węgry	-0,2	3,6	-2,1	74,5
Polska	-0,7	2,7	-2,8	52,4
Rumunia	0,2	3,5	-2,8	40,9
Kryterium konwergencji	0,4	4,7	-3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2016, opublikowane w listopadzie 2015 r.

Uwaga: Inflacja została obliczona, jako dwunastomiesięczna średnia wskaźników HICP. Stopa procentowa to średnia dwunastomiesięczna z rentowności dziesięcioletnich obligacji rządowych. Dług i saldo sektora inst. rządowych i samorządowych (general government) jest zdefiniowany zgodnie z metodologią ESA-95. Prognoza deficytu sektora inst. rządowych i samorządowych na rok 2016 dla Polski oparta na metodologii ESA-2010 i nie uwzględnia zmian w budżecie na 2016 r. planowanych przez nowy rząd, które najprawdopodobniej nieznacznie podwyższą deficyt.

Polska Gospodarka w 2016 r.

Dolewanie oliwy do ognia

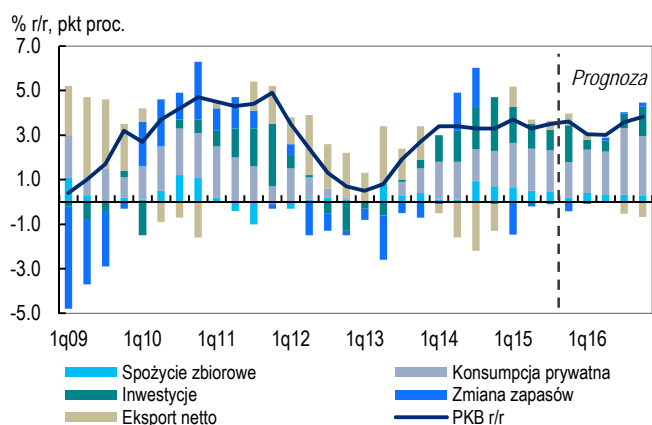
- Na przełomie 2015 i 2016 roku wzrost PKB utrzymuje się na wysokim poziomie, nie wskazującym bynajmniej na konieczność dodatkowego wsparcia ze strony polityki gospodarczej.
- Mimo to, najbliższe kwartały przyniosą znaczne zwiększenie transferów do gospodarstw domowych, co pozwoli napędzić konsumpcję.
- Oprócz polityki fiskalnej, wsparciem dla gospodarki może okazać się również polityka pieniężna. W grę wchodzi nie tylko obniżki stóp procentowych, ale również ewentualne niestandardowe działania.

Poniżej przedstawiamy najważniejsze tematy, które mogą zadecydować o kształtowaniu się sytuacji gospodarczej w kraju. W dalszej części raportu prezentujemy również nasze oczekiwania dotyczące wydarzeń na rynkach finansowych.

Temat 1. Polityka fiskalna napędza konsumpcję

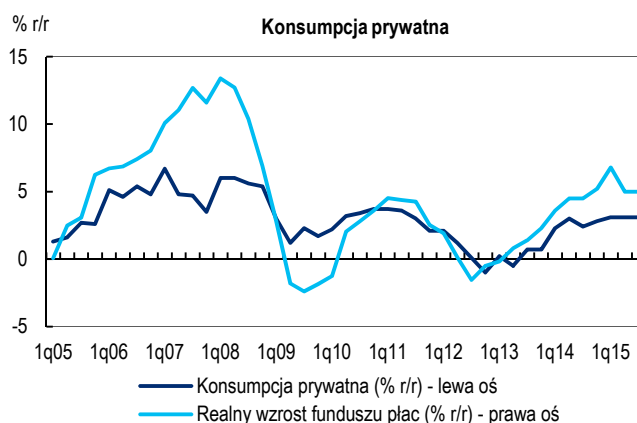
Gospodarka polska wchodzi w 2016 rok w bardzo dobrej kondycji. Wzrost PKB już drugi rok z rzędu utrzymuje się na wysokim ale stabilnym poziomie i przekracza 3% (wykres 5). Wynik ten został odnotowany pomimo wielu obaw związanych z konsekwencjami kryzysu rosyjskiego, ryzyka wyjścia Grecji ze strefy euro, spowolnienia w Chinach oraz skandalu emisyjnego VW. Żaden z tych szoków nie miał wystarczająco silnego wpływu na Polskę, aby zdestabilizować lub przynajmniej poważnie osłabić gospodarkę. Spoglądając na strukturę PKB, jego wzrost był dotychczas możliwy dzięki relatywnie wysokiej konsumpcji, wciąż silnym inwestycjom oraz dynamicznie rosnącemu eksportowi. Co istotniejsze, towarzyszy temu bardzo dobra sytuacja na rynku pracy.

Wykres 5. Od niemal dwóch lat wzrost utrzymuje się na zaskakująco stabilnym poziomie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Realny fundusz płac powinien z czasem wspierać konsumpcję

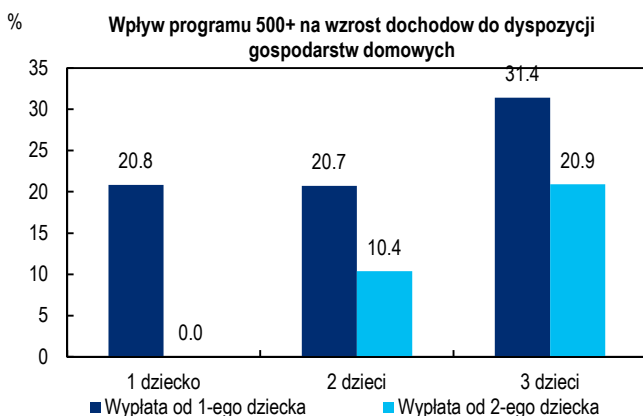


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Dzięki rosnącemu zatrudnieniu bezrobocie spadło w pobliżu historycznych minimów. Wiele wskazuje, że gospodarka osiąga wyniki zbliżone lub nawet lepsze od tych, na które ją stać w dłuższym okresie. Innymi słowy, obecny potencjalny wzrost gospodarczy w Polsce prawdopodobnie wynosi około 3%, a nadzieje na osiągnięcie trwałego wzrostu znacznie powyżej tej wartości wydają się nieuzasadnione w obliczu napływających danych.

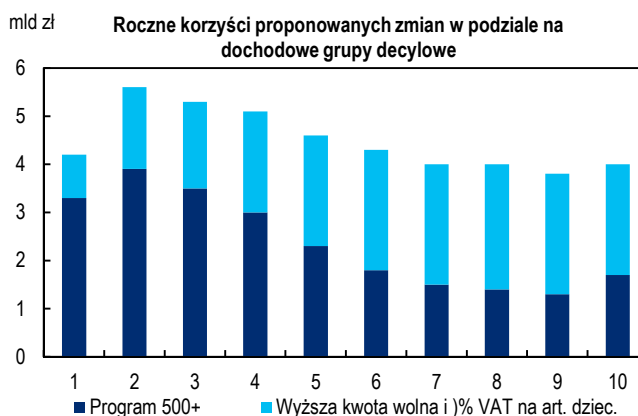
W warunkach, gdy gospodarka rozwija się już w szybkim tempie, pojawiają się plany bardzo istotnych zmian w polityce fiskalnej, które mogą wpłynąć na PKB. Najistotniejsza zmiana zaplanowana na 2016 rok to wprowadzenie programu 500+, zakładającego wypłatę 500 zł miesięcznie za każde drugie i kolejne dziecko, a w przypadku mniej zamożnych rodzin również za pierwsze dziecko. W momencie przygotowywania tego raportu rząd planuje rozpoczęcie wypłat od kwietnia 2016 roku i deklaruje, że powinny one być dostępne dla wszystkich rodzin, choć rozważane jest również wprowadzenie dodatkowych kryteriów dochodowych. Na potrzeby naszych prognoz postanowiliśmy przyjąć nieco mniej korzystny (z punktu widzenia gospodarstw domowych) scenariusz. Zakładamy bowiem, że wypłaty z programu 500+ ruszą dopiero od połowy roku, a dostęp dla najbogatszych zostanie częściowo ograniczony, obniżając koszt całego programu o około jedną trzecią (ograniczenie to może mieć charakter pośredni – o ile ubieganie się o wypłatę środków z tego programu będzie wiązało się z niedogodnościami). Powyższe założenia oznaczają, że w drugiej połowie roku do gospodarstw domowych może trafić około 7,5 mld zł, a ryzyko widzimy po stronie jeszcze większych transferów.

Wykres 7. Wypłaty z programu 500+ mogą wyraźnie podnieść dochody do dyspozycji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Największe korzyści z programu 500+ odniosą rodziny o niższych (ale nie najniższych) dochodach

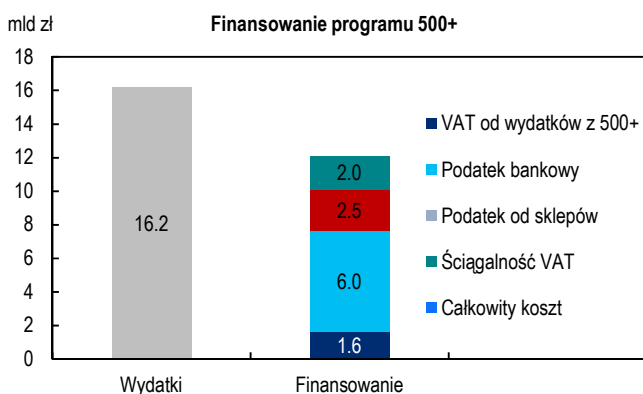


Źródło: CenEA, Citi Handlowy.

Konsumpcja skorzysta na wprowadzeniu programu 500+. Pieniądże trafią głównie do gospodarstw domowych o niskim dochodzie na głowę (wykres 8), a przy tym zapewne o niskiej skłonności do oszczędzania. Na przykład według naszych szacunków dochód do dyspozycji rodzin mniej zamożnych wzrośnie o ponad 20%, a w przypadku bogatszych rodzin z dwójką dzieci dochód zwiększy się o ponad 10% (wykres 7). Zakładamy, że transfery zostaną niemal w całości przeznaczone na wydatki. Wpływ na konsumpcję może być tym silniejszy, że w sytuacji trwającego ożywienia gospodarczego oraz poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, skłonność

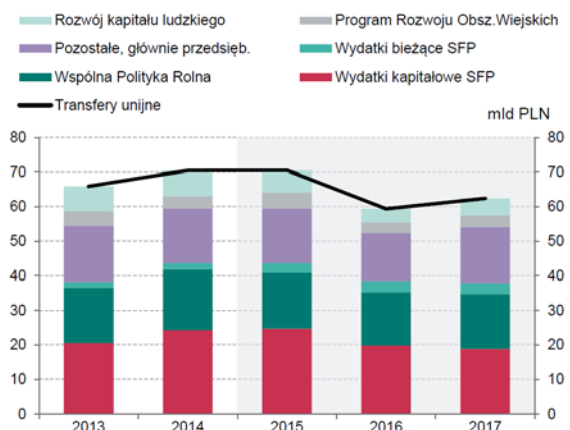
gospodarstw domowych do wydatków może być relatywnie wysoka. **Według naszych szacunków między innymi dzięki wyższym transferom w II połowie 2016 roku konsumpcja prywatna wzrośnie o około 5%, a w całym 2016 r. o 4,1%**, co oznaczałoby wyraźne przyspieszenie wobec około 3% w 2015 r.

Wykres 9. Jeżeli program 500+ ruszy od kwietnia, MF będzie musiało znaleźć dodatkowe 4 mld zł



Źródło: Szacunki Citi Handlowy. Uwaga: Przyjeliśmy, że efektywna stawka VAT dla wydatków gospodarstw domowych wyniesie 11%. Przyjeliśmy również w tym przypadku, że wypłaty ruszają z 1 kwietnia, a skłonność do konsumpcji wyniesie 90%.

Wykres 10. Wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz inwestycje finansowane z funduszy UE



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wyższe transfery dla gospodarstw domowych będą sfinansowane podatkami sektorowymi oraz wyższymi wpływami z VAT. Sam fakt, że zdecydowana większość wypłaconych zasiłków na dzieci zostanie wydana oznacza, że wpływy z VAT mogą wzrosnąć w 2016 roku o około 1 mld zł (wykres 9), choć część z tych wpływów zostanie odnotowana z lekkim opóźnieniem. Dodatkowo rząd planuje wprowadzenie podatku od sektora finansowego (prawdopodobnie w postaci podatku od aktywów) oraz od sklepów wielkopowierzchniowych. Według szacunków ministra finansów mogą one przynieść odpowiednio 6 mld zł oraz 2,5-3 mld zł. Jednocześnie MF zapowiedziało rewizję budżetu na bieżący rok, co może oznaczać pewne przesunięcia w wydatkach i dochodach między rokiem 2015 oraz 2016, tworząc większą przestrzeń do realizacji planów wydatkowych w 2016 r. Jeżeli bowiem wydatki zostaną zrealizowane wcześniej, deficyt w przyszłym roku nie wzrośnie aż tak istotnie nawet pomimo wypłaty z tytułu programu 500+. W sumie oznaczałoby to, że deficyt sektora rządowego i samorządowego w bieżącym roku może sięgnąć około 3,2-3,4%, ale w przyszłym roku mógłby pozostać zbliżony do 3% PKB nawet pomimo planowanych znacznych zmian w wielkości transferów. Gdyby jednak rząd zdecydował się na wprowadzenie już od 2016 roku wyższej kwoty wolnej oraz niższego wieku emerytalnego, koszty dla budżetu (oraz wpływ na PKB) byłyby znacznie wyższe od obecnie zakładanych.

Temat 2. Rozczarowanie w inwestycjach

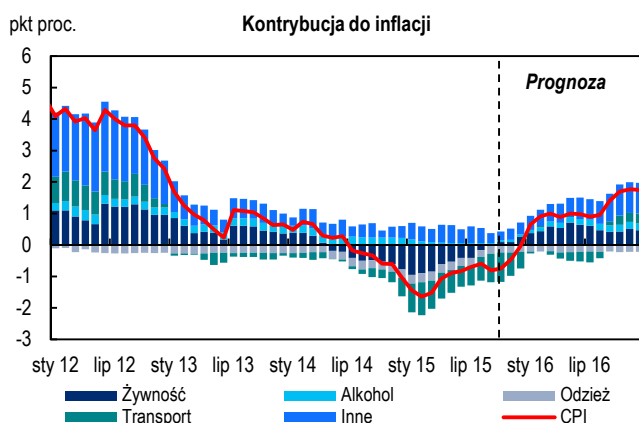
O ile rok 2016 może być okresem skokowego wzrostu konsumpcji, o tyle nasze prognozy inwestycji są już zdecydowanie bardziej ostrożne. Przede wszystkim widzimy podstawy aby spodziewać się kilkunastoprocentowego spadku inwestycji finansowanych ze środków unijnych. Przyczynia się do tego tradycyjny cykl wydatkowania środków z UE – jego szczyt przypadł na 2015 rok, podczas gdy począwszy od 2016

roku możliwe będzie wydatkowanie środków wyłącznie z nowej perspektywy. Nakładają się na to zmiany zachodzące na scenie politycznej, które mogą pośrednio przyczyniać się do opóźnienia części projektów inwestycyjnych, szczególnie w firmach z udziałem Skarbu Państwa. Niepewność dotycząca kształtu systemu podatkowego odegra również swoją rolę i nie chodzi tu wyłącznie o nowe podatki sektorowe, lecz również możliwe opóźnienia w procesie wydawania interpretacji podatkowych lub zwiększenie intensywności kontroli podatkowych w 2016 roku w celu poprawy ściągalsności podatków.

Nakłady inwestycyjne w 2016 roku mogą wzrosnąć o 3,5%, wobec niemal 7% szacowanych na 2015 r. Spodziewamy się około 15% spadku inwestycji publicznych oraz około 9% wzrostu inwestycji prywatnych. Te prognozy są obciążone wysokim ryzykiem ze względu na zmiany zachodzące w otoczeniu biznesowym. Niemniej co do zasady oczekujemy, że wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz perspektywa silniejszego popytu konsumpcyjnego będą zachętą dla sektora prywatnego aby kontynuować projekty inwestycyjne.

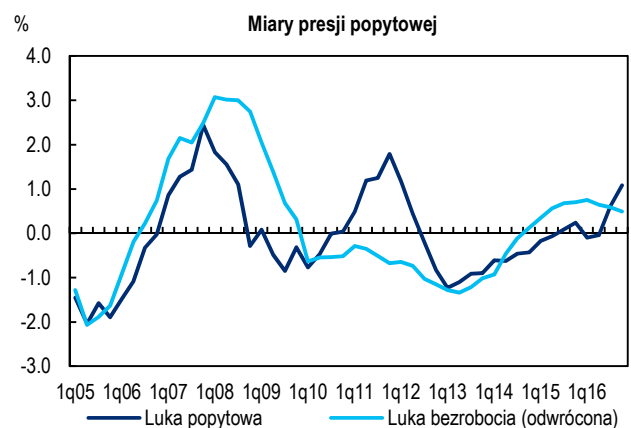
Zestawiając silniejszą konsumpcję oraz słabsze inwestycje, spodziewamy się, że w całym przyszłym roku wzrost PKB wyniesie około 3,3%, a dopiero w 2017 r. przyspieszy wyraźniej do poziomu 3,7% (wówczas inwestycje publiczne ponownie zaczną przyspieszać, a dynamika konsumpcji będzie wciąż wysoka). Naszym zdaniem wzrost będzie utrzymywał się powyżej potencjału, ale jego struktura ulegnie znacznemu pogorszeniu – inwestycje będą zbyt niskie, a konsumpcja zbyt wysoka. Innymi słowy, wbrew deklarowanym planom rządowym udział konsumpcji w PKB wzrośnie podczas gdy udział inwestycji pozostanie praktycznie bez zmian lub nawet lekko się obniży.

Wykres 11. Inflacja powinna pisać się w górę, ale presja popytowa uwidoczni się dopiero pod koniec 2016 r.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS.

Wykres 12. Luka popytowa oraz luka bezrobocia domykają się



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat

Temat 3. Czy inflacja może się w końcu wybić?

Inflacja od przynajmniej dwóch lat rozczarowuje, systematycznie zaskakując swoimi niskimi odczytami. Nadchodzący rok przyniesie jednak istotną odmianę w tych tendencjach – wskaźnik inflacji powinien wyraźnie wzrosnąć w pierwszej połowie roku. Jest to związane z faktem, że na przełomie 2014/15 ceny paliw odnotowały znaczne spadki, które

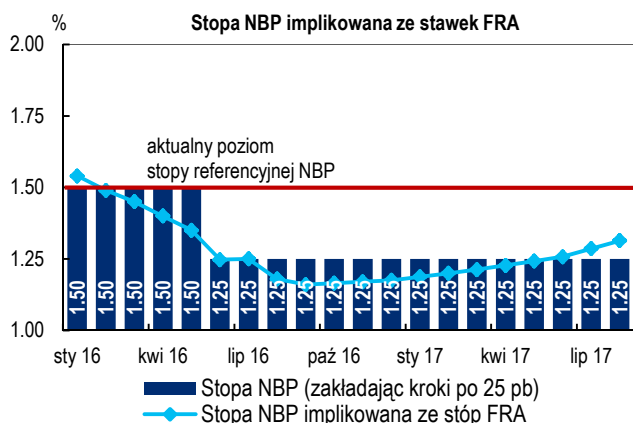
raczej nie powtórzą się już w podobnej skali w najbliższych miesiącach. W związku z tym wskaźnik CPI powinien rosnąć pod wpływem czynników statystycznych (tzw. efekt bazy).

Zdecydowanie ciekawsza może być druga połowa 2016 roku. Wraz z wypłatą z programu 500+ popyt konsumpcyjny wyraźnie wzrośnie, czemu towarzyszyć będzie i tak już bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Nasze szacunki sugerują, że rzeczywisty PKB już zrównuje się z potencjałem i wzrost w przyszłym roku będzie prowadził do stopniowego wzrostu presji na wzrost inflacji bazowej. Również bezrobocie jest wyraźnie poniżej swojej kilkuletniej średniej, a także poniżej poziomów uznawanych przez Narodowy Bank Polski za NAWRU (a więc za poziom bezrobocia nie powodujący przyspieszenia płac). Złożenie tych wszystkich czynników, a przede wszystkim programu 500+, sugeruje, że presja cenowa pod koniec 2016 oraz w 2017 roku może być silniejsza niż zakładają projekcje NBP oraz szacunki ekonomistów rynkowych.

Temat 4. Niekoniecznie konwencjonalna polityka

Chociaż w powyżej opisanym scenariuszu ostatnią rzeczą, której potrzebowałaby polska gospodarka są obniżki stóp procentowych, w rzeczywistości wydają się one prawdopodobne. Wypowiedzi przedstawicieli rządu sugerują, że członkowie RPP mogą być wybierani spośród osób gotowych zagłosować za obniżkami. Z tego względu w naszym scenariuszu dostrzegamy możliwość niewielkich obniżek (łącznie o 25-50pb) w okresie marzec-maj. Byłyby to jednak przejściowe obniżki i z czasem – ze względu na silniejszy wzrost i wyższą inflację – RPP zapewne zaczęłaby podnosić stopy począwszy od 2017 r.

Wykres 13. Notowania rynku FRA wskazują na przynajmniej jedną obniżkę stóp



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 14. System bankowy w Polsce jest nadpłynny i dlatego operacje LTRO nie przyniosłyby efektu

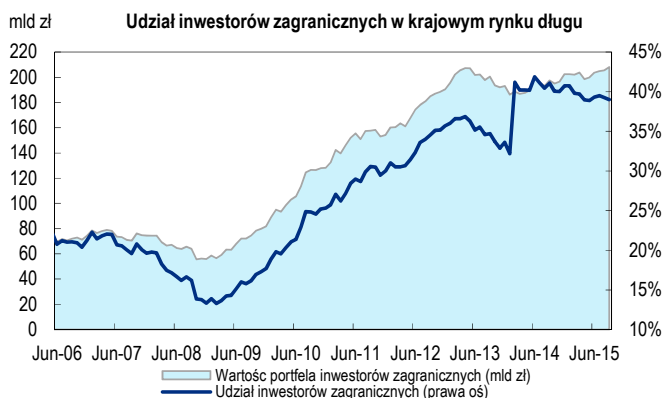


Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Obniżki należą do konwencjonalnych działań banku centralnego, a tym razem nie można wykluczyć również kroków niekonwencjonalnych. Jak sygnalizowaliśmy w naszych wcześniejszych publikacjach (por. raport miesięczny z 30 października 2015 r.) przedstawiciele rządu wielokrotnie wspominali, że chcieliby bardziej aktywnej roli banku centralnego. Większość zapowiedzi była na tyle ogólna, że trudno z nich wywnioskować jasny kształt działań, które mogłyby zostać podjęte w najbliższych latach. Często wymieniany program

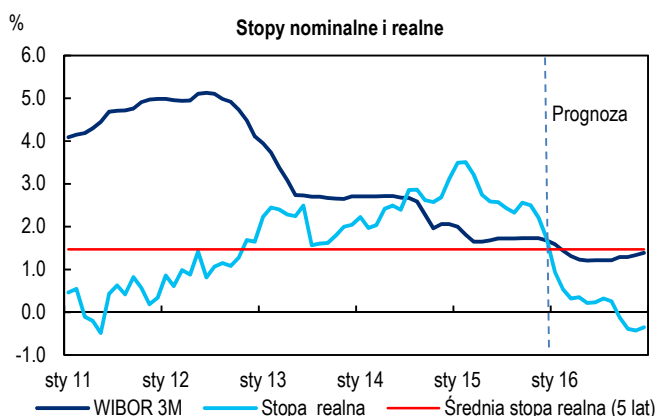
LTRO wydaje się nam najmniej prawdopodobny. LTRO to program długoterminowego finansowania banków polegający na tym, że sektor bankowy miałby odstęp do pożyczek z NBP na długi termin. W praktyce w strefie euro ten program był formą pośredniej pomocy dla sektora bankowego w okresie kryzysu, tak aby poprawić sytuację finansową instytucji z poważnymi problemami płynnościowymi. W przypadku Polski podobny program byłby zupełnie zbędny. Inne programy – choćby stosowany przez Węgrów program Finansowania Wzrostu Gospodarczego (*Funding for Growth Scheme, FGS*) – wydają się również nieskuteczne, ale ich szanse wprowadzenia w Polsce są już większe niż w przypadku LTRO choćby ze względu na jego powiązania z finansowaniem akcji kredytowej dla przedsiębiorstw (więcej na ten temat we wspomnianym raporcie miesięcznym z 30 października).

Wykres 15. Udział zagranicznych inwestorów w polskim rynku obligacji jest bardzo wysoki



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 16. Stopy realne w Polsce spadną bardzo wyraźnie nawet bez obniżek stóp nominalnych



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Potencjalnie najciekawszą opcją byłoby wprowadzenie wzorowanego na Węgrzech programu koncentrującego się na obniżeniu kosztów finansowania dla budżetu przy jednoczesnym ograniczaniu zaangażowania zagranicznych inwestorów w polskim rynku. Program ten okazał się na Węgrzech relatywnie skuteczny, prowadząc do znacznego spadku udziału zagranicznych inwestorów w zadłużeniu. Naszym zdaniem szanse wprowadzenia tego programu są w Polsce mocno niedoszacowywane, a zbyt duża uwaga jest poświęcana LTRO. Może to być związane z faktem, że jest on słabiej znany w Polsce niż programy Europejskiego Banku Centralnego. Niemniej wypowiedzi przedstawicieli rządu o chęci ograniczenia zadłużenia wobec zagranicznych inwestorów sugerują, że możliwość jego wprowadzenia nie powinna być odrzucana. Celem tych działań miałoby być uniezależnienie finansowania budżetu od zmian opinii zagranicznych inwestorów.

W przypadku Polski program mógłby polegać na jednoznacznym ograniczeniu podaży bonów pieniężnych i zwiększeniu podaży bonów skarbowych. Bony pieniężne są sprzedawane przez NBP w cotygodniowych operacjach, które mają za zadanie zebranie z sektora bankowego nadmiernej płynności, sięgającej obecnie około 100 mld zł. Jeżeli NBP zmniejszy emisję swoich bonów, banki zapewne będą poszukiwać innych płynnych i bezpiecznych lokat, sięgając po bony

emitowane przez Skarb Państwa. Co ciekawe decyzja o wznowieniu - po dłuższej przerwie - emisji bonów skarbowych została już podjęta przez poprzedniego ministra finansów. **Gdyby program podobny do węgierskiego został wprowadzony doprowadziłoby to do znacznego obniżenia przedniej części krzywej rentowności** oraz do zwiększenia jej nachylenia. Spadek rentowności byłby wykorzystany przez zagranicznych inwestorów, którzy mogliby pozbyć się aktywów w Polsce po korzystnych cenach. W przeciwieństwie do LTRO lub planów typu *Funding for Growth*, powyższe rozwiązanie miałoby wpływ na rynek papierów skarbowych, a w mniejszym stopniu na koszt finansowania sektora prywatnego.

Podsumowując, naszym zdaniem łagodzenie polityki pieniężnej – niezależnie od przyjętej formy – nie wydaje się obecnie potrzebne. Według naszych szacunków stopy realne w najbliższych miesiącach znacznie spadną ze względu na wzrost inflacji. Co więcej, w trakcie 2016 roku mogą one nawet obniżyć się poniżej zera (wykres 16). Gospodarka może jednak potrzebować z czasem wyższych, a nie niższych stóp procentowych, o czym świadczy szybki wzrost PKB, spadek bezrobocia oraz wysoka dynamika kredytów dla firm. Biorąc pod uwagę jednocześnie zwiększenie transferów dla gospodarstw domowych, polityka gospodarcza (*policy mix*) może być w 2016 roku zbyt luźna dla potrzeb kraju. Gdyby w tych okolicznościach łagodzenie polityki pieniężnej posunęłoby się zbyt daleko, mogłoby to również zdestabilizować rynek walutowy.

Rynki Finansowe

Odporny złoty, ale CPI osłabi obligacje

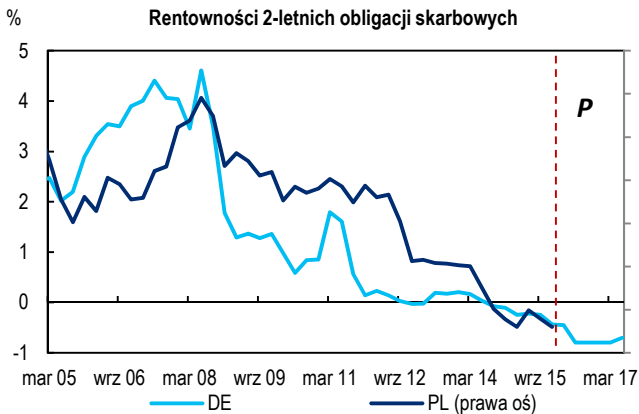
- Prawdopodobne obniżki stóp procentowych i skup aktywów przez EBC będą wspierać krótki koniec krzywej rentowności, ale oczekiwany wzrost inflacji i osłabienie długoterminowych obligacji niemieckich będą oddziaływać w kierunku wzrostu obligacji długoterminowych.
- Wysoki wzrost gospodarczy, niewielka ekspozycja gospodarki na Chiny, wyższa niż w przypadku większości innych walut EM ekspozycja na program skupu aktywów EBC i wciąż niski deficyt obrotów bieżących będą pozytywnie oddziaływać na złotego w 2016 r. Naszym zdaniem ewentualne obniżki stóp procentowych będą miały ograniczony wpływ na PLN.

Wyższe rentowności i wystromienie krzywej

Oczekujemy wzrostu rentowności i wystromienia krzywej w 2016 r. Głównym założeniem stojącym za prognozą wyższych rentowności jest znaczny wzrost inflacji w przyszłym roku, czemu towarzyszyć będzie wysoki wzrost gospodarczy i domykanie się luki popytowej. Zwiększenie inflacji o ok. 1,5 pkt proc. do końca I kwartału przyszłego roku powinno zniwelować efekt oczekiwanego przez Citi obniżenia rentowności niemieckich obligacji związanego z rozpoczęciem programu skupu aktywów przez EBC.

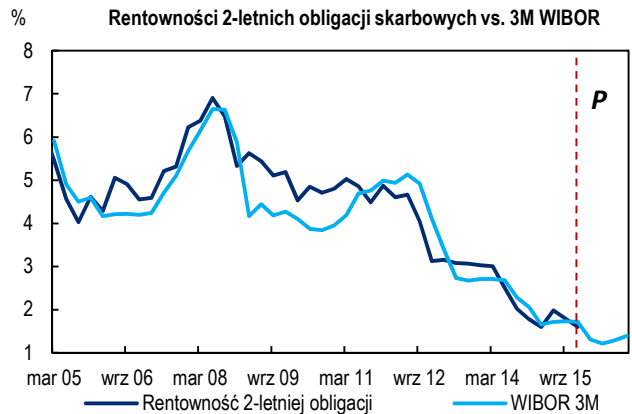
Wzrost rentowności na krótkim końcu krzywej rentowności będzie ograniczany w I połowie roku przez oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez nową RPP. Z drugiej strony rynek FRA już w dużej mierze wycenia scenariusz dwóch obniżek stóp o 50 pb, co sprawia, że przestrzeń do dalszego spadku rynkowych stóp jest już niewielka i tym większe szanse na ich wzrost. W kierunku wyższych rentowności oddziaływać będzie także zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed, choć Citi oczekuje tu znacznie większego wpływu podwyżek stóp na krótki koniec krzywej amerykańskich obligacji skarbowych i jedynie minimalnego wzrostu rentowności 10-letnich do końca przyszłego roku. Co istotne do osłabienia długu powinien przyczynić się także rekordowo wysoki poziom potrzeb pożyczkowych zaplanowany na przyszły rok (180 mld zł). Choć resort finansów zakończył finansowanie tegorocznych potrzeb już w październiku to spodziewana nowelizacja budżetu i podwyższenie tegorocznego deficytu o ok. 4 mld zł sprawi, że stopień prefinansowania przyszłorocznych potrzeb (dotychczas ok. 20% będzie mniejszy na koniec roku niż dotychczas oczekiwaliśmy). Jednocześnie choć deficyt fiskalny pozostanie pod kontrolą to będzie on wyższy niż wcześniej prognozowaliśmy. Zakładamy przy tym, że spodziewane na I połowę roku 2016 obniżki stóp procentowych oraz oczekiwania wzrostu rentowności obligacji na dłuższym końcu krzywej doprowadzą do wystromienia krzywej rentowności. W przypadku zwiększenia presji na wzrost rentowności długoterminowych lub uruchomienia przez rząd procesów mających na celu ograniczenie udziału zagranicy w krajowym rynku długu na rzecz sektora bankowego resort finansów może zdecydować się na znaczne zwiększenie emisji bonów skarbowych.

Wykres 17. Oczekiwany spadek dwuletnich niemieckich rentowności będzie wspierał krótki koniec krzywej ...



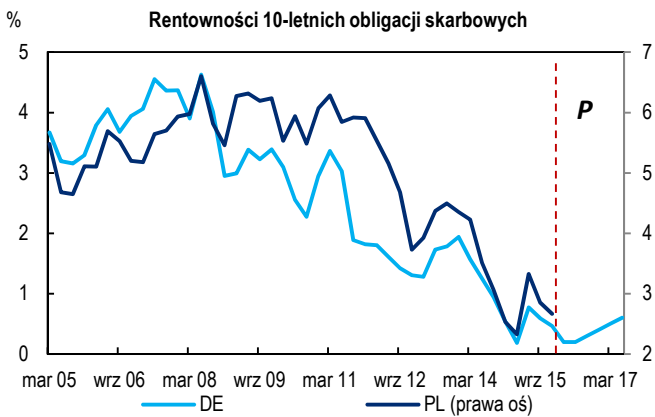
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 18. ... podobnie jak oczekiwane obniżki stóp procentowych przez nową RPP



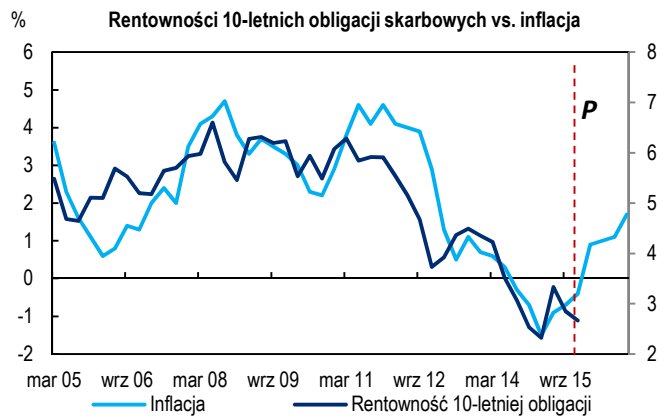
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 19. W II połowie 2016 r. Citi spodziewa się stopniowego osłabiania Bundów ...



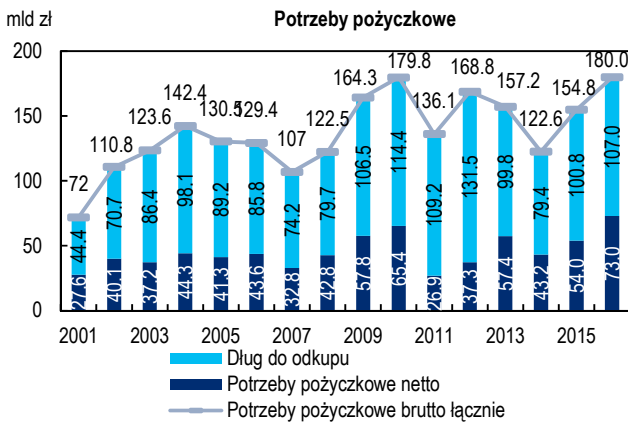
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 20. ... co wraz ze wzrostem inflacji będzie oddziaływać w kierunku wyższych rentowności szczególnie na dłuższym końcu krzywej



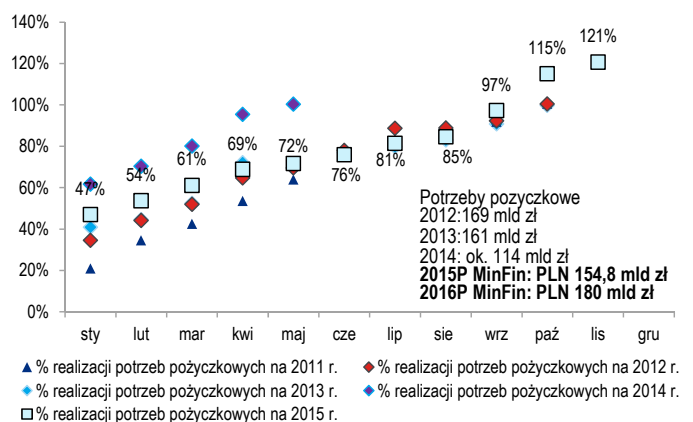
Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 21. Potrzeby pożyczkowe będą rekordowo wysokie w 2016 r.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 22. Prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na 2016 r. przekroczy 20%, ale będzie niższe niż wcześniej zakładaliśmy



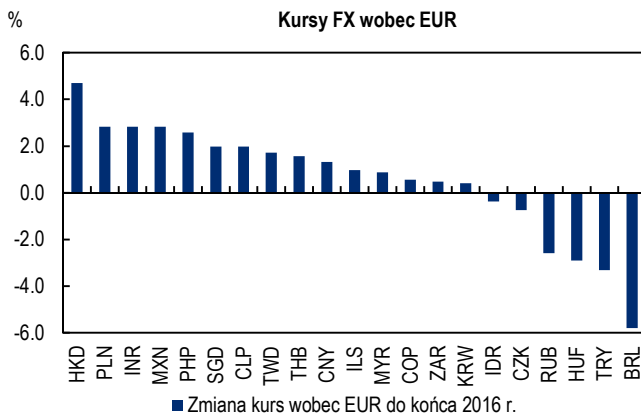
Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy. * prefinansowanie przed uwzględnieniem nowelizacji budżetu i podwyższenia deficytu o ok. 4 mld zł

Złoty mocniejszy w 2016 r.

Oczekujemy umocnienia złotego względem euro w nadchodzącym roku. Mimo oczekiwanego przez nas pewnego spowolnienia oczekujemy, że krajowa waluta będzie wspierana przez wciąż wysoki i napędzany przez popyt krajowy wzrost gospodarczy. Dobre perspektywy wzrostu są szczególnie istotne w sytuacji obaw o spowolnienie wzrostu PKB w gospodarkach rozwijających się. Dobre perspektywy wzrostu i odporność złotego po części wynikają z niewielkiej ekspozycji w handlu zagranicznym na takie kraje jak Chiny, Rosja, Ukraina i Grecja oraz z wciąż dobrych wyników gospodarki niemieckiej, co sprawia, że słabsze dane z innych krajów rozwijających się mogą mieć mniejszy wpływ na waluty Europy Środkowej niż w przypadku innych walut, w tym szczególnie krajów mocniej związanych z Chinami. Tym samym zmienność walut naszego regionu może pozostać jedną z najniższych spośród krajów rozwijających się. Dodatkowym czynnikiem chroniącym złotego przed wahaniami apetytu na ryzyko i zmianami inwestorów portfelowych jest bliska równowagi sytuacja w bilansie płatniczym. Choć deficyt prawdopodobnie wzrośnie w przyszłym roku, to jednak jeszcze przez długi czas będzie finansowany przez napływ kapitału długoterminowego. Ponadto pomimo podwyższenia prognoz deficytu fiskalnego sądzimy, że pozostanie on pod kontrolą, co zmniejsza szanse na znaczne osłabienie złotego. Według wyników ankiety NBP kurs EURPLN wciąż pozostaje powyżej progu opłacalności eksportu (ok. 3,90), a kurs REER również jest na stosunkowo słabych poziomach oferując przestrzeń do umocnienia. Co prawda inflacja jest obecnie wciąż ujemna, ale oczekujemy że wzrośnie w przyszłym roku i mocniejszy złoty nie będzie zbyt utrudniał realizacji celu NBP, tj. powrotu inflacji do celu.

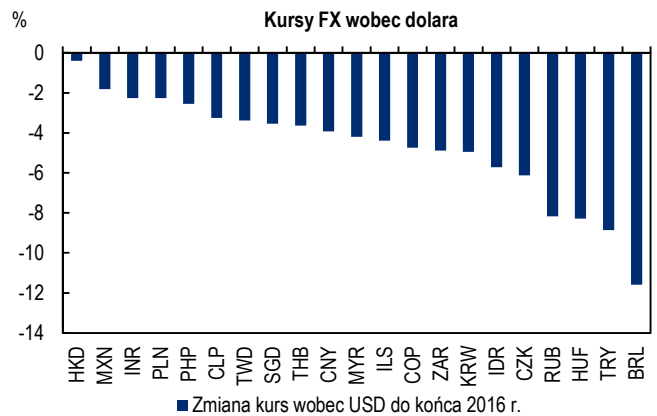
Rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych przez Fed oraz ewentualne obniżenie stóp procentowych w Polsce i głębsza skala spowolnienia stanowią czynniki ryzyka dla złotego. Zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed może przyczynić się do zmniejszenia atrakcyjności krajowych obligacji względem amerykańskich Treasuries i ograniczania zaangażowania amerykańskich inwestorów w krajowym rynku długu. Jednak naszym zdaniem choć ten proces może przyczynić się do zwiększenia zmienności cen aktywów z gospodarek wschodzących to sądzimy, że region Europy Środkowej będzie wspierany przez rozszerzenie programu skupu aktywów przez EBC. Możliwe, że znaczny spadek stóp realnych wpłynie negatywnie na złotego w przyszłym roku, jednak dotychczas korelacja kursu złotego z dysparytetem stóp procentowych była stosunkowo niska (wykres 31).

Wykres 23. Według prognoz Citi złoty będzie jedną z najlepiej zachowujących się walut wobec EUR w 2016 r.



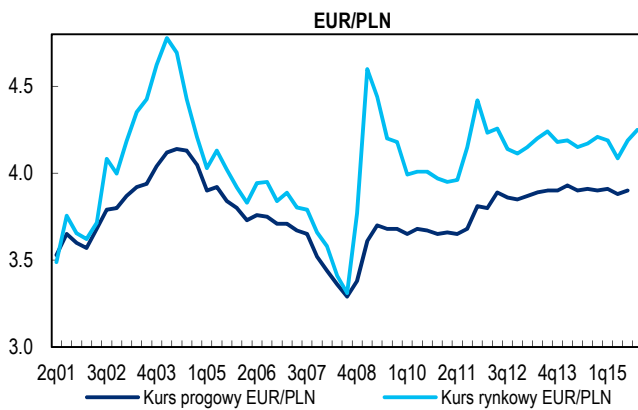
Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy.

Wykres 24. ... co pomoże ograniczyć straty wobec wciąż umacniającego się dolara



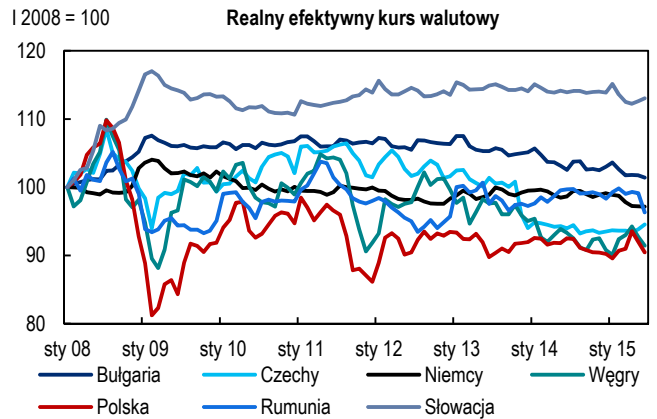
Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy.

Wykres 25. Kurs EUR/PLN wciąż wyraźnie powyżej kursu opłacalności eksportu



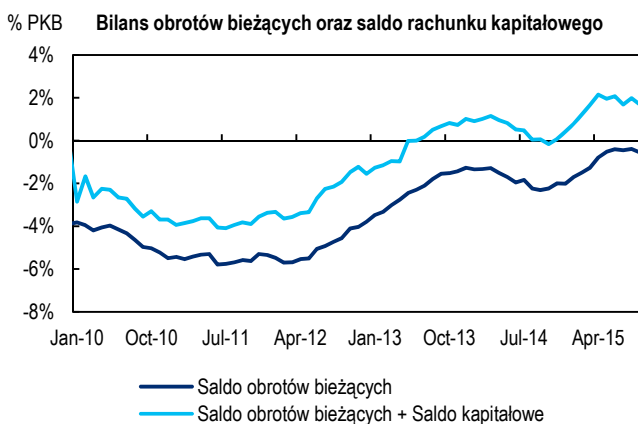
Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 26. Realny efektywny kurs walutowy wciąż stosunkowo słaby na tle regionu



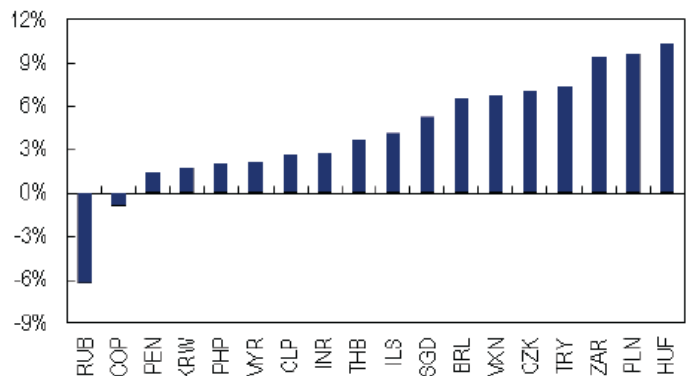
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 27. Deficyt obrotów bieżących jest wciąż blisko rekordowo niskich poziomów i jest finansowany przez kapitał długoterminowy



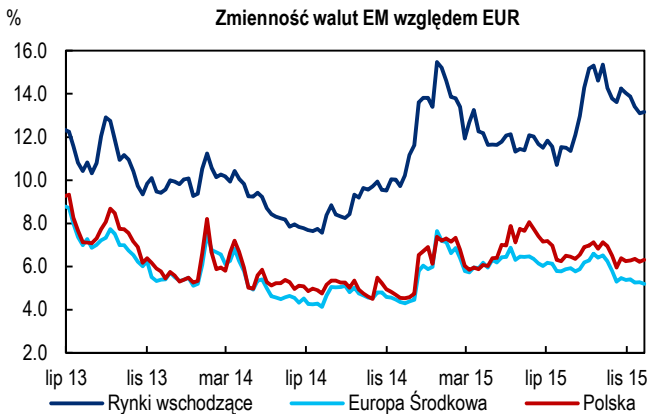
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 28. Wrażliwość złotego na ruchy 2-letnich rentowności USA wydaje się stosunkowo wysoka

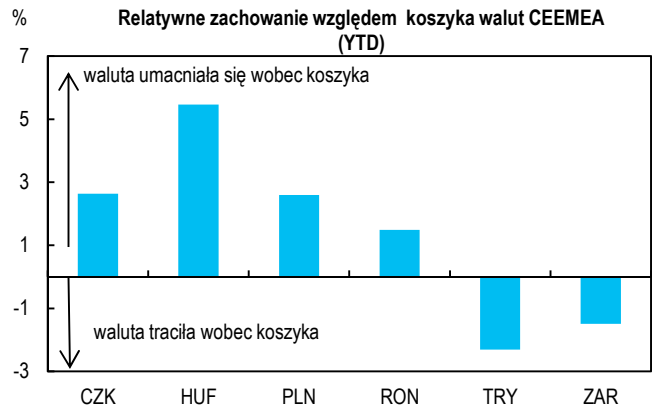


Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

Wykres 29. Jednak zmienność w relacji do euro utrzymuje się na bardzo niskich poziomach Wykres 30. A na tle walut regionu złoty zachowuje się całkiem dobrze

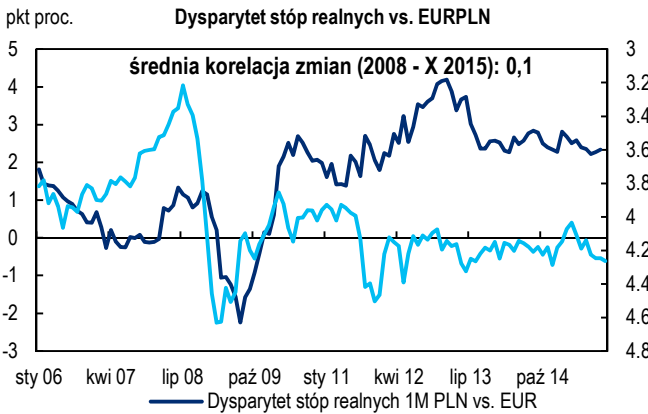


Źródło: Reuters, Citi Handlowy.



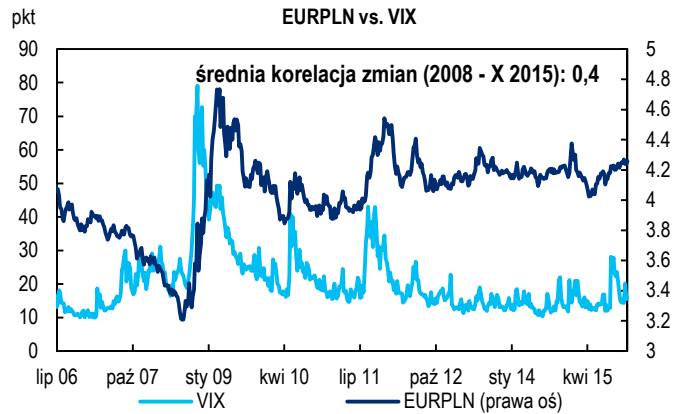
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 31. Wpływ dysparytetu realnych stóp procentowych na złotego jest ograniczony



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 32. Dużo większe znaczenie dla złotego ma globalna awersja do ryzyka



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Tabela 2. Prognozy makroekonomiczne dla wybranych gospodarek (prognozy na lata 2015-2017)

	PKB			CPI			Saldo obrotów bieżących			Saldo budżetu		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Świat	2,5	2,8	3,1	2,2	2,7	3,0	0,4	0,2	0,1	-3,6	-3,4	-3,0
Kraje rozwinięte	1,9	2,0	2,0	0,3	1,4	1,8	-0,1	-0,3	-0,4	-3,2	-3,1	-2,7
USA	2,5	2,5	2,5	0,3	1,6	1,8	-2,6	-2,6	-2,6	-3,8	-3,8	-3,6
Japonia	0,6	0,7	0,3	0,9	0,6	1,6	3,4	3,9	3,5	-6,6	-6,2	-5,2
<i>Strefa euro</i>	1,5	1,8	1,7	0,1	1,1	1,5	3,1	2,9	2,6	-2,1	-2,0	-1,7
Niemcy	1,5	1,7	1,7	0,3	1,4	1,8	8,2	7,1	6,2	0,9	0,1	0,4
Francja	1,2	1,5	1,8	0,1	1,1	1,4	0,1	0,6	0,3	-3,8	-3,3	-2,8
Włochy	0,8	1,6	1,0	0,2	1,1	1,4	1,9	2,0	2,0	-2,8	-2,3	-1,9
Hiszpania	3,1	2,9	2,3	-0,6	0,6	1,1	1,0	0,9	1,1	-4,5	-3,4	-2,6
Grecja	0,1	-0,4	-2,7	-1,1	0,5	9,5	-1,0	-0,5	1,0	-3,3	-2,0	-2,8
Szwecja	3,1	2,4	2,4	0,0	1,1	2,1	5,9	5,5	5,4	-1,2	-1,1	-0,3
Szwajcaria	1,1	1,3	1,4	-1,1	-0,3	-0,1	9,4	7,0	6,6	-0,2	-0,2	-0,1
Wielka Brytania	2,4	2,3	2,3	0,1	0,8	1,1	-4,4	-4,0	-4,1	-4,7	-3,2	-1,8
Kraje EM	3,5	4,0	4,7	5,0	4,5	4,8	1,2	0,8	0,7	-4,1	-3,8	-3,4
Chiny	6,9	6,3	6,2	1,4	1,7	2,0	3,0	2,7	2,2	-2,7	-2,8	-3,0
Czechy	4,2	2,4	3,0	0,4	1,0	2,0	1,4	-0,1	-1,5	-1,6	-1,4	-1,1
Węgry	2,7	2,0	2,5	0,0	1,8	2,9	5,4	5,4	5,2	-2,4	-2,2	-2,1
Polska	3,5	3,3	3,7	-0,9	1,3	2,8	-0,6	-1,7	-2,0	-3,3	-3,1	-3,0
Rumunia	3,6	3,5	3,0	-0,6	0,0	2,7	-0,5	-1,5	-2,0	-1,5	-2,8	-2,5
Rosja	-3,7	0,5	2,2	15,5	7,4	5,9	5,5	4,4	3,5	-3,0	-3,0	-2,0
Turcja	2,8	2,3	3,6	7,6	8,3	7,2	-5,0	-4,7	-4,8	-1,1	-3,0	-2,5
RPA	1,3	1,2	1,8	4,6	5,9	5,9	-4,3	-4,6	-4,5	-3,8	-4,1	-4,4
Brazylia	-3,6	-2,4	0,9	9,0	8,0	6,1	-3,8	-3,4	-3,0	-10,9	-11,6	-11,9
Meksyk	2,5	2,8	3,5	2,8	3,6	3,6	-2,6	-3,0	-3,3	-3,5	-3,0	-2,5

Źródło: Prognozy Citi Research.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014			2015									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1.6	0.3	8.4	1.6	5.0	8.8	2.4	2.8	7.6	3.8	5.3	4.1	2.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	3.5	-7.5	-2.3	-3.2	1.4	13.5	-7.9	-1.4	4.7	-1.3	-7.1	-0.3	2.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2.7	1.0	9.1	3.1	6.8	9.6	2.6	2.8	8.9	4.6	6.1	4.6	2.9
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-1.0	-1.6	5.0	1.3	-0.3	2.9	8.5	1.3	-2.5	-0.1	4.8	-2.5	-5.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	2.3	-0.2	1.8	0.1	-1.3	3.0	-1.5	1.8	3.8	1.2	-0.3	0.1	0.8
Stopa bezrobocia (%)	11.3	11.4	11.5	12.0	12.0	11.7	11.2	10.8	10.3	10.1	10.0	10.4	11.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.6	-0.6	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7
Inflacja (% m/m)	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.3	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.3	-1.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.5	-2.7	-2.1	-1.4	-1.8	-2.7	-2.9	-2.8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.4	-0.5	-1.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.4	0.6	-0.4	-0.7	-0.1	-0.1
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.8	2.7	3.7	3.6	3.2	4.9	3.7	3.2	2.5	3.3	3.4	4.1	3.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-319	114	-1,011	-228	93	1,054	1,642	1,124	-1,602	-1,212	-864	-959	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.2	-1.1	-1.3	-1.7	-0.9	-0.6	-0.8	-0.1	-0.1	-0.4	-0.4	-0.6	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-384	-231	-629	639	526	485	-142	539	-47	-747	-91	87	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14903	13765	12356	13323	13791	15439	14447	13939	14275	13977	12764	15059	-
Eksport (% r/r)	4.3	3.8	9.8	4.4	10.9	14.3	8.5	7.8	10.4	3.5	8.6	4.1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	15287	13996	12985	12684	13265	14954	14589	13400	14322	14724	12855	14972	-
Import (% r/r)	7.0	6.5	13.1	-2.1	3.9	8.7	7.8	0.3	9.2	5.8	6.7	5.8	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.7	8.4	8.2	8.6	8.7	8.9	7.2	7.6	8.3	8.6	7.3	7.9	9.1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	7.6	8.0	8.8	8.5	8.7	8.4	7.8	8.3	8.5	8.8	9.1	9.7	9.4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.9	10.4	9.4	10.1	9.7	11.3	9.2	9.3	12.4	11.1	9.3	8.6	10.9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.7	5.4	5.5	7.7	7.1	7.2	6.3	7.7	7.9	7.1	6.6	6.1	6.4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.1	7.5	7.4	5.6	5.6	5.5	3.4	3.7	4.5	5.5	6.6	7.1	8.0
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	2.07	2.01	2.06	2.03	1.91	1.73	1.65	1.67	1.70	1.72	1.72	1.72	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.96	2.06	2.06	2.00	1.81	1.65	1.65	1.68	1.72	1.72	1.72	1.71	1.73
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.68	1.75	1.80	1.61	1.64	1.55	1.66	1.69	1.82	1.65	1.67	1.70	1.56
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.75	1.73	1.77	1.56	1.61	1.60	1.77	1.79	1.98	1.81	1.87	1.79	1.65
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.01	1.98	2.15	1.68	1.89	1.94	2.23	2.46	2.74	2.49	2.51	2.39	2.09
EUR/PLN (koniec okresu)	4.20	4.18	4.29	4.19	4.15	4.07	4.04	4.12	4.19	4.15	4.23	4.24	4.26
USD/PLN (koniec okresu)	3.35	3.36	3.54	3.71	3.70	3.79	3.61	3.76	3.76	3.76	3.77	3.80	3.85
EUR/USD (koniec okresu)	1.25	1.25	1.21	1.13	1.12	1.07	1.12	1.10	1.11	1.10	1.12	1.12	1.10
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	27.3	24.8	29.0	0.6	11.3	16.7	16.7	19.6	26.2	26.6	25.9	31.1	34.5
Def. budżetowy kum. (% planu)	57.4%	52.1%	61.0%	1.3%	24.6%	36.2%	36.2%	42.6%	57.0%	57.7%	56.1%	67.6%	75.0%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	500	524	546	461	461
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)								
PKB per capita (USD)								
Populacja (mln)	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4
Stopa bezrobocia (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	9,9	10,9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,6	3,3	3,5	3,3
Inwestycje (% r/r)	-12,7	9,7	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	3,8
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	3,1	2,9	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	5,6	4,7
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	4,7	5,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	0,1	1,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	1,3
Płace nominalne (% r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,7	4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	3,66	1,68	1,39
Rentowność obligacji 10-letnich	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	2,60	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	4,05	4,01
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,85	4,06
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,24	4,07
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,19	4,12
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-2,7	-7,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,6	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	1,9	-3,3
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	185,1	186,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	183,2	189,8
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	9,3	9,6
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,9	-14,0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-3,4	-8,1	-10,0	-11,0
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1	94,1
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-3,3	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,5	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	51,6	53,3	47,9	49,8	50,7

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,5	3,3	3,7	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	1,3	2,8	2,8	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-0,6	-1,7	-2,0	-2,3	-3,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,00	2,00	3,00	3,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	4,05	4,01	3,77	3,47	3,21
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,85	4,06	3,87	3,58	3,23
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,24	4,07	4,00	3,96	3,93
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,19	4,12	4,02	3,98	3,94

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do 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. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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.