

## CitiWeekly

### Ostatnie odliczanie

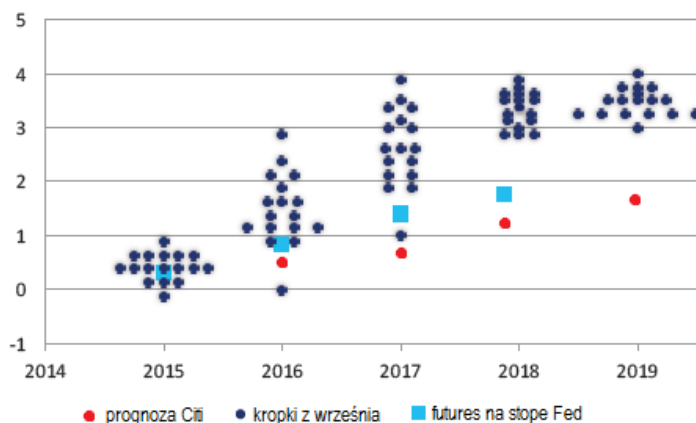
- Kluczowym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Fed, na którym najprawdopodobniej zapadnie decyzja o podwyżce stóp procentowych z utrzymującego się od siedmiu lat rekordowo niskiego poziomu. Zdaniem ekonomistów Citi kolejne podwyżki będą następowały stopniowo (dwie kolejne w 2016 r.)
- Oczekiwania na decyzję Fed miały negatywny wpływ na waluty gospodarek wschodzących, w tym także na złotego. Jednak na tle innych walut złoty stracił niewiele w stosunku do euro. Biorąc pod uwagę, że EBC złagodził politykę pieniężną w mniejszym stopniu niż zakładał konsensus rynkowy, naszym zdaniem parasol ochronny dla walut regionu przed podwyżką stóp Fed będzie odpowiednio mniejszy. Co więcej, rośnie też prawdopodobieństwo gorszego zachowania złotego i obligacji względem forinta i węgierskich obligacji ze względu na przeciwny kierunek zmian polityki gospodarczej na Węgrzech i w Polsce.
- W tym tygodniu poznamy także praktycznie wszystkie istotne dane makroekonomiczne zaplanowane na grudzień. Spodziewamy się większej niż rynek poprawy w bilansie obrotów bieżących oraz wyższego od konsensusu wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw, produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Produkcja była naszym zdaniem częściowo wspierana przez wyższą liczbę dni roboczych, a dosyć wysoki PMI jak i słaby złoty powinny wspierać produkcję w kolejnych miesiącach. Z kolei pozytywne ankiety z rynku pracy i wzrost zaufania konsumentów będą sprzyjać konsumpcji.
- Poznamy także dane o inflacji za listopad. Według wstępnego szacunku GUS inflacja wzrosła do -0,5%, a widzimy ryzyko po stronie głębszej deflacji z uwagi na oczekiwany niewielki wzrost cen żywności.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

|         | €/zł | \$/zł | £/zł | €/§  | NBP  | EBC  | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|---------|------|-------|------|------|------|------|----------|----------|----------------|
| I KW 16 | 4,19 | 4,07  | 6,07 | 1,03 | 1,25 | 0,05 | 1,32     | 0,20     | 2,20           |
| I KW 17 | 4,05 | 3,95  | 5,87 | 1,02 | 1,25 | 0,05 | 1,66     | 0,50     | 2,33           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 30.11.2015 r.

Wykres 2. Fed prawdopodobnie podwyższy stopy procentowe, ale obniży prognozowaną przyszłą ścieżkę stóp



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy, prognoza Citi oznacza średni poziom stóp w danym roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

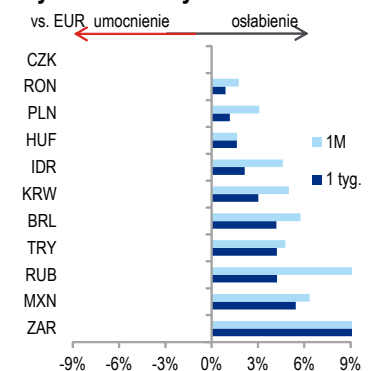
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 11.12.2015 r.  
Źródło: Reuters.

#### Spis treści

|                        | Nr str. |
|------------------------|---------|
| - Podsumowanie         | 1       |
| - Kalendarz publikacji | 2       |
| - Zapowiedź tygodnia   | 3       |
| - Tabela z prognozami  | 7       |

## Kalendarz publikacji

| Godz. publikacji           | Kraj | Informacja                    | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|----------------------------|------|-------------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>14 gru PONIEDZIAŁEK</b> |      |                               |           |       |               |                   |                    |
| 11:00                      | EA   | Produkcja przemysłowa         | % r/r     | X     | 0,2           | 0,3               | 1,7                |
| 14:00                      | PL   | Saldo obrotów bieżących       | mln EUR   | X     | -440          | -660,0            | -959,0             |
| 14:00                      | PL   | Eksport                       | mln EUR   | X     | 15097         | 15383             | 15059              |
| 14:00                      | PL   | Import                        | mln EUR   | X     | 15002         | 15634             | 14972              |
| <b>15 gru WTOREK</b>       |      |                               |           |       |               |                   |                    |
| 11:00                      | DE   | Indeks ZEW                    | pkt       | XI    | --            | 15,0              | 10,4               |
| 14:00                      | PL   | Inflacja                      | % r/r     | XI    | -0,5          | -0,5              | -0,7               |
| 14:30                      | USA  | CPI                           | % m/m     | XI    | --            | --                | 0,2                |
| 14:30                      | USA  | Indeks Empire State           | pkt       | XII   | --            | -6,0              | -10,7              |
| <b>16 gru ŚRODA</b>        |      |                               |           |       |               |                   |                    |
| 09:55                      | EA   | Wstępny PMI dla przemysłu     | % r/r     | XII   | --            | 52,8              | 52,8               |
| 09:55                      | EA   | Wstępny PMI dla usług         | % r/r     | XII   | --            | 54,1              | 54,6               |
| 11:00                      | EA   | CPI                           | % r/r     | XI    | --            | 0,1               | 0,1                |
| 14:00                      | PL   | Zatrudnienie                  | % r/r     | XI    | 1,0           | 1,1               | 1,1                |
| 14:00                      | PL   | Place                         | % r/r     | XI    | 4,4           | 3,9               | 3,3                |
| 14:00                      | PL   | Inflacja netto                | % r/r     | XI    | 0,4           | 0,3               | 0,3                |
| 14:30                      | USA  | Rozpoczęta budowa domów       | % m/m     | XI    | --            | 1,1               | 1,06               |
| 14:30                      | USA  | Wydane pozwolenia na budowę   | % m/m     | XI    | --            | 1,15              | 1,15               |
| 15:15                      | USA  | Produkcja przemysłowa         | % r/r     | XI    | --            | -0,1              | -0,2               |
| 20:00                      | USA  | Decyzja Fed                   | %         | XII   | 0,38          | 0,38              | 0,13               |
| <b>17 gru CZWARTEK</b>     |      |                               |           |       |               |                   |                    |
| 10:00                      | DE   | Indeks Ifo                    | pkt       | XII   |               | 109,1             | 109,0              |
| 14:00                      | PL   | Produkcja przemysłowa         | % r/r     | XI    | 6,8           | 5,8               | 2,4                |
| 14:00                      | PL   | Produkcja budowlana           | % r/r     | XI    | -4,2          | -3,8              | -5,2               |
| 14:00                      | PL   | PPI                           | % r/r     | XI    | -1,8          | -2,0              | -2,3               |
| 14:00                      | PL   | Sprzedaż detaliczna           | % r/r     | XI    | 3,0           | 2,2               | 0,8                |
| 14:00                      | PL   | Sprzedaż detaliczna (realnie) | % r/r     | XI    | 5,4           | 4,6               | 3,6                |
| 14:30                      | USA  | Liczba nowych bezrobotnych    | tys.      | tyg.  | --            | 275               | 282                |
| 14:30                      | USA  | Indeks Philly Fed             | pkt       | XI    | --            | 1,9               | 1,9                |
| 16:00                      | USA  | Wskaźniki wyprzedzające       | %         | XI    | --            | 0,1               | 0,6                |
| <b>18 gru PIĄTEK</b>       |      |                               |           |       |               |                   |                    |
| 15:45                      | USA  | PMI dla usług                 | pkt       | XII   | --            | 56,1              | 56,5               |

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

## Zapowiedź tygodnia

### Podwyżka Fed przy mniejszej ochronie EBC

**Ryzyko negatywnej reakcji złotego na podwyżkę stopy procentowej przez Fed jest większe niż wcześniej zakładaliśmy.** Dotychczas w naszym bazowym scenariuszu zakładaliśmy, że rozszerzenie programu skupu aktywów przez EBC będzie chroniło złotego przed ewentualnym negatywnym wpływem zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed. Jednak decyzja EBC z grudnia była rozczarowująca co do skali obniżki stopy depozytowej oraz braku zwiększenia kwoty skupowanych miesięcznie aktywów. To odbiło się negatywnie na wycenie aktywów rynków wschodzących, w tym na złotym oraz polskich obligacjach. Choć analitycy Citi wciąż oczekują, że EBC obniży stopę depozytową z obecnych -0,3% do -0,75% w 2016 r. oraz powiększy skalę skupu aktywów o 15 mld EUR miesięcznie (z obecnych 60 mld EUR), to dopóki ten scenariusz się nie zrealizuje polskie aktywa będą bardziej podatne na potencjalne czynniki ryzyka, w tym podwyżki stóp przez Fed, ale także podwyższenie deficytu fiskalnego.

**Złoty traci najbardziej w regionie, ale mniej niż wiele innych walut gospodarek wschodzących.** W ostatnich dniach jak i w ciągu minionego miesiąca złoty tracił na wartości. W dużym stopniu wynikało to z negatywnej reakcji na decyzję EBC, jednak jednocześnie reakcja wielu innych walut gospodarek wschodzących była znacznie większa, szczególnie w przypadku gospodarek, które borykają się obecnie z poważnymi problemami gospodarczymi, np. RPA. Podobnie w przypadku rynku długu, wzrost rentowności obligacji w Polsce był zgodny z ruchem długoterminowych stóp rynkowych w wielu gospodarkach rozwijających się, przy czym był nieco większy niż wzrost rentowności węgierskich i rumuńskich, ale jednocześnie znacznie mniejszy niż w przypadku Turcji i RPA. Warto przy tym zaznaczyć, że rentowności polskich obligacji 10-letnich jak i poziomy asset swapów i stawki CDS (mierzące ryzyko kredytowe) wciąż są wyraźnie niższe niż na Węgrzech i Rumunii. Jednocześnie zmienność kursu złotego utrzymuje się na niskim poziomie, zbliżonym do poziomu zmienności forinta wobec euro.

**Kierunek zmian w polityce makroekonomicznej Węgier i Polski jest przeciwny, co stwarza przestrzeń do osłabiania złotego wobec forinta oraz zawężania się spreadu kredytowego między obydwojema krajami na niekorzyść polskich aktywów.** Choć obecnie polska gospodarka jest wyjątkowo zrównoważona, wzrost gospodarczy jest wysoki, a poziom ryzyka kredytowego znacznie niższy niż w przypadku Węgier, to obecnie zmiany w Polsce i na Węgrzech idą w przeciwnych kierunkach. Węgry generują nadwyżki pierwotne w budżecie, co pozwala na zmniejszanie wciąż wysokiego zadłużenia zagranicznego, a jednocześnie zmniejszane są wysokie obciążenia podatkowe wobec wybranych sektorów gospodarki. Poza tym podatki sektorowe na Węgrzech były wprowadzane przed kilkoma laty w trudnej sytuacji makroekonomicznej, i zostały wykorzystane do ograniczenia deficytu fiskalnego. Tymczasem w Polsce środki z podatków sektorowych mają zostać wydane na bieżącą konsumpcję zamiast ograniczenia deficytu. Co więcej, rozluźnienie fiskalne w kraju następuje w momencie silnego ożywienia gospodarczego. Dostrzegamy także ryzyko, że werbalny sceptycyzm w stosunku do kapitału zagranicznego może osłabiać klimat do napływu bezpośrednich inwestycji

zagranicznych do Polski. Czynnikiem chroniącym złotego może być głównie wyższy niż w strefie euro, a także niż na Węgrzech wzrost gospodarczy. Uważamy jednak, że będzie on miał mniej korzystną strukturę i będzie osiągnięty przy wyższym deficycie fiskalnym niż wcześniej planowano.

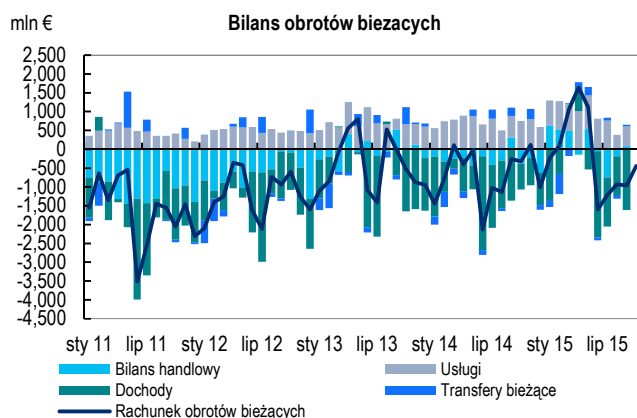
## Fed

Analitycy Citi oczekują, że Fed podwyższy stopy procentowe o 25 pb, a kolejne podwyżki stóp będą stopniowe. Od poprzedniego posiedzenia FOMC opublikowano dwa raporty z rynku pracy, które pokazały średni wzrost zatrudnienia poza rolnictwem aż o ok. 255 tys. Prezes Fed Janet Yellen podkreślała w czasie jej ostatniego wystąpienia przed Kongresem, że każdy wynik powyżej 100 tys. oznacza poprawę rynku pracy. Rynek oczekuje tzw. „gołębiej” podwyżki stóp procentowych, czyli sugestii, że kolejne podwyżki będą następowały powoli. Zdaniem ekonomistów Citi Fed podwyższy stopy dwukrotnie w przyszłym roku.

## Bilans płatniczy

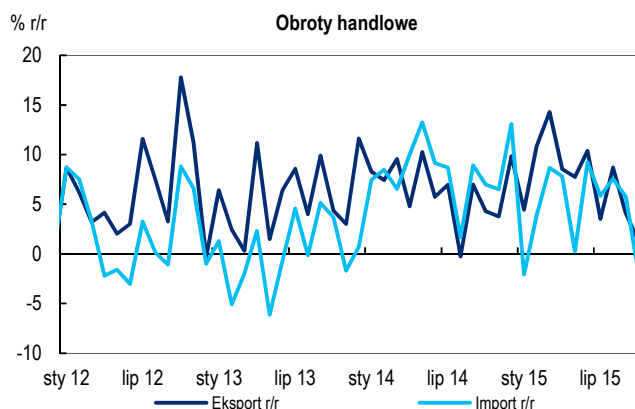
**Oczekujemy spadku deficytu obrotów bieżących w październiku do ok. 440 mln EUR z ok. 960 mln EUR.** Dane z GUS o obrotach handlowych pokazały znacznie głębsze spowolnienie importu niż eksportu niż wcześniej zakładaliśmy oraz w rezultacie znaczny wzrost salda obrotów w handlu i usługach. Jednocześnie, oczekujemy poprawy na rachunku usług i dochodów pierwotnych. Pomimo pewnej poprawy deficyt na rachunku dochodów pierwotnych pozostanie wysoki za sprawą wciąż dużych płatności dywidend i odsetek przy niskim napływie środków z UE. Deficyt skumulowany za 12-miesięcy najprawdopodobniej wzrósł do 0,7% PKB z 0,6% we wrześniu i oczekujemy, że pozostanie blisko tego poziomu do końca roku.

Wykres 3. Oczekujemy spadku deficytu obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. ... przy głębszym spowolnieniu importu niż eksportu



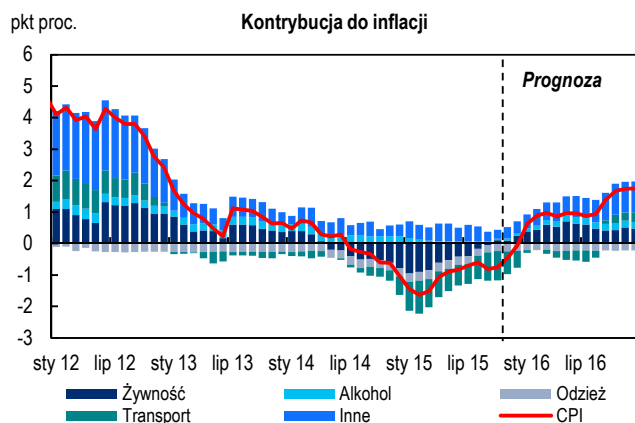
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

## Inflacja

**Zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS inflacja wzrosła w listopadzie do -0,5% r/r z -0,7%.** Dostrzegamy ryzyko w dół dla szacunku GUS biorąc pod uwagę dane o cenach żywności Ministerstwa Rolnictwa. Prognoza uwzględnia wzrost cen paliw wobec spadku w listopadzie poprzedniego

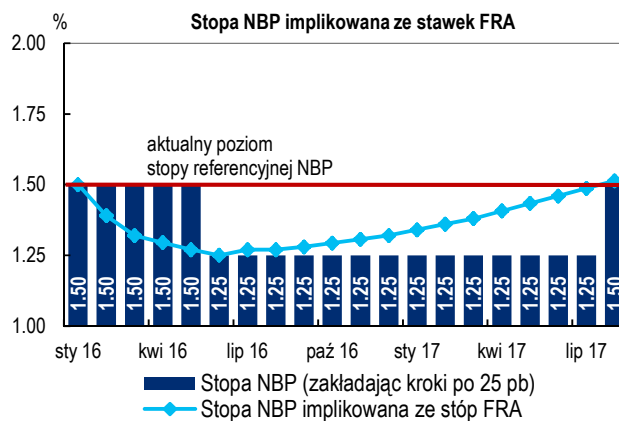
roku i niewielkie zmiany w większości pozostałych kategorii. Naszym zdaniem inflacja wzrośnie do ok. -0,1%-0% w grudniu, ok. 0,9% w I kw. oraz 1,8% na koniec roku.

**Wykres 5. Dostrzegamy ryzyko w dół dla wstępnego szacunku inflacji GUS za październik na poziomie -0,5%**



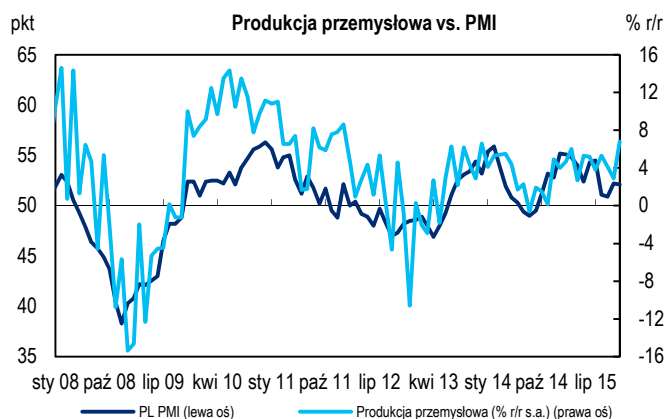
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

**Wykres 6. Rynek FRA wciąż wycenia jedną obniżkę stóp**



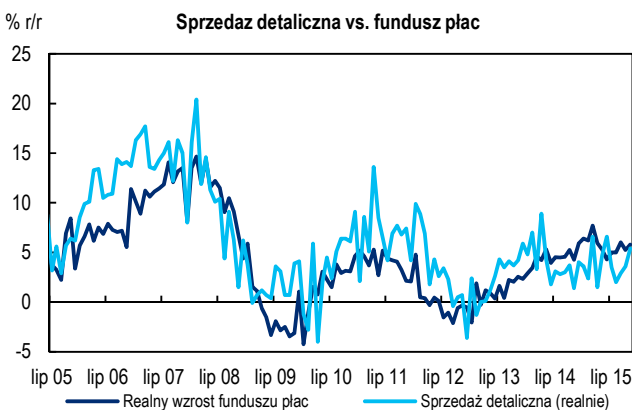
Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

**Wykres 7. Produkcja przemysłowa najprawdopodobniej wyraźnie przyspieszyła, częściowo za sprawą większej liczby dni roboczych**



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

**Wykres 8. Dobre dane z rynku pracy sprzyjają sprzedaży detalicznej**



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

## Rynek pracy

**Wzrost płac prawdopodobnie przyspieszył w listopadzie do 4,4% r/r z 3,3% w październiku.** Po korzystnym wpływie liczby dni roboczych ta prognoza uwzględnia kontynuację stopniowej poprawy na rynku pracy. Ankiety dotyczące sytuacji na rynku pracy (w tym Manpower) pokazują, że firmy są bardziej skonne do zatrudniania pracowników i planują podwyżki płac w najbliższych miesiącach. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się wzrostu zatrudnienia na poziomie 1% r/r.

## Produkcja

**Po przejściowym spowolnieniu w październiku wzrost produkcji najprawdopodobniej przyspieszył w listopadzie do 6,8% r/r.** Najnowsze dane o nastrojach przedsiębiorstw z Polski i strefy euro sugerują, że aktywność w przemyśle będzie podążać za trendem z minionych miesięcy. Słaby złoty najprawdopodobniej będzie miał korzystny wpływ na wzrost eksportu, choć to może się zmaterializować dopiero w 2016 r. Tymczasem

wzrost produkcji budowlanej najprawdopodobniej ponownie odnotował znaczny spadek (-4,2%).

### **Sprzedaż detaliczna**

**Poprawa nastrojów konsumentów w ostatnich miesiącach dobrze wróży danym o sprzedaży detalicznej za listopad oraz w kolejnych miesiącach.** Zgodnie z naszą prognozą sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym (skorygowana o deflację) wzrosła o 5,4% r/r w poprzednim miesiącu. Mocne dane z rynku pracy, rosnący fundusz płac i wyższa liczba dni roboczych powinny pomóc utrzymać wydatki konsumentów na stosunkowo wysokim poziomie. Oczekujemy, że ten trend utrzyma się w kolejnych miesiącach, ale jednocześnie spodziewamy się znacznego przyspieszenia konsumpcji w II połowie 2016 r. za sprawą wypłaty dodatków na dzieci (program 500+).

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                            | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015P  | 2016P  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 439    | 477    | 525    | 500    | 524    | 546    | 461    | 461    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1,362  | 1,437  | 1,554  | 1,629  | 1,656  | 1,719  | 1,775  | 1,872  |
| PKB per capita (USD)                       | 11,508 | 12,382 | 13,626 | 12,983 | 13,615 | 14,197 | 12,012 | 12,007 |
| 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    | 9.0    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 2.6    | 3.7    | 5.0    | 1.6    | 1.3    | 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    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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    |
| Place 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   |
| WIBOR1M, (% koniec okresu)                 | 4.27   | 3.95   | 4.99   | 4.11   | 2.71   | 3.66   | 1.70   | 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   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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 publicz.  | -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.

## Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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 r. 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) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może 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.*

*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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.*