

Komentarz Specjalny

Za linią frontu

- W niniejszym raporcie przyglądamy się odporności polskiej gospodarki na szoki związane z wojną handlową.
- **Dywersyfikacja** - Naszym zdaniem czynnikiem częściowo wyjaśniającym niezłe osiągnięcia polskiego przemysłu jest znaczny wzrost eksportu na inne (niż niemiecki) rynki. W szczególności dynamicznie rośnie eksport do Stanów Zjednoczonych oraz Chin. Polska i Chiny są krajami o wysokim stopniu podobieństwa eksportu, co może być zarówno szansą jak i zagrożeniem w sytuacji narastania konfliktów handlowych.
- **Cła na samochody** - Nasz bazowy scenariusz zakłada wejście w życie amerykańskich ciał na samochody i części samochodowe produkowane w UE. Szacujemy jednak, że wpływ ciał na wzrost gospodarczy w Polsce będzie znikomy (poniżej 0,1% PKB).
- **Eskalacja wojen handlowych** – W przypadku znacznego nasilenia konfliktów handlowych coraz bardziej prawdopodobny staje się scenariusz głębokiego globalnego spowolnienia. Nasze modelowe symulacje sugerują, że wzrost w 2020 roku mógłby być o 0,7 pkt. proc. niższy niż w scenariuszu bazowym.
- Polska dysponuje przestrzenią fiskalną, która mogłaby zostać wykorzystana w przypadku realizacji negatywnego scenariusza wzrostu. Biorąc to od uwagę zakładamy, że nawet w przypadku głębokiego globalnego spowolnienia ubytek we wzroście PKB w kraju byłby niższy niż sugerują symulacje modelowe.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

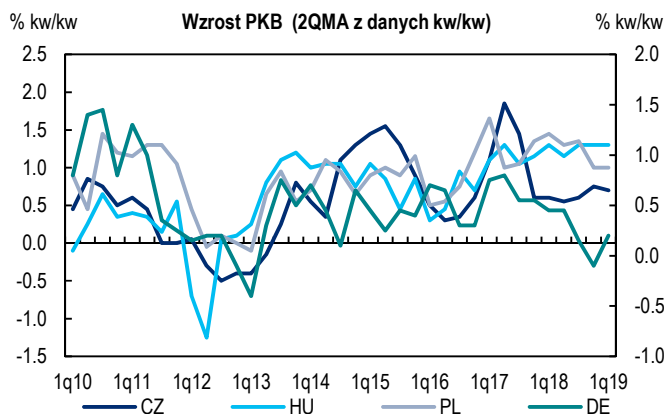
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Za linią frontu

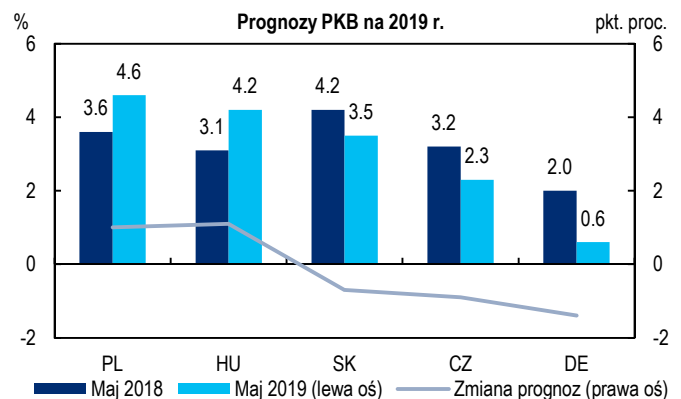
Wojna handlowa między Stanami Zjednoczonymi i Chinami weszła w kolejną fazę, co jednak nie zapowiada nic dobrego dla relacji handlowych między Stanami i Unią Europejską. Jedną z konsekwencji utrzymującej się niepewności jest niskie tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech i strefie euro. Mimo to dotychczas Polska, podobnie jak inne kraje regionu, okazywała się wyjątkowo odporna na spowolnienie Europy Zachodniej. Od kilku kwartałów krajowe dane zaskakują pozytywnie, co ma odzwierciedlenie w tym, jak ewoluowały nasze prognozy PKB. Wbrew obawom o przyszłe tempo wzrostu w Niemczech przewidywania dotyczące wzrostu w kraju są teraz bardziej optymistyczne niż wcześniej zakładaliśmy (wykres 2). Podobne rewizje w górę dotyczyły także Węgier, a w przypadku Czech prognozy, choć zrewidowane w dół, pozostają relatywnie wysokie.

Wykres 1. Kraje Europy Środkowej wydają się wyjątkowo odporne na niemieckie spowolnienie



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 2. Prognozy wzrostu dla Polski i Węgier są obecnie wyższe niż zakładaliśmy rok temu

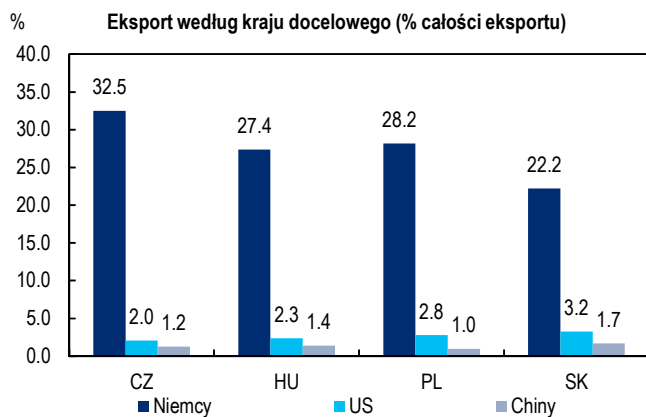


Źródło: Prognozy Citi Research

Rozbieżność między spowolnieniem w Chinach a sytuacją w kraju nie jest dużym zaskoczeniem, gdyż bezpośrednie i pośrednie powiązania handlowe między Polską a krajami azjatyckimi są słabe (wykresy 3-4). Większą niespodzianką jest jednak rozbieżność ścieżki wzrostu między Polską a gospodarką niemiecką, która jest odbiorcą 28% polskiego eksportu oraz 8,3% krajowej wartości dodanej. W ostatnich miesiącach spotkaliśmy się z przynajmniej trzema hipotezami próbującymi wyjaśnić wyjątkową odporność gospodarki: 1) polskie firmy mogą być mniej podatne na szoki zewnętrzne, ponieważ produkują towary wykorzystywane przez branże mniej dotknięte przez wojny celne i spowolnienie w Chinach; 2) niemieckie firmy ograniczają zamówienia importowe, ale te cięcia nie dotyczą akurat zamówień z Europy Środkowej (na przykład dlatego, że produkty z regionu są konkurencyjne cenowo); 3) słabość niemieckiego popytu jest kompensowana przez zwiększenie eksportu na nowe rynki.

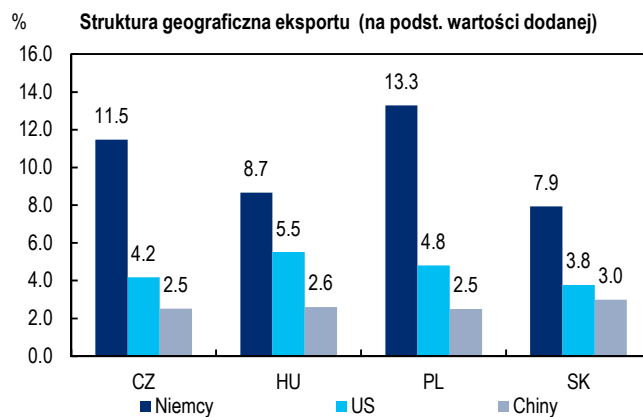
Poniżej przyglądamy się tym trzem tezom i próbujemy je skonfrontować z danymi.

Wykres 3. Niemcy największym partnerem handlowym Polski – trafia tam ok. 28% krajowego eksportu...



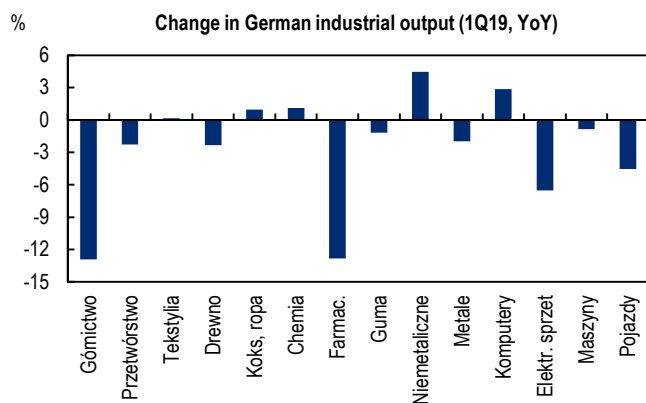
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 4. ... a 13% eksportu zaspokaja popyt finalny Niemiec (nie jest re-eksportowana)



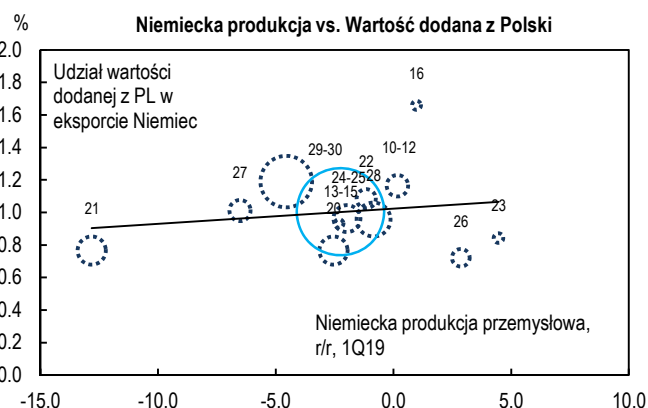
Źródło: OECD TiVA (2015), Citi Handlowy. Uwaga: Dane pokazują wartość dodaną pochodzącą z krajów CEE wykorzystywaną do zaspokojenia finalnego w Niemczech (wyrażoną jako % wartości dodanej poszczególnych krajów CEE).

Wykres 5. Najbardziej dotknięte działy niemieckiego przemysłu to: produkcja wyrobów farmaceutycznych, pojazdów, sprzętu elektrycznego



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 6. Korelacja między wynikami działów niemieckiego przemysłu a udziałem polskiej wartości dodanej w ich eksporcie jest praktycznie nieodróżnialna od zera



Źródło: Eurostat, OECD, Citi Handlowy. Uwaga: Rozmiar koł odzwierciedla udział poszczególnych działów w wartości dodanej z Polski wykorzystywanej w niemieckim eksporcie.

1) Wyjątkowy mix produktów?

Teoretycznie nie można wykluczyć, że polskie produkty są „wyjątkowe” w tym sensie, że pochodzą z działów przemysłu, które są słabiej dotknięte przez szoki zewnętrzne. Jeżeli na przykład spowolnienie w Chinach prowadzi do spowolnienia w niektórych działach niemieckiej gospodarki, to wpływ na kraje Europy Środkowej (CEE) zależy od tego, jak dużą rolę odgrywają one w łańcuchach dostaw tych konkretnych działów.

W ciągu ostatnich 6-9 miesięcy w Niemczech najbardziej ucierpiała produkcja firm wytwarzających farmaceutyki, sprzęt elektryczny, pojazdy oraz w przetwórstwie metali. Za tymi wynikami stały różne czynniki (spowolnienie w Chinach, regulacje środowiskowe dotyczące sektora motoryzacyjnego lub niski poziom wody w Renie), jednak w tym przypadku pochodzenie szoku ma drugorzędne znaczenie. Dla zweryfikowania tezy o „wyjątkowości” polskiej produkcji konieczne jest sprawdzenie, czy niemieckie działy przemysłu o największych spadkach produkcji to

jednocześnie te same działy, które są relatywnie mniej uzależnione od produktów i materiałów pochodzących z Polski. Jeżeli ta korelacja między wynikami produkcji i uzależnieniem od polskiej wartości dodanej jest rzeczywiście dodatnia, może to przemawiać na korzyść tezy o „wyjątkowości” polskich produktów.

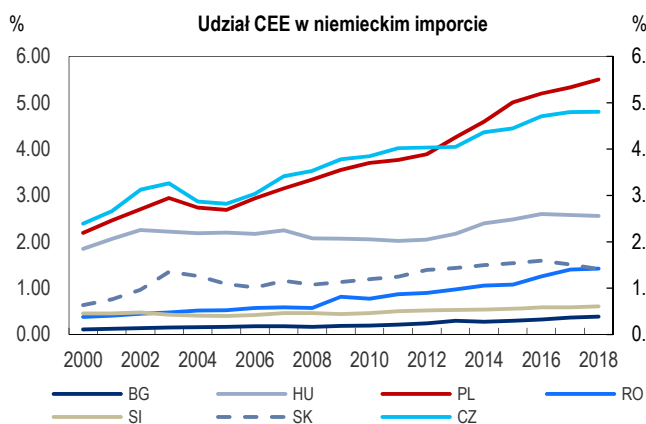
Wykres 6 zestawia ze sobą dynamikę zmian produkcji w poszczególnych niemieckich branżach oraz ich uzależnienie od produkcji z Europy Środkowej (udział wartości dodanej z regionu CEE w eksporcie niemieckich firm). Korelacja dla danych obejmujących cały region CEE jest w tym przypadku lekko ujemna. Polska jest jedynym krajem w regionie, gdzie można mówić o lekko pozytywnej korelacji, ale tak niskiej, że trudno na tej podstawie budować daleko idące wnioski (wykres 6).

Do podobnych wniosków skłania analiza danych w ujęciu geograficznym, a nie sektorowym. Słaby popyt z Chin jest jednym z najważniejszych czynników wpływających na osłabienie produkcji w Niemczech. Niemniej udział polskiej wartości dodanej w niemieckim eksporcie do Chin wynosi 0,9% i jest nieznacznie wyższy niż 0,8% udział polskiej wartości dodanej w całym eksporcie Niemiec (dla całego regionu wartości te wynoszą odpowiednio 2,1% oraz 1,9%). Dane te sugerują, że polska produkcja jest nawet nieco bardziej wrażliwa na zmiany popytu w Chinach niż na zmiany popytu „globalnego”, choć różnice są niewielkie. W powyższych danych trudno więc znaleźć potwierdzenie dla tezy o korzystnej/wyjątkowej strukturze polskiego eksportu.

2) Niemcy tną zamówienia ze świata, ale nie z Polski?

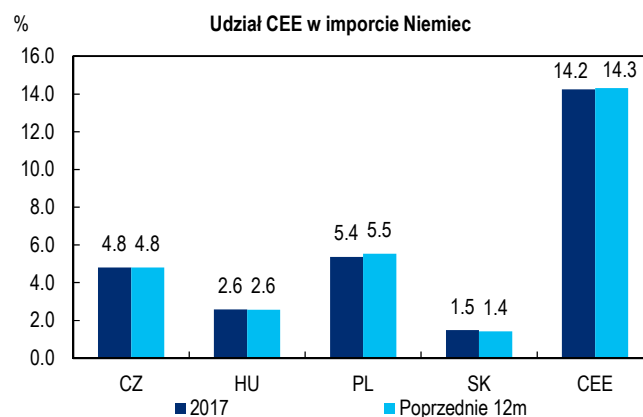
Druga hipoteza zakłada, że niemieckie firmy ograniczają zamówienia z większości rynków, ale jednocześnie podtrzymują zamówienia z Polski. Jeżeli jest to prawda, powinno to mieć odbicie w strukturze importu Niemiec. Najbardziej widocznym efektem powinien być wzrost udziału importu z Polski i ewentualnie krajów regionu w całym imporcie Niemiec.

Wykres 7. Przez lata udział Polski w niemieckim imporcie znacznie się zwiększył...



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 8. ... jednak w ostatnich miesiącach, gdy polska gospodarka wykazywała się wyjątkową odpornością, udział ten praktycznie się nie zmienił



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

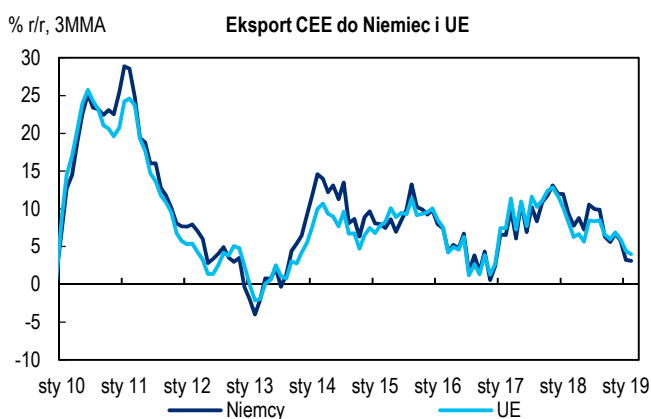
Rola krajów Europy Środkowej jako źródła zaopatrzenia dla niemieckich firm rzeczywiście wzrosła w ostatnich latach. Obecnie 14,3% niemieckiego importu pochodzi z krajów regionu, wyraźnie więcej niż 10% w 2008 roku oraz 9,1% w roku rozszerzenia UE. Największy wzrost odnotowano w przypadku Polski, skąd pochodzi około 5,5% niemieckiego importu (wykresy 7-8).

Chociaż wzrost znaczenia importu z Europy Środkowej był ewidentny w ostatnich latach, nie ma dowodów na to, że trend ten nasilił się w ciągu ostatnich miesięcy (a więc w okresie gdy polska gospodarka wykazywała się wyjątkową odpornością). W przypadku Polski wzrost udziału w niemieckim imporcie wyniósł zaledwie 0,1 pp w porównaniu z 2017 rokiem (wykres 8). Jeżeli cokolwiek można powiedzieć o tych danych, to raczej sugerują one, że dotychczasowe tempo, w jakim zwiększał się udział w niemieckim rynku, nieznacznie wyhamowało. Obserwacja ta zaprzecza więc tezie zgodnie z którą odporność polskiej produkcji to zasługa zdobywania przez firmy większej części zamówień z Niemiec.

3) Przekierowanie eksportu na nowe rynki

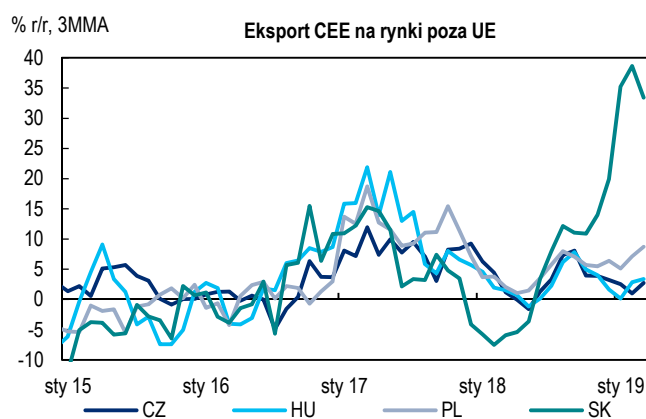
Trzecim potencjalnym wyjaśnieniem niezłych wyników polskiej produkcji jest wzrost eksportu na inne rynki. Spośród trzech rozważanych tez ta właśnie znajduje najbardziej przekonujące wsparcie w danych. Eksport z Polski do krajów UE wyraźnie wyhamował do około 3% r/r (w ujęciu 3MMA), wobec niemal 10% jeszcze w sierpniu 2018 r. Ten trend odzwierciedla głównie spowolnienie w eksporcie do Niemiec. Jednocześnie ze spowolnieniem eksportu do krajów UE odnotowano wyraźne przyspieszenie eksportu do krajów spoza Unii – w przypadku Polski do 8,7% r/r (wobec 1% w kwietniu 2018). Podobne tendencje dotyczyły zresztą innych krajów regionu.

Wykres 9. Spowolnienie eksportu do UE to w znacznym stopniu efekt słabego popytu z Niemiec



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 10. . Eksport do krajów poza UE przyspieszył w ostatnich miesiącach



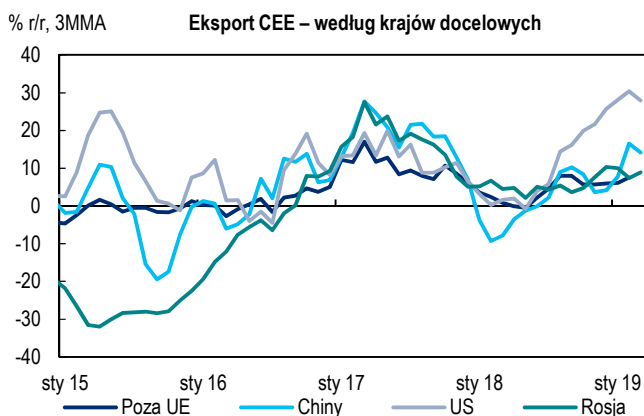
Źródło: Haver, Citi Handlowy

Na uwagę zasługuje fakt, że bardzo wyraźne wzrosty eksportu odnotowano w przypadku rynku amerykańskiego i chińskiego. W skali całej Europy Środkowej wzrost sprzedaży na te dwa rynki pomógł w niemal czterdziestu procentach zrekomensować spowolnienie w handlu z Niemcami. Na podstawie tych danych trudno dostrzec oznaki negatywnego wpływu wojen handlowych na eksport Polski do Chin lub Stanów. Wydaje się wręcz, że

polskie firmy wykorzystują obecną sytuację i sprzedają więcej na rynek amerykański, próbując zastąpić na nim obłożone cłami produkty chińskie.

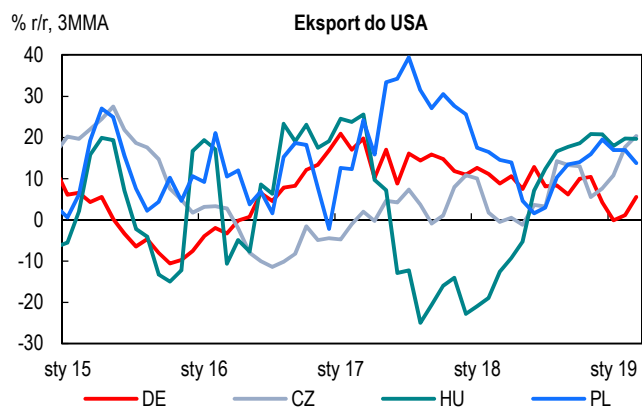
Jest tu jednak pewien „haczyk”. Z jednej strony zwiększanie sprzedaży na inne (niż niemiecki) rynki pozwala podtrzymać wysokie tempo wzrostu gospodarczego w kraju. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę perspektywę narastających napięć handlowych na linii Stany Zjednoczone-UE, poleganie na silnym wzroście eksportu do Stanów Zjednoczonych może nie być skuteczną strategią na dłuższą metę.

Wykres 11 Szczególnie szybko rośnie eksport CEE do Stanów Zjednoczonych i Chin



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 12. Na popycie amerykańskim korzystają kraje CEE, lecz nie Niemcy



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

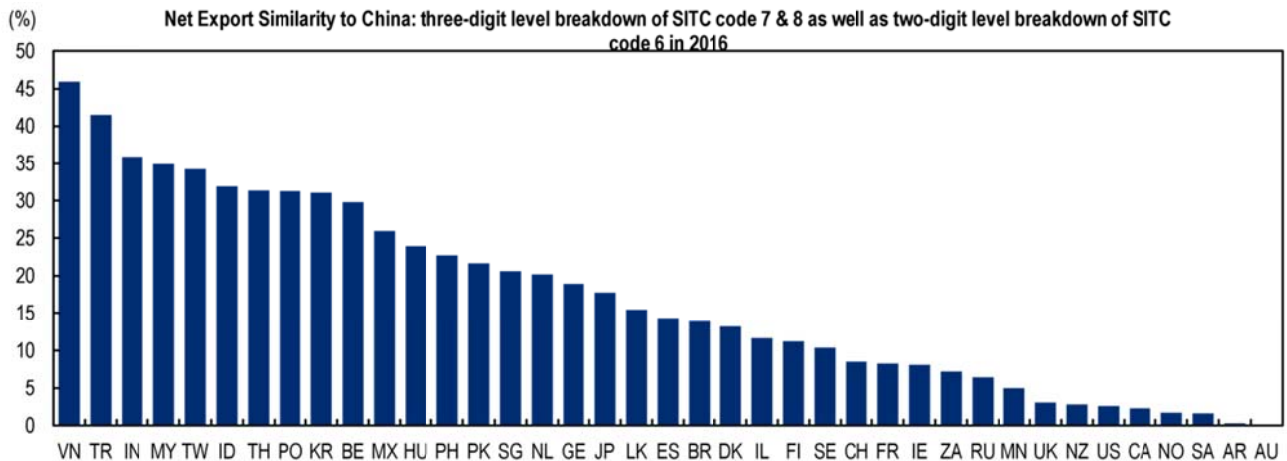
Co oznaczałaby eskalacja wojny handlowej?

Nasilenie konfliktów handlowych między Stanami Zjednoczonymi oraz innymi gospodarkami oznacza, że obecna struktura handlu zagranicznego może w przyszłości ulec istotnej zmianie. Z punktu widzenia Polski najważniejsze znaczenie ma to, że w najbliższych miesiącach może dojść do wzrostu napięć na linii USA-UE. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że Stany wprowadzą cła na samochody oraz części samochodowe pochodzące z UE.

Ponadto, wprowadzenie ceł na chińskie produkty może doprowadzić do przekierowania części eksportu chińskiego na rynki, na których działają firmy z Europy Środkowej. Ten czynnik może mieć szczególne znaczenie dla krajów, których struktura eksportu jest zbliżona do chińskiej, a jak pokazuje wykres 13 takim krajem jest właśnie Polska (z drugiej strony oznacza to również, że Polsce powinno być łatwiej zajmować miejsce pozostawione przez Chiny na amerykańskim rynku). Wreszcie, jeżeli dojdzie do dalszej eskalacji wojen handlowych, nie można wykluczyć znacznie dalej idących konsekwencji. Globalny wzrost gospodarczy oraz nakłady inwestycyjne mogłyby ucierpieć, prowadząc do pogorszenia się sytuacji na rynku pracy, spadku na giełdach i osłabienia konsumpcji. Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe czynniki, poniżej próbujemy dokonać analizy konsekwencji wojny handlowej rozbijając problem na dwie części. Po pierwsze próbujemy ocenić wpływ ceł na samochody i części samochodowe, gdyż jest to nasz bazowy scenariusz. Następnie próbujemy ocenić konsekwencje bardziej ekstremalnego (niebazowego) scenariusza

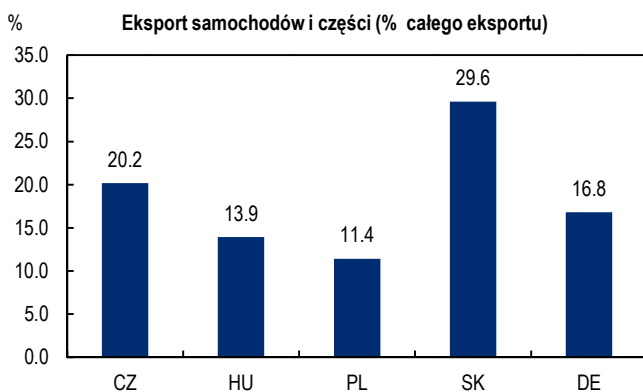
zakładającego głębokie globalne spowolnienie w efekcie narastania konfliktu handlowego.

Wykres 13. Indeks Finger-Kreinin mierzący podobieństwo struktury eksportu do Chin (SITC 6, 7, 8)



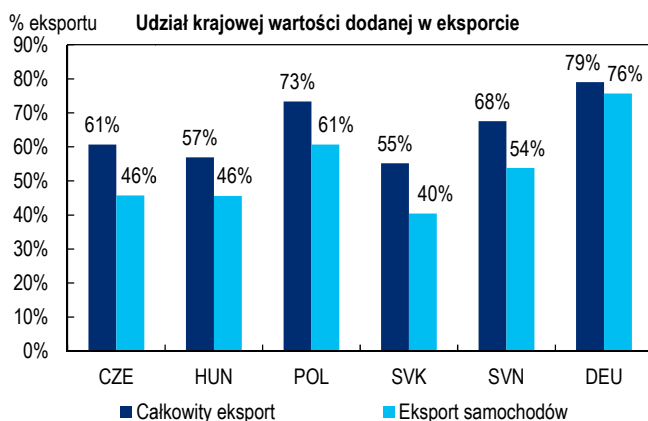
Źródło: UN Comtrade, Citi Research

Wykres 14. Samochody mają znaczny udział w polskim eksporcie...



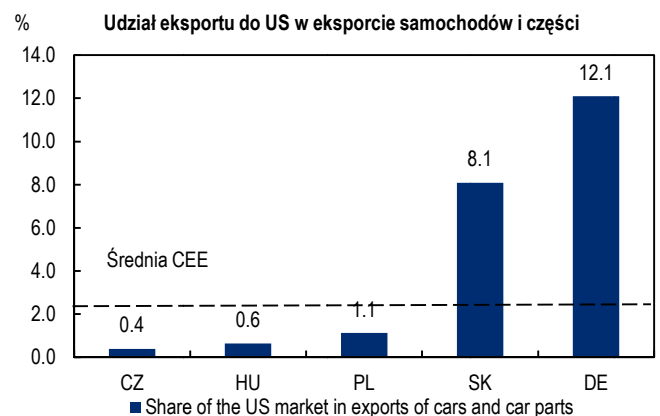
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 16. Krajowa wartość dodana jest w produkcji samochodów niższa niż w całym eksporcie



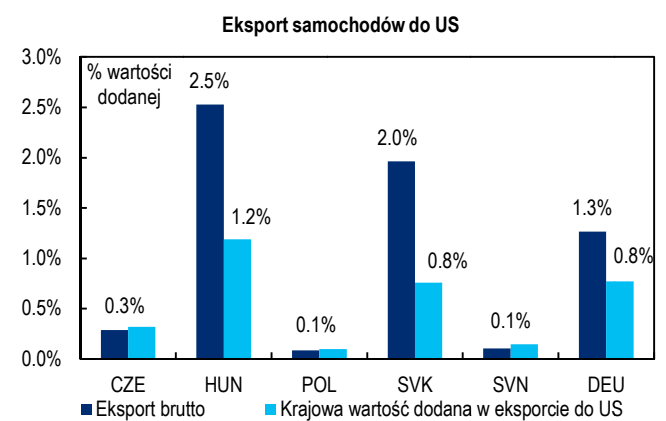
Źródło: OECD, Citi Handlowy

Wykres 15. ...choć akurat do Stanów trafia jego niewielka część



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 17. Dane o wartości dodanej potwierdzają, że ekspozycja Polski na amerykański rynek samochodowy jest znikoma



Źródło: OECD, Citi Handlowy.

Cła na samochody i części samochodowe

Biorąc pod uwagę rozmiary produkcji samochodów i części samochodowych w Europie Środkowej, obawy przed amerykańskimi cłami wydają się zrozumiałe. Eksport samochodów i części to 17% całego eksportu z regionu, a w przypadku Polski ten udział wynosi 11%. Niemniej powyższe liczby w rzeczywistości znacznie przeszacowują wrażliwość regionu na wprowadzenie ceł. Według danych Eurostat, eksport do Stanów Zjednoczonych to zaledwie 2,5% całego eksportu samochodów i części z Europy Środkowej, a dla Polski udział ten wynosi tylko 1,1%.

Z punktu widzenia wpływu ceł na gospodarkę kluczowe znaczenie ma nie tyle sam eksport, co raczej eksport krajowej wartości dodanej. Jeżeli eksportowane z Polski pojazdy w zdecydowanej większości i tak składają się z zagranicznych komponentów, efekt netto ceł będzie niewielki. Ponadto dane o wartości dodanej uwzględniają na przykład sytuację, w której polskie produkty trafiają najpierw do Niemiec, gdzie są dopiero składane w całość i eksportowane do Stanów Zjednoczonych. W tym przypadku dane o eksporcie pokazałyby tylko znaczną sprzedaż do Niemiec, niedoszacowując ekspozycję na rynek amerykański. Z kolei dane o wartości dodanej (i jej pochodzeniu) powinny poprawnie oddać te zależności. Dlatego w naszej analizie większą wagę przywiązujemy do danych o pochodzeniu wartości dodanej, a nie danych o nominalnym eksporcie.

Tabela 1. Cła na samochody i części samochodowe – bezpośredni wpływ na gospodarki Europy Środkowej

	Eksport samochodów i części (% PKB)	Wpływ ceł na eksport (% PKB)	
		Pełne przeniesienie ceł na ceny importu	Przeniesienie 60%
		<i>Na podstawie danych OECD 2015</i>	
Czechy	0,32	-0,10	-0,06
Węgry	1,19	-0,36	-0,21
Polska	0,10	-0,03	-0,02
Słowacja	0,76	-0,23	-0,14
CEE (średnia ważona PKB)	0,36	-0,11	-0,06
Niemcy	0,77	-0,23	-0,14

Źródło: Eurostat, OECD TiVA, szacunki Citi Handlowy

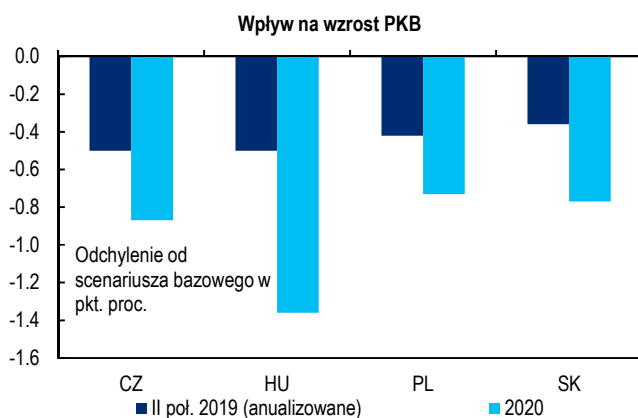
Tabela 1 pokazuje nasze szacunki wpływu 25% ceł na import europejskich samochodów i części. Przyjęliśmy elastyczność cenową importu na poziomie -1,2 oraz dwa warianty reakcji cen – w pierwszym wariantcie zakładamy pełne przeniesienie ceł na ceny samochodów w Stanach, a w drugim (naszym zdaniem bardziej realistycznym) 60% przeniesienie ceł na ceny pojazdów. Według naszych wyliczeń nawet w przypadku pełnego przeniesienia ceł na ceny, koszt byłby bardzo niski dla Polski oraz relatywnie niski dla innych krajów regionu. W takim przypadku ubytek eksportu może wynieść zaledwie 0,02% PKB. Powyższe obliczenia stanowią tylko pierwsze przybliżenie kosztu, podczas gdy pełne konsekwencje mogą być większe, gdyż będą uwzględniać efekty „drugiej rundy” (mniejsze zamówienia z innych sektorów, spowolnienie na rynku pracy). Na podstawie danych dla Czech przypuszczamy jednak, że te dodatkowe koszty mogą zwiększyć szacunki z tabeli 1 o około 40%. W praktyce oznaczałoby to jednak, że ostateczny koszt ceł dla polskiej gospodarki byłby wciąż bardzo niski.

Wojna handlowa na całego

O ile odpowiedź na pytanie o koszty ceł na samochody wydaje się relatywnie łatwa, znacznie trudniej opisać skalę „zniszczeń” w przypadku globalnego spowolnienia wynikającego z wymykającej się spod kontroli wojny handlowej. Na potrzeby obliczeń scenariusz wojny handlowej zdefiniowaliśmy jako: 1) 25% cła na pozostałe produkty chińskie oraz analogiczne retorsje Chin; 2) 25% cła na samochody z Europy oraz Japonii wraz z retorsjami; 3) 5% cło na cały import z Meksyku; 4) 10% spadek indeksów akcji; 5) negatywny wpływ niepewności na inwestycje, obniżający ich ścieżkę o 1,4 pp w ciągu roku. Symulacje dla krajów rozwiniętych oraz EM zostały przeprowadzone przez ekonomistów Citi przy użyciu modelu Oxford Economics. Wyniki wskazują, że w przypadku Polski wzrost PKB w II połowie 2019 roku mógłby zostać obniżony o 0,4 pkt. (wartość zanalizowana) oraz o 0,7 pkt. w 2020 roku (wykres 18). Oznaczałoby to, że w takim scenariuszu przyszłoroczny wzrost gospodarczy w Polsce zapewne utrzymałby się w przedziale 2,5-3% r/r. Najbardziej narażona na szok byłaby produkcja przemysłu samochodowego, chemicznego oraz produkcja metali (tabela 2).

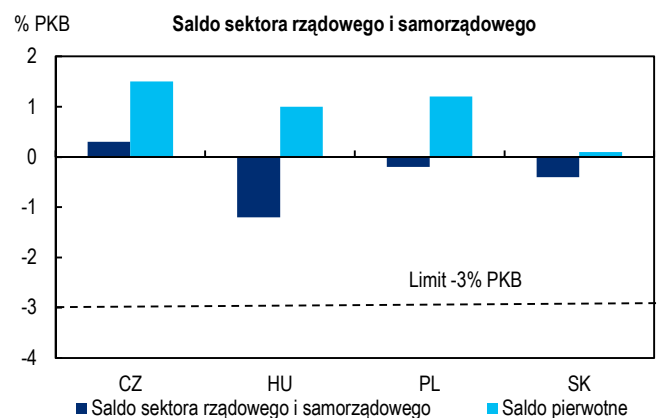
W powyższym scenariuszu globalnego spowolnienia spodziewalibyśmy się w kraju poluzowania polityki gospodarczej. W szczególności polityka fiskalna posiada relatywnie dużą przestrzeń, która mogłaby zostać wykorzystana do pobudzania gospodarki. Nadwyżka pierwotna sektora rządowego i samorządowego może w przyszłym roku wynieść około 1,2% PKB, co pozostawia bardzo dużą przestrzeń do działania (wykres 19). Tym bardziej, że w przypadku globalnego spowolnienia Komisja Europejska ze zrozumieniem spoglądałaby na rozluźnienie polityki budżetowej zarówno w Polsce, jak i innych krajach UE. Biorąc to wszystko pod uwagę zakładamy, że nawet w scenariuszu eskalacji wojny handlowej wzrost gospodarczy w kraju byłby wyższy niż powyższe szacunki sugerują.

Wykres 18. Scenariusz globalnej wojny handlowej – wpływ na prognozy PKB



Źródło: Oxford Economics, Citi Research.

Wykres 19. Polska, podobnie jak inne kraje region, posiada znaczną przestrzeń od poluzowania fiskalnego w przypadku znacznego spowolnienia



Źródło: Prognozy Citi Research

**Tabela 2. Polska - Wartość dodana w popycie finalnym wybranych partnerów handlowych
(% PKB Polski)**

	China	US	UK	DE
Przetwórstwo przem.	0.43	0.75	0.84	2.01
Art. spożywcze	0.02	0.05	0.10	0.21
Wyroby tekstylne, odzież	0.01	0.02	0.03	0.09
Wyroby z drewna, papieru	0.03	0.04	0.07	0.20
Chemia	0.10	0.16	0.19	0.47
Metale i wyroby z metali	0.08	0.12	0.10	0.27
Komputery, elektronika	0.04	0.07	0.10	0.16
Maszyny i urządzenia	0.05	0.05	0.03	0.10
Sprzęt transportowy	0.06	0.15	0.14	0.26
Górnictwo	0.04	0.05	0.04	0.13
Usługi biznesowe	0.48	1.04	1.06	2.81
Transport	0.32	0.59	0.67	1.87
IT, telekomunikacja	0.04	0.11	0.11	0.22
Usługi finansowe	0.02	0.06	0.06	0.13
Pozostałe usługi	0.03	0.08	0.08	0.21
<u>Ogółem</u>	<u>1.06</u>	<u>2.04</u>	<u>2.18</u>	<u>5.64</u>

Źródło: OECD TiVA (2015), szacunki Citi Handlowy

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 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 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, nie stanowi „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 oraz 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, 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 z 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. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakikolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. 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 występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakkolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

Komentarz Specjalny

14/06/2019

w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych 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. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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.
