

# CitiMonthly

## Równanie w dół

Piotr Kalisz, CFA,  
Cezary Chrapek, CFA  
Październik 2019

[www.citihandlowy.pl](http://www.citihandlowy.pl)  
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

The logo for Citi Handlowy, featuring the word "citi" in white lowercase letters with a red arc above the "i", followed by "handlowy" in white lowercase letters, and a registered trademark symbol (®) at the end.

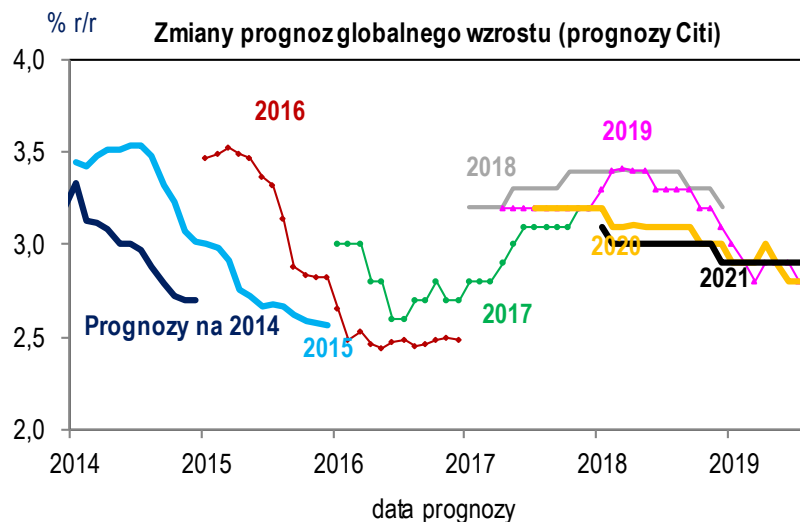
# Podsumowanie

- O ile zaskakująca odporność polskiej gospodarki doprowadziła w II kwartale do rewizji prognoz PKB w górę, o tyle ostatnie dane sprowadzają prognostów na ziemię. Słabe dane o produkcji oraz dane o sprzedaży skłaniają do rewizji przewidywań w dół.
- Obecnie oczekujemy, że wzrost w 2020 roku wyniesie około 3,7% r/r, jednak jego kwartalna ścieżka będzie bardzo nierówna. Początek roku może przynieść około 4% wzrost, podczas gdy końcówka roku może być już bliższa 3%.
- Długo wyczekiwany wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) w pierwszej polskiej sprawie dotyczącej kredytów frankowych nie przyniósł niespodzianek. Z punktu widzenia rynków finansowych i stabilności systemu finansowego kluczowy wniosek sprowadza się do tego, że wyrok TSUE nie oznacza konieczności automatycznego przewalutowania kredytów, a przez to wpływ na rynek walutowy powinien być ograniczony.
- Ryzyko przewalutowania będzie ciążyć nad sektorem bankowym przez lata i może skłaniać najbardziej dotknięte instytucje do ograniczenia akcji kredytowej. Negatywny wpływ powinien być jednak ograniczony przez fakt, że kredyt nie jest obecnie istotnym motorem wzrostu PKB (w przeciwieństwie na przykład do 2007 roku).
- Słabszy wzrost gospodarczy może lekko obniżyć ścieżkę inflacji, jednak wciąż spodziewamy się jej wzrostu powyżej 3,5% na początku 2020 roku. Ponieważ jednak w kolejnych miesiącach inflacja powinna spadać, RPP niezmiennie może spokojnie trwać przy swojej łagodnej retoryce.

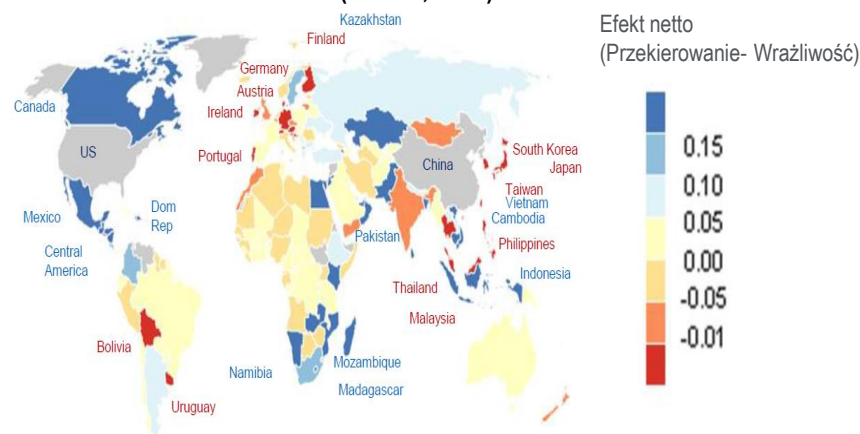
# Prognozy globalne

|                       | PKB  |      |      | CPI  |      |      | Stopy banku centralnego |       |       | Bilans obrotów bieżących |      |      | Deficyt fiskalny* |      |      | Dług* |      |      |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|-------------------------|-------|-------|--------------------------|------|------|-------------------|------|------|-------|------|------|
|                       | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018                    | 2019  | 2020  | 2018                     | 2019 | 2020 | 2018              | 2019 | 2020 | 2018  | 2019 | 2020 |
| Świat                 | 3,2  | 2,7  | 2,7  | 2,7  | 2,4  | 2,5  | 2,68                    | 2,84  | 2,45  | 0,3                      | 0,3  | 0,0  | -2,8              | -2,9 | -3,0 | 84    | 86   | 87   |
| Kraje rozwinięte      | 2,2  | 1,7  | 1,5  | 1,9  | 1,3  | 1,5  | 0,95                    | 1,15  | 0,91  | 0,0                      | 0,0  | -0,1 | -3,1              | -3,0 | -3,1 | 106   | 110  | 111  |
| USA                   | 2,9  | 2,3  | 2,0  | 2,1  | 1,5  | 1,8  | 1,90                    | 2,26  | 1,75  | -2,4                     | -2,4 | -2,5 | -5,7              | -4,7 | -4,9 | 104   | 107  | 108  |
| Japonia               | 0,8  | 1,0  | 0,3  | 1,0  | 0,5  | 0,8  | -0,10                   | -0,10 | -0,10 | 3,6                      | 3,2  | 3,5  | -4,1              | -4,3 | -3,9 | 240   | 241  | 241  |
| strefa euro           | 1,8  | 1,1  | 1,0  | 1,8  | 1,2  | 1,2  | 0,00                    | 0,00  | 0,00  | 2,9                      | 2,9  | 2,7  | -0,5              | -1,1 | -1,2 | 85    | 86   | 85   |
| Niemcy                | 1,5  | 0,5  | 0,5  | 1,9  | 1,4  | 1,2  |                         |       |       | 7,5                      | 7,2  | 6,8  | 1,7               | 0,7  | -0,1 | 62    | 59   | 58   |
| Francja               | 1,7  | 1,3  | 1,4  | 2,1  | 1,3  | 1,7  |                         |       |       | -0,7                     | -0,6 | -0,5 | -2,5              | -3,1 | -2,4 | 98    | 99   | 99   |
| Włochy                | 0,7  | 0,1  | 0,5  | 1,2  | 0,6  | 0,8  |                         |       |       | 2,5                      | 2,5  | 2,4  | -2,1              | -2,2 | -2,3 | 132   | 136  | 137  |
| Hiszpania             | 2,4  | 2,0  | 1,6  | 1,7  | 0,7  | 0,9  |                         |       |       | 1,9                      | 1,7  | 1,5  | -2,5              | -2,1 | -2,1 | 98    | 96   | 95   |
| Szwecja               | 2,4  | 1,3  | 1,2  | 2,1  | 1,7  | 1,8  | -0,50                   | -0,26 | -0,02 | 1,7                      | 4,0  | 4,4  | 0,8               | 0,4  | -0,1 | 39    | 36   | 35   |
| Szwajcaria            | 2,8  | 0,7  | 0,7  | 0,9  | 0,4  | 0,3  | -0,75                   | -0,78 | -0,85 | 10,5                     | 10,7 | 8,9  | 1,4               | 1,1  | 1,1  | 28    | 27   | 26   |
| Wielka Brytania       | 1,4  | 1,3  | 1,0  | 2,5  | 1,9  | 2,2  | 0,60                    | 0,75  | 0,75  | -3,9                     | -4,9 | -4,4 | -1,5              | -2,8 | -3,0 | 87    | 85   | 85   |
| Kraje rozwijające się | 4,5  | 4,0  | 4,3  | 3,8  | 3,9  | 3,8  | 5,01                    | 5,11  | 4,50  | 0,7                      | 0,7  | 0,2  | -2,5              | -2,9 | -3,0 | 53    | 54   | 55   |
| Chiny                 | 6,6  | 6,2  | 5,8  | 2,1  | 2,7  | 2,4  | 3,40                    | 3,36  | 3,10  | 0,4                      | 0,9  | -0,1 | -2,6              | -2,8 | -2,8 | 69    | 72   | 72   |
| Indie                 | 6,8  | 6,0  | 7,0  | 3,4  | 3,4  | 3,6  | 6,33                    | 5,35  | 4,94  | -2,1                     | -1,7 | -1,6 | -5,9              | -5,8 | -5,8 | 67    | 67   | 66   |
| Indonezja             | 5,2  | 5,0  | 4,9  | 3,2  | 3,2  | 4,2  | 5,10                    | 5,56  | 5,00  | -3,0                     | -2,6 | -2,2 | -1,8              | -2,0 | -2,2 | 29    | 27   | 28   |
| Korea Płd.            | 2,7  | 1,8  | 2,0  | 1,5  | 0,5  | 1,2  | 1,38                    | 1,50  | 1,13  | 4,6                      | 2,9  | 3,6  | 1,6               | 0,1  | -1,6 | 35    | 37   | 39   |
| Czechy                | 3,0  | 2,5  | 1,8  | 2,1  | 2,8  | 2,2  | 1,06                    | 1,92  | 2,00  | 0,3                      | 0,7  | 1,2  | 0,9               | 0,3  | 0,0  | 33    | 30   | 29   |
| Węgry                 | 5,1  | 4,2  | 3,2  | 2,8  | 3,3  | 3,1  | 0,90                    | 0,90  | 0,90  | -0,5                     | -1,4 | -0,8 | -2,2              | -1,8 | -1,0 | 70    | 67   | 64   |
| Polska                | 5,1  | 4,4  | 3,7  | 1,6  | 2,3  | 2,7  | 1,50                    | 1,50  | 1,50  | -0,6                     | -0,4 | -0,5 | -0,4              | -1,2 | -0,9 | 47    | 45   | 44   |
| Rumunia               | 4,1  | 4,2  | 3,3  | 4,6  | 3,9  | 3,4  | 2,44                    | 2,50  | 2,50  | -4,6                     | -5,3 | -5,5 | -2,9              | -3,2 | -3,5 | 42    | 44   | 44   |
| Rosja                 | 2,3  | 1,3  | 2,0  | 2,9  | 4,6  | 3,7  | 7,42                    | 7,31  | 6,27  | 7,0                      | 5,2  | 3,9  | 2,7               | 1,9  | 1,1  | 17    | 18   | 18   |
| Turcja                | 2,8  | -0,1 | 2,4  | 16,3 | 15,7 | 13,9 | 17,74                   | 21,30 | 16,50 | -3,5                     | -0,3 | -2,0 | -1,9              | -3,2 | -4,0 | 30    | 33   | 36   |
| RPA                   | 0,8  | 0,5  | 1,1  | 4,5  | 4,2  | 4,6  | 6,59                    | 6,63  | 6,25  | -3,5                     | -2,6 | -3,1 | -4,4              | -6,3 | -6,3 | 57    | 62   | 62   |
| Brazylia              | 1,1  | 0,7  | 1,8  | 3,7  | 3,6  | 3,2  | 6,56                    | 5,96  | 4,50  | -1,2                     | -2,2 | -2,3 | -7,1              | -5,3 | -5,3 | 77    | 77   | 78   |
| Meksyk                | 2,0  | 0,2  | 1,2  | 4,9  | 3,7  | 3,3  | 7,69                    | 8,00  | 6,92  | -1,8                     | -1,0 | -1,5 | -2,3              | -2,7 | -3,1 | 53    | 54   | 55   |

# Napięcia handlowe i Brexit na pierwszym planie



**Efekt netto wzajemnych cel USA vs. Chiny poprzez łańcuchy dostaw  
(% PKB, 2017)**



Przekierowanie – eksport do USA towarów, na których import z Chin USA nałożyły cła  
Wrażliwość – eksport do Chin towarów, które po przetworzeniu trafiają do USA i na które USA nałożyły cła

## Napięcia handlowe wciąż źródłem niepewności

- Amerykańska administracja jest w fazie zawierania częściowej ugody z Chinami, jednak nawet po jej zatwierdzeniu (prawdopodobnie na szczycie APEC 14-17.11) możliwe są kolejne odsłony napięć między krajami. Taka sytuacja może utrzymywać niepewność odnośnie globalnego wzrostu przed i po wyborach prezydenckich w USA w 2020 r. USA wprowadziły też cła na import o wartości 7,5 mld \$ z UE. Unia mogłaby odpowiedzieć na nie po decyzji WTO w sprawie dotacji dla Boeinga w połowie 2020 r.

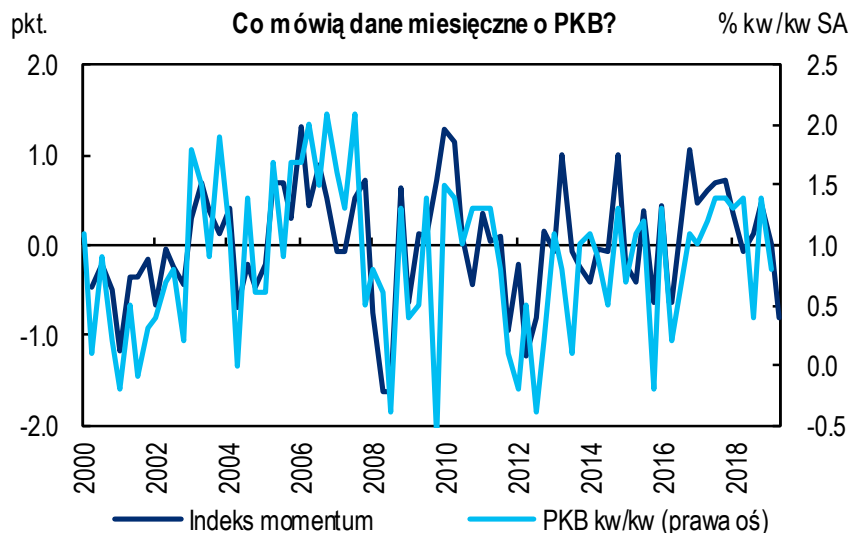
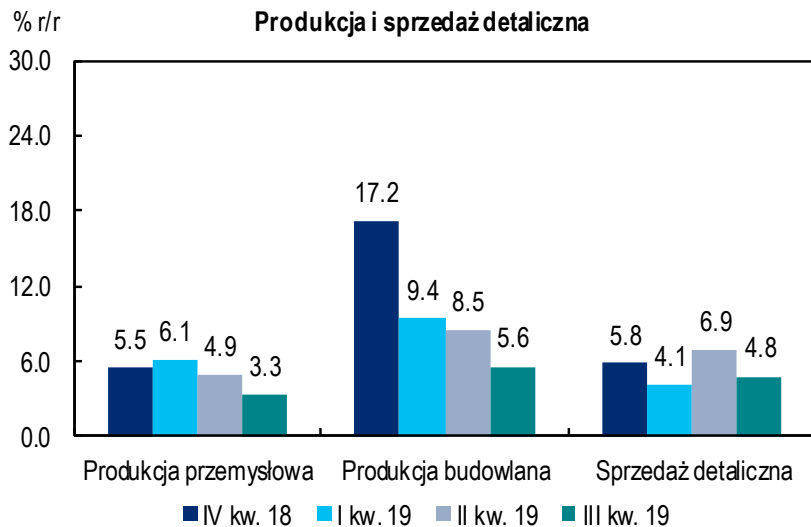
## Banki centralne łagodzą politykę pieniężną

- Oczekujemy jeszcze jednej obniżki stóp procentowych przez Fed - w październiku o 25 bp.
- C. Lagarde zastąpi M. Draghiego na stanowisku prezesa EBC. EBC będzie kontynuował program skupu aktywów (20 mld EUR miesięcznie) wobec utrzymania bardzo słabego wzrostu i niskich oczekiwań inflacyjnych. EBC wskazuje na potrzebę stymulacji fiskalnej.

## Uporządkowany Brexit bardziej prawdopodobny

- Brytyjski parlament zaakceptował główne postulaty porozumienia wypracowanego przez premiera B. Johnsona, a ryzyko twardego Brexitu spadło. W bazowym scenariuszu oczekujemy wydłużenia okresu negocjacji i uporządkowanego Brexitu.

# Równanie w dół



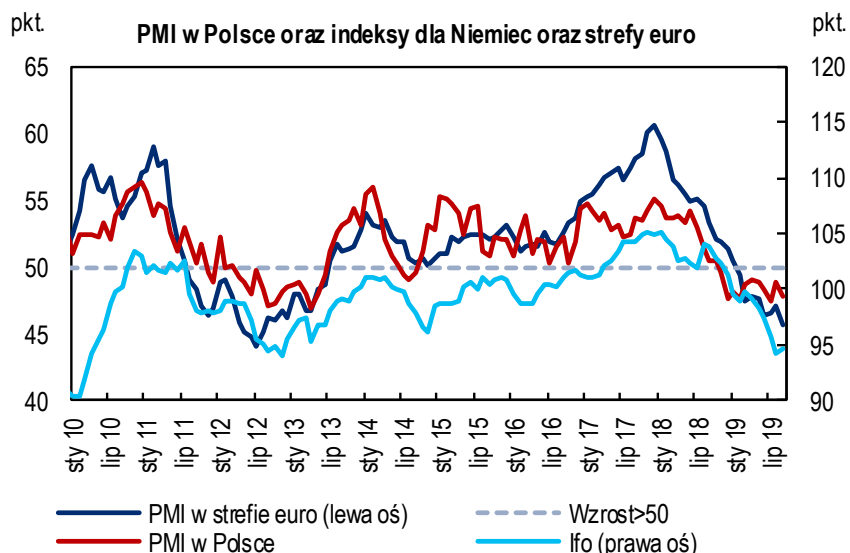
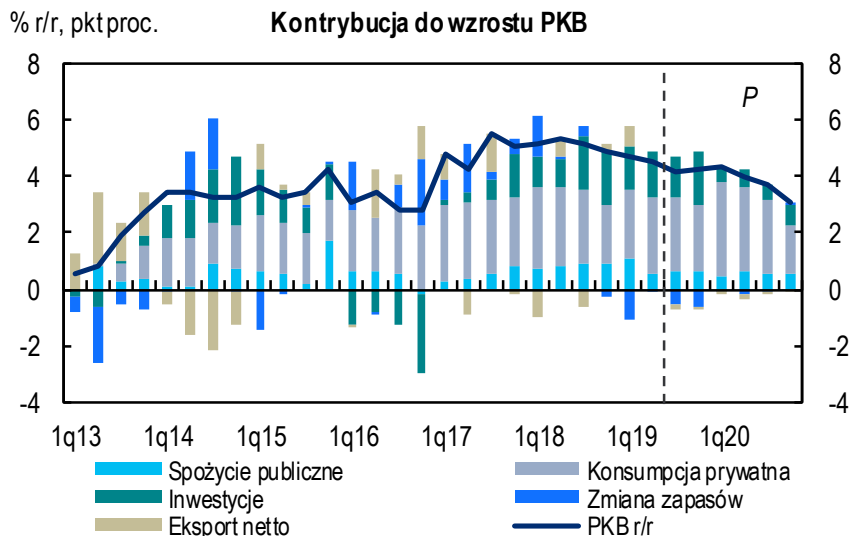
## Spowolnienie w III kw.

- Najnowsza seria danych nie uspokoiła obaw o przyszłość polskiej gospodarki. Dane za trzy kolejne miesiące III kwartału pokazują wyraźne spowolnienie w produkcji przemysłowej i budowlanej. Potwierdzają się przypuszczenia o tym, że spowolnienie w Niemczech stopniowo przekłada się na aktywność w polskim przetwórstwie.
- Również sprzedaż detaliczna rośnie znacznie wolniej niż w II kwartale. Warto jednak odnotować, że jej wzrost jest wyższy niż w I kw. i w przeciwieństwie do budownictwa i przemysłu trudno tutaj mówić o wyraźnym negatywnym trendzie.

## Trójka z przodu niewykluczona

- Dane miesięczne są spójne z wzrostem PKB o ~0,5% kw/kw, co oznaczałoby wzrost o nieco powyżej 3% r/r (po wyeliminowaniu różnic w liczbie dni roboczych). Rzeczywisty wynik może być wyższy, gdyż dane o sprzedaży nie uwzględniają wydatków na usługi. Ponadto nasz indeks przybliżający dynamikę PKB nie uwzględnia faktu, iż słabość importu w ostatnich miesiącach powinna podnosić tempo wzrostu gospodarczego.
- Biorąc to wszystko pod uwagę szacujemy, że wzrost w całym III kwartale wyniósł około 4% r/r, a więc był wyraźnie niższy niż w pierwszej połowie roku.

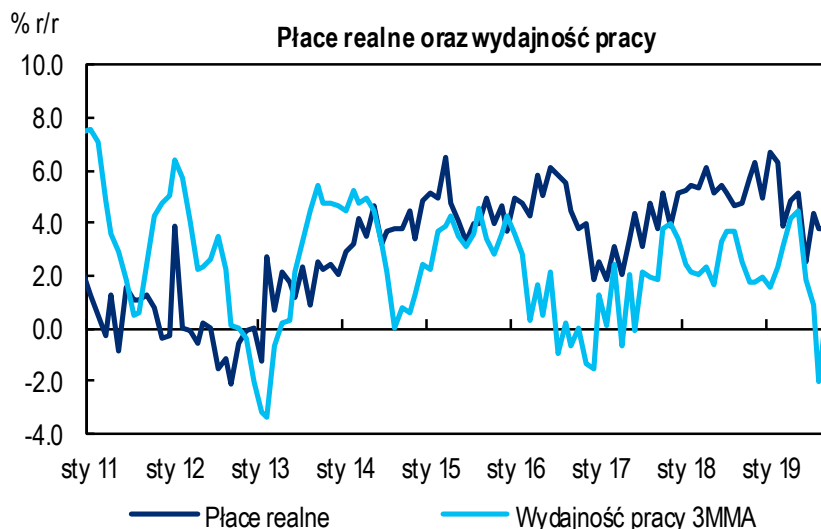
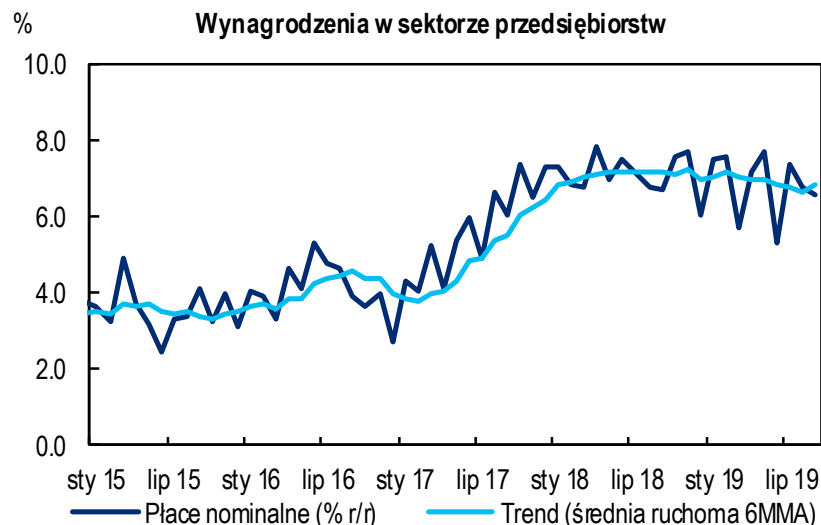
# Wzrost poniżej 4% w 2020 r.



## Głębsze spowolnienie w 2020 roku

- Jeszcze miesiąc temu, biorąc pod uwagę planowany impuls fiskalny (związany z 13-tą emeryturą), zakładaliśmy, że wzrost gospodarczy w 2020 roku może sięgnąć 4%. Obecnie, w obliczu pogarszających się danych z przemysłu i budownictwa oraz słabego wzrostu w Niemczech, taki scenariusz wydaje się coraz mniej prawdopodobny.
- Spadek EUR/PLN w październiku również powoduje, że jeden z czynników (tj. słaby złoty), które dotychczas mogły wspierać wzrost, traci na znaczeniu.
- Biorąc to pod uwagę szacujemy, że PKB w przyszłym roku wzrośnie o około 3,7%, jednak kwartalna ścieżka dynamiki PKB będzie rozłożona nierównomiernie. W pierwszej połowie roku wzrost może oscylować w okolicach 4% dzięki silnej konsumpcji, jednak w drugiej połowie roku obniży się, ostatecznie schodząc do około 3%.
- W 2020 roku spodziewamy się osłabienia inwestycji (ok. 3,1% średniorocznie), na co wskazuje już obserwowane spowolnienie w budownictwie. Biorąc pod uwagę globalne osłabienie wzrostu, trudno również spodziewać się wzmocnienia inwestycji firm w rozbudowę potencjału produkcyjnego. Co więcej, cykl funduszy unijnych wchodzi w fazę szczytową i przyrosty w ujęciu rok do roku mogą słabnąć.

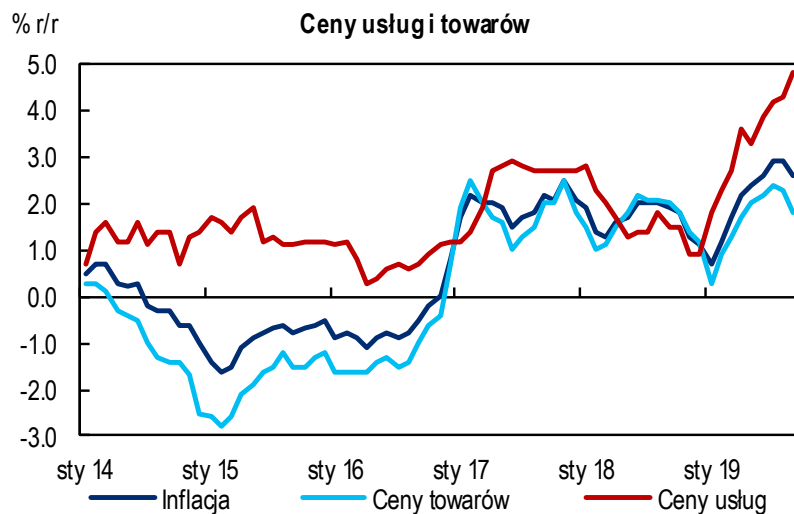
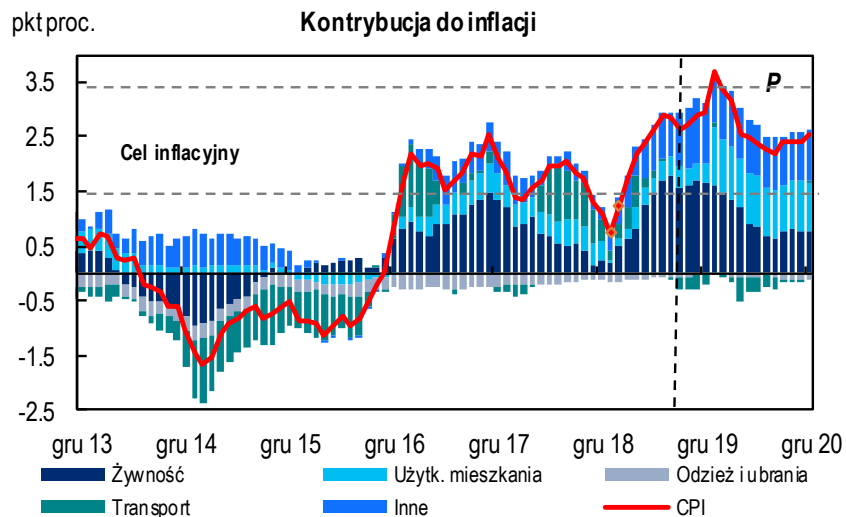
# Rynek pracy



## Stabilizacja presji płacowej

- Trend wzrostowy wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw ustabilizował się nieco poniżej 7%. W samym wrześniu płace wzrosły o 6,6%, a więc minimalnie wolniej niż w poprzednim miesiącu.
- Stabilizacji nominalnej dynamiki płac towarzyszy obniżenie dynamiki realnej (płace skorygowane o inflację). Zjawisko to może się utrzymywać w najbliższych miesiącach, jednak w 2020 roku przeciętny wzrost wynagrodzeń może odbić się do około 8-8,5% pod wpływem planowanej podwyżki płacy minimalnej.
- Nawet pomimo wolniejszego wzrostu płac realnych, jest on wciąż znacznie wyższy niż wzrost wydajności w sektorze przedsiębiorstw. Rosnące koszty pracy będą pozostawać jednym z istotnych czynników proinflacyjnych, jednak spodziewamy się, że ten fakt będzie ujawniać się przede wszystkim w przypadku cen usług.
- Polskie firmy stoją przed barierą dostępności pracowników. Wzrost zatrudnienia stopniowo wyhamowuje - między styczniem a wrześniem bieżącego roku zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło łącznie o 17,6 tys., wobec niemal 38 tys. wzrostu w analogicznym okresie w 2018 roku oraz ponad 70 tys. w 2017 r.

# Inflacja i polityka pieniężna



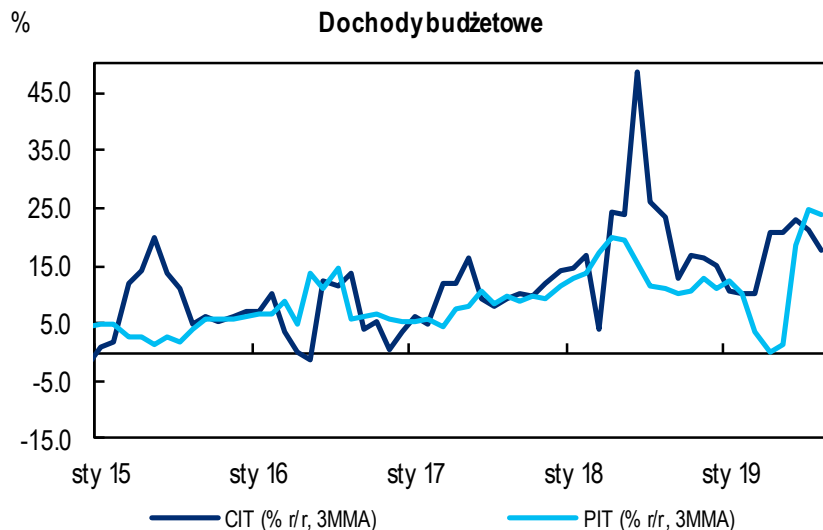
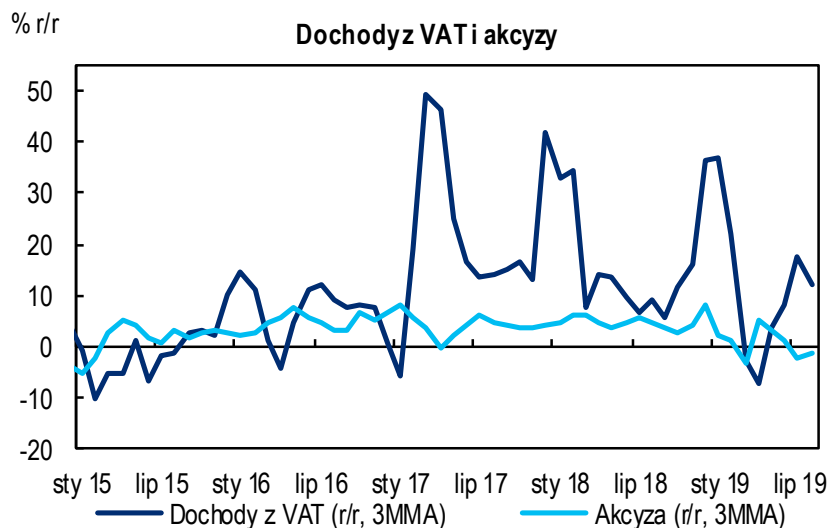
## Inflacja ponownie wzrośnie, na chwilę

- We wrześniu inflacja obniżyła się do poziomu 2,6% r/r (z 2,9%), głównie za sprawą niższej dynamiki cen żywności oraz paliw.
- Inflacja bazowa, która w założeniu ma lepiej odzwierciedlać trendy cen wynikające ze zmian popytu, wzrosła do 2,4% r/r, a więc do poziomu nie notowanego od 2012 roku.
- Nasze prognozy wskazują na ponowny znaczny wzrost inflacji do ponad 3,5% na początku 2020 roku. Napięta sytuacja na rynku pracy będzie pchać ceny usług w górę, podczas gdy globalne spowolnienie powinno pomóc trzymać ceny dóbr importowanych w ryzach. Wzrost inflacji będzie jednak przejściowy i w trakcie 2020 roku indeks CPI zapewne ponownie spadnie.

## Stopy bez zmian, brak apetytu na podwyżki

- Wraz z oznakami spowolnienia skłonność członków RPP do rozważenia podwyżek stóp procentowych będzie słabła (*nota bene* nigdy nie była ona zbyt silna).
- Podtrzymujemy naszą prognozę, która zakłada utrzymanie stopy referencyjnej na poziomie 1,5% do 2022 roku. Po stronie potencjalnych niespodzianek widzimy możliwość powrotu do obniżek pod koniec 2020 roku.

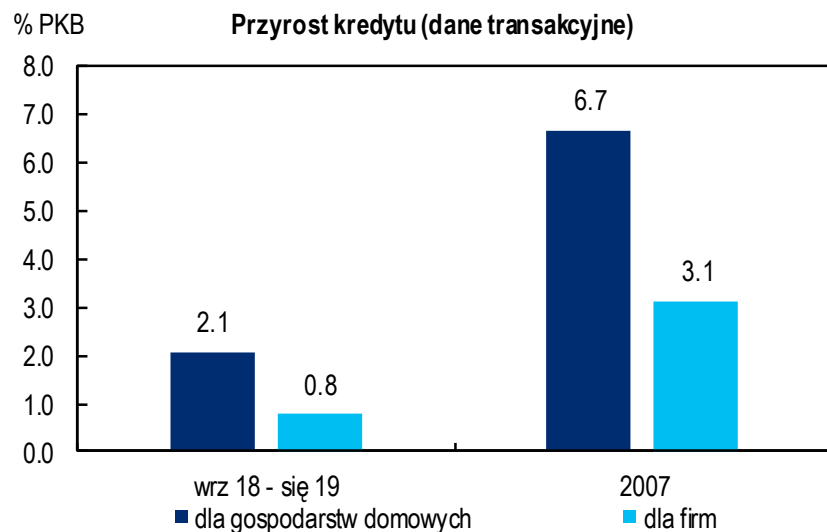
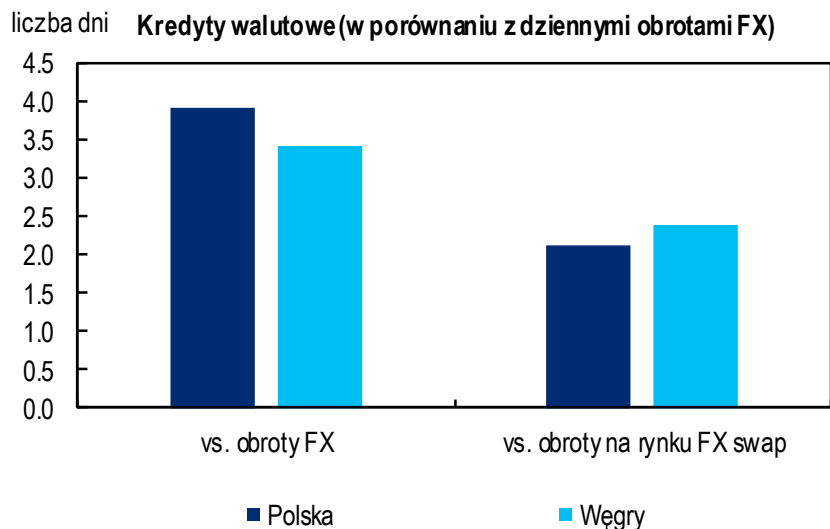
# Polityka fiskalna



## A jednak deficyt?

- W sierpniu budżet odnotował nadwyżkę w wysokości 2,8 mld zł, dzięki czemu skumulowany deficyt po ośmiu miesiącach roku wyniósł zaledwie 2 mld zł.
- W samym sierpniu odnotowano wyraźne spowolnienie w dochodach z VAT, które wzrosły o 4,6% r/r. W ujęciu uśrednionym za ostatnie trzy miesiące wpływy te wzrosły jednak o ponad 12% r/r. Spowolnienie odnotowano również w przypadku dochodów z tytułu PIT oraz CIT (choć na danych w ujęciu średniej kroczącej zmiany te są jeszcze słabo widoczne). Na tym etapie trudno ocenić na ile powyższe trendy wskazują na efekty spowolnienia gospodarczego (naszym zdaniem tak może być), a na ile jest to zwyczajna zmienność charakteryzująca miesięczne dane fiskalne.
- Wynik wyborów parlamentarnych oznacza, że 2020 r. będzie raczej rokiem kontynuacji niż zmian w dotychczasowym kierunku polityki fiskalnej. Głównym wyzwaniem dla MF będzie znalezienie w budżecie miejsca dla trzynastej emerytury, której koszt może sięgnąć około 10 mld zł. Gdyby dodatkowo zrezygnowano ze zniesienia „limitu 30-krotności”, łączny wpływ budżetowy wyniósłby ok. -15 mld zł.
- Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że projekt budżetu (który zostanie zgłoszony po wyborach) będzie zakładał umiarkowany deficyt. W przypadku całego sektora rządowego i samorządowego deficyt może wynieść około 0,8% PKB.

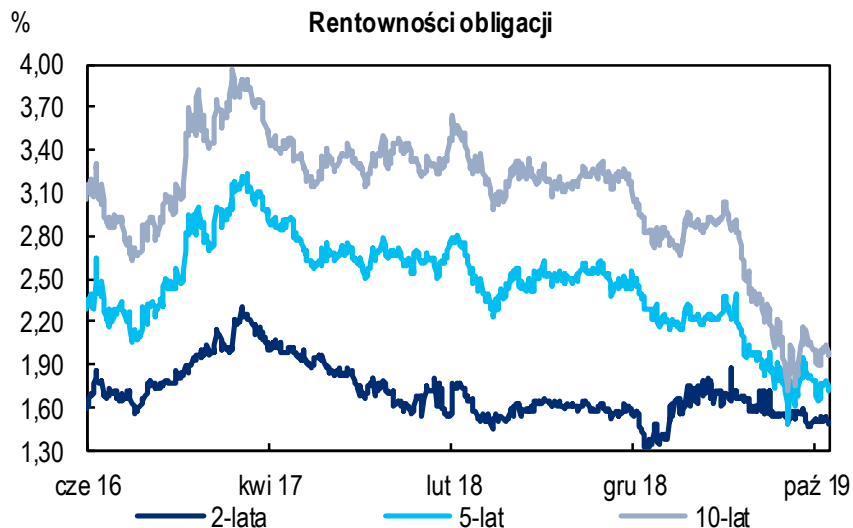
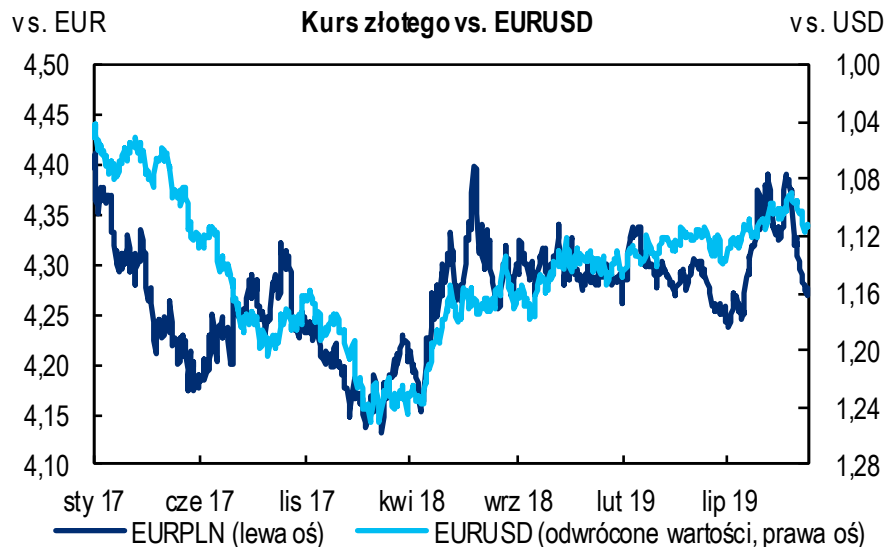
# Wyrok TSUE



## Złoty zyskuje po wyroku TSUE

- Długo wyczekiwany wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) w pierwszej polskiej sprawie dotyczącej kredytów frankowych nie przyniósł niespodzianek.
- Z punktu widzenia rynków finansowych i stabilności systemu finansowego kluczowy wniosek sprowadza się do tego, że wyrok TSUE nie oznacza konieczności automatycznego przewalutowania kredytów. Taka konieczność może pojawić się dopiero w momencie zakończenia sprawy sądowej, co oznacza, że proces przewalutowania będzie rozłożony w czasie.
- Gdyby – wbrew naszym oczekiwaniom – instytucje finansowe zdecydowały się jednak w krótkim czasie przewalutować znaczną część swojego portfela kredytów walutowych, bank centralny zapewne byłby gotowy do obrony waluty. Naszym zdaniem NBP mogłoby obniżyć swoje rezerwy o około 16 mld euro i wciąż ich poziom byłby uznawany za bezpieczny.
- Ryzyko przewalutowania będzie ciążyć nad sektorem bankowym przez lata i może skłaniać najbardziej dotknięte instytucje do ograniczenia akcji kredytowej. Negatywny wpływ powinien być jednak ograniczony przez fakt, że kredyt nie jest obecnie istotnym motorem wzrostu PKB (w przeciwieństwie na przykład do 2007 roku).

# Rynek walutowy i obligacji



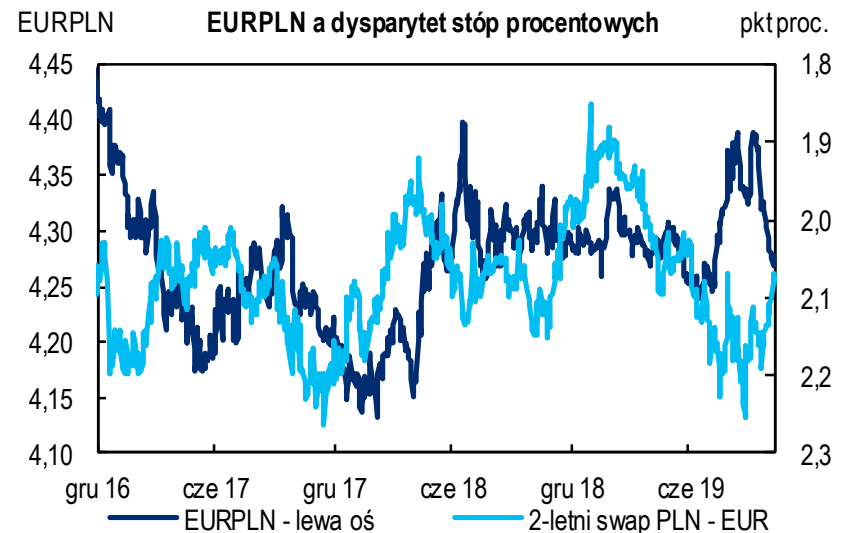
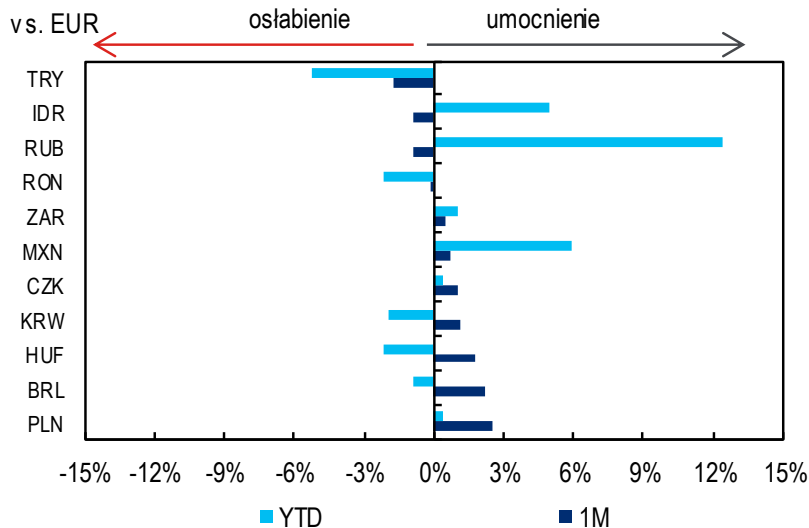
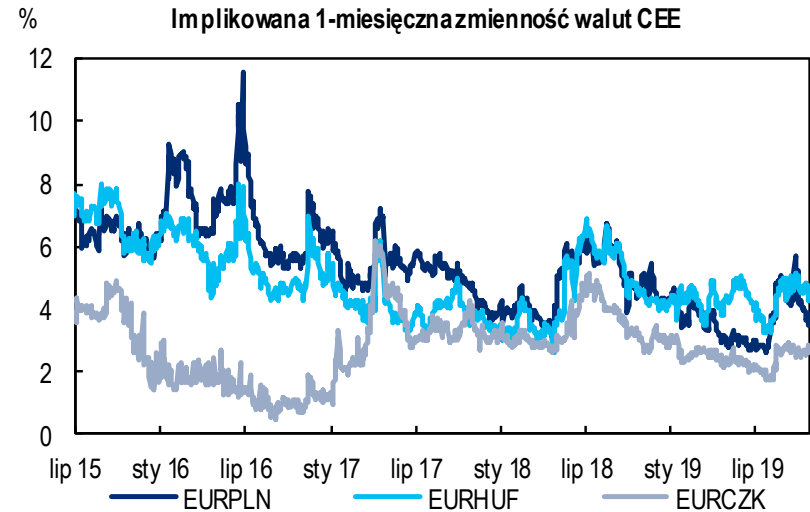
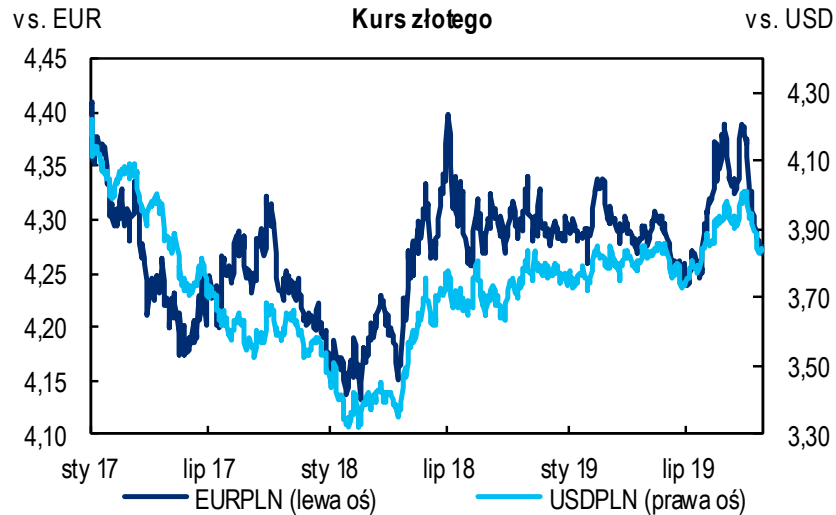
## Złoty odrabia straty

- W październiku złoty odrabiał straty poniesione w III kwartale. Wyrok TSUE niewiele wniósł jeśli chodzi o perspektywę sektora bankowego i prawdopodobnie dlatego doprowadził do „przesilenia” na rynku oraz umocnienia złotego. Niewielki wpływ na rynek walutowy miały także wybory parlamentarne, które zwykle kojarzą się ze zwiększoną niepewnością. Wybory wygrała partia rządząca zapewniając sobie większość w parlamencie. Złotemu sprzyjało umocnienie euro wobec dolara.
- Oczekujemy stabilizacji EURUSD w perspektywie najbliższych miesięcy. W przypadku złotego - po tak znacznym umocnieniu możliwa jest korekta w najbliższych tygodniach powyżej 4,30 do euro.

## Niewielkie zmiany na rynku długu

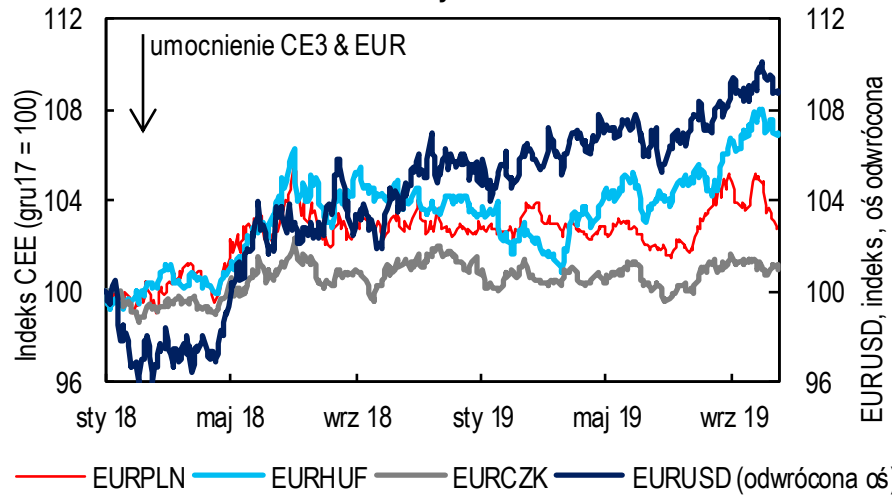
- W ostatnim miesiącu doszło do niewielkiego obniżenia rentowności na rynku obligacji. Stało się to głównie dzięki obniżeniu spreadu kredytowego asset swap przy jednoczesnym wzroście stóp swapowych.
- Wzrost inflacji w najbliższych miesiącach może sprzyjać lekkim wzrostom rentowności, szczególnie biorąc pod uwagę ostatnie trendy na rynkach bazowych oraz perspektywę odstąpienia od planu zrównoważonego budżetu w 2020 r.
- Oczekujemy stopniowego spadku rentowności Treasuries i wzrostu rentowności Bundów.

# Przegląd rynku walutowego



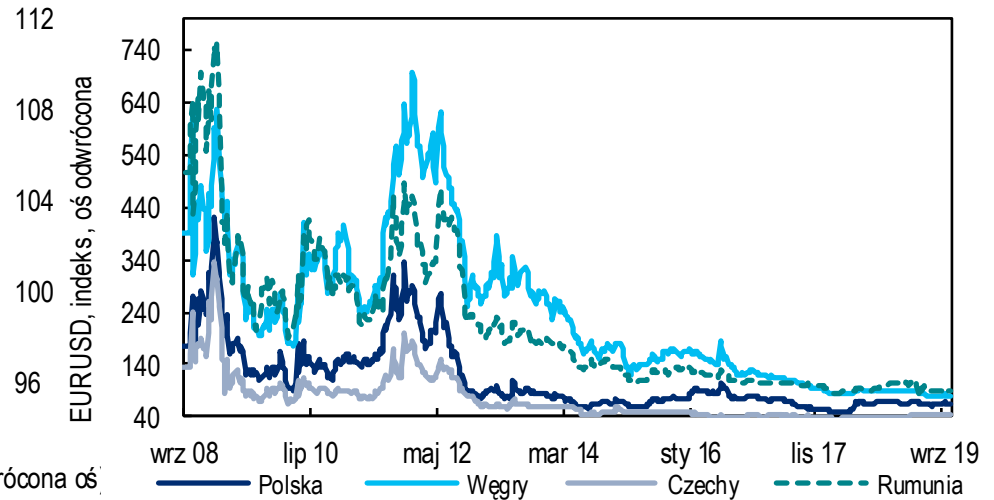
# Długoterminowe wskaźniki rynkowe

Waluty CEE vs. EUR

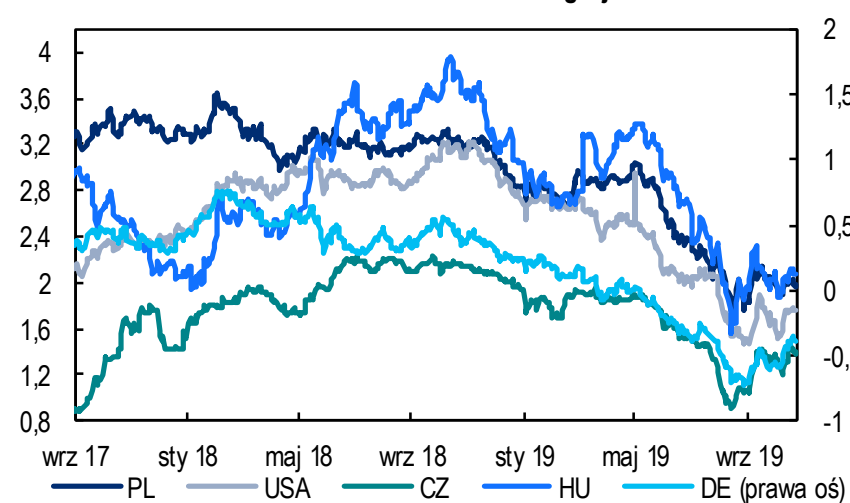


bp

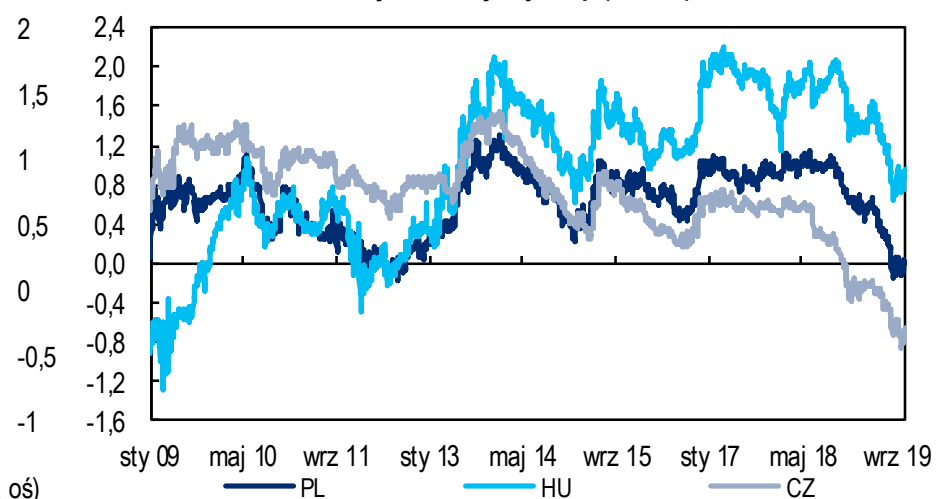
Stawki CDS



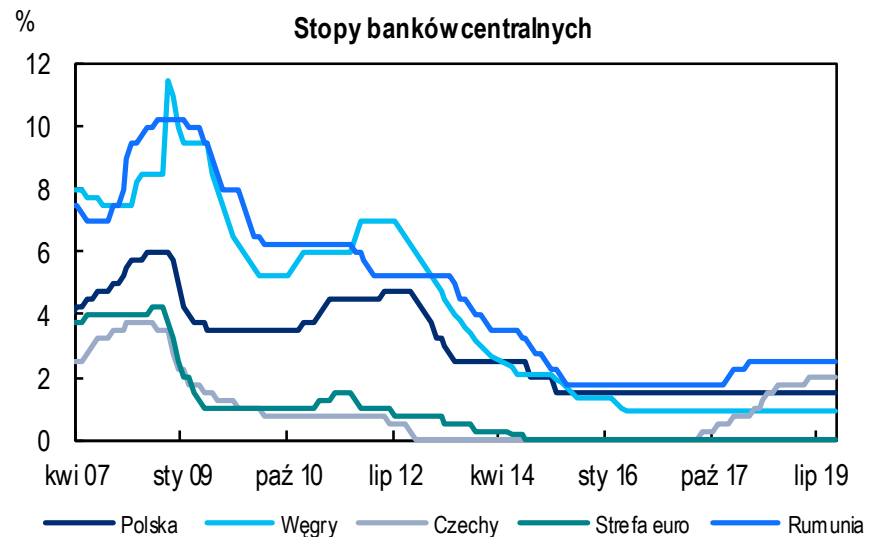
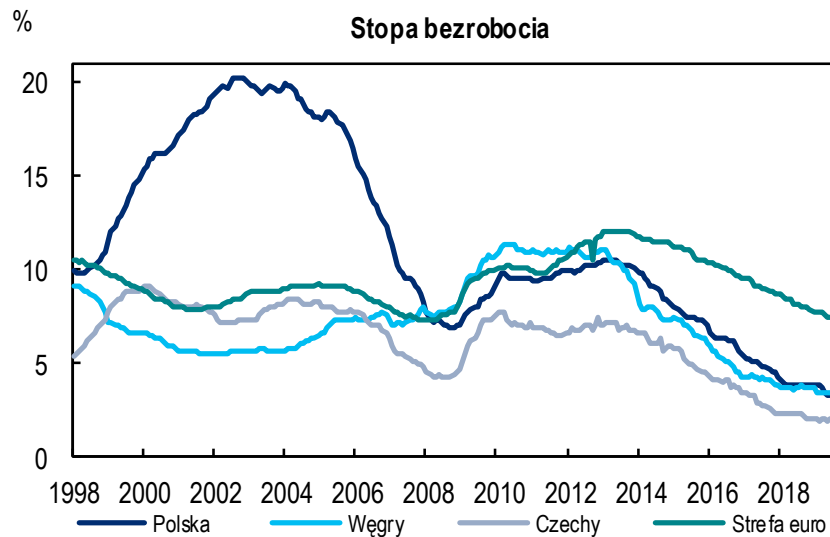
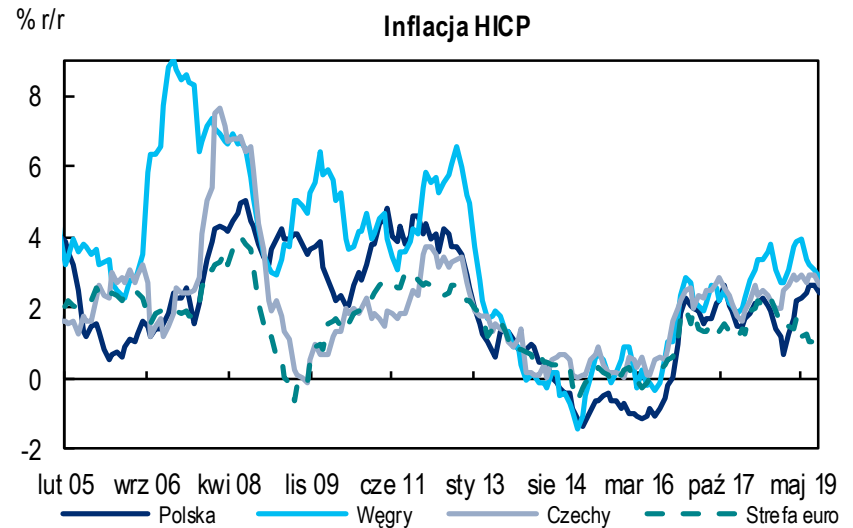
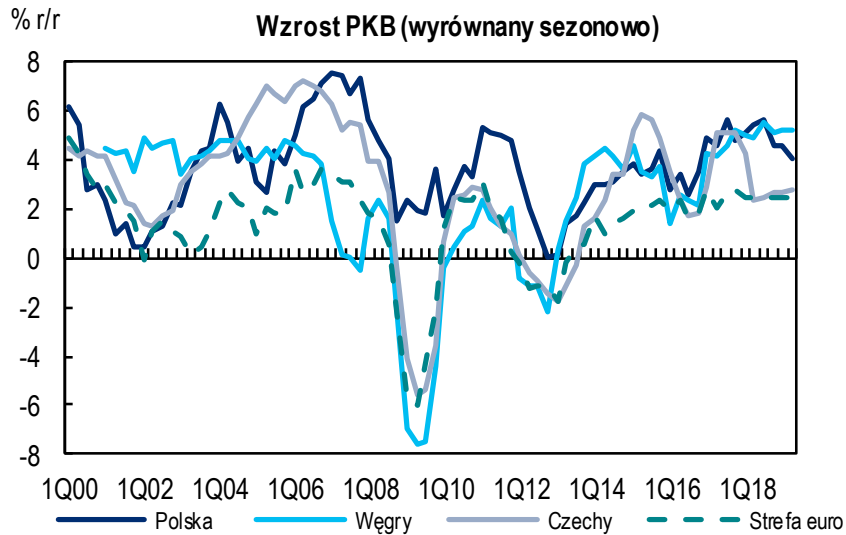
Rentowności 10-letnich obligacji



Nachylenie krzywej swap (10L-2L)



# Długoterminowe wskaźniki makroekonomiczne



# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

|                                        | 2018  |       |       |        | 2019  |       |       |       |       |       |       |       |      |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|                                        | IX    | X     | XI    | XII    | I     | II    | III   | IV    | V     | VI    | VII   | VIII  | IX   |
| <b>Strefa Realna</b>                   |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Produkcja przemysłowa (% r/r)          | 2,7   | 7,4   | 4,6   | 2,8    | 6,0   | 6,9   | 5,5   | 9,2   | 7,6   | -2,6  | 5,8   | -1,5  | 5,6  |
| Produkcja przemysłowa (% m/m)          | 3,4   | 9,9   | -3,7  | -11,5  | 7,3   | -1,5  | 9,8   | -3,6  | -0,1  | -5,8  | 2,8   | -6,1  | 10,7 |
| Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)       | 1,9   | 7,4   | 4,1   | 2,2    | 5,2   | 7,0   | 6,3   | 9,7   | 7,7   | -3,3  | 6,6   | -1,6  | 5,7  |
| Prod. budowlano-montażowa (% r/r)      | 16,5  | 22,5  | 17,1  | 12,3   | 3,2   | 15,1  | 10,8  | 17,4  | 9,6   | -0,7  | 6,7   | 2,6   | 2,7  |
| Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)   | 3,6   | 7,8   | 6,9   | 3,9    | 5,2   | 5,6   | 1,8   | 11,9  | 5,6   | 3,7   | 5,7   | 4,4   | 4,3  |
| Stopa bezrobocia (%)                   | 5,7   | 5,7   | 5,7   | 5,8    | 6,1   | 6,1   | 5,9   | 5,6   | 5,4   | 5,3   | 5,2   | 5,2   | 5,1  |
| Zatrudnienie - przeds. (% r/r)         | 3,2   | 3,2   | 3,0   | 2,8    | 2,9   | 2,9   | 3,0   | 2,9   | 2,7   | 2,8   | 2,7   | 2,6   | 3,7  |
| <b>Ceny</b>                            |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Inflacja (% r/r)                       | 1,9   | 1,8   | 1,3   | 1,1    | 0,7   | 1,2   | 1,7   | 2,2   | 2,4   | 2,6   | 2,9   | 2,9   | 2,6  |
| Inflacja (% m/m)                       | 0,2   | 0,4   | 0,0   | 0,0    | -0,2  | 0,4   | 0,3   | 1,1   | 0,2   | 0,3   | 0,0   | 0,0   | 0,0  |
| Wskaźnik cen producentów (% r/r)       | 3,0   | 3,2   | 2,8   | 2,1    | 2,2   | 2,9   | 2,5   | 2,6   | 1,4   | 0,5   | 0,5   | 0,9   | 0,9  |
| Wskaźnik cen producentów (% m/m)       | 0,5   | 0,5   | -0,4  | -1,0   | 0,2   | 0,5   | 0,1   | 0,4   | 0,2   | -0,5  | 0,1   | 0,3   | 0,4  |
| Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r) | 6,7   | 7,6   | 7,7   | 6,1    | 7,5   | 7,6   | 5,7   | 7,1   | 7,7   | 5,3   | 7,4   | 6,8   | 8,4  |
| <b>Przepływy zagraniczne</b>           |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR)      | -794  | -447  | 113   | -1.528 | 2.529 | -630  | 217   | 357   | 379   | -310  | -797  | -606  | -    |
| Saldo obrotów bieżących (%PKB)         | -0,9  | -1,0  | -1,0  | -1,0   | -0,9  | -0,9  | -0,6  | -0,5  | -0,4  | -0,4  | -0,4  | -0,3  | -    |
| Saldo obr. towarowych (mln EUR)        | -398  | -419  | 102   | -1295  | 316   | -288  | 399   | 356   | 7     | -36   | -345  | -55   | -    |
| Eksport f.o.b. (mln EUR)               | 17641 | 20962 | 20446 | 15570  | 18700 | 18522 | 19822 | 19448 | 19598 | 18023 | 19286 | 17646 | -    |
| Eksport (% r/r)                        | 0,1   | 14,7  | 9,3   | -0,5   | 5,9   | 10,5  | 7,8   | 9,4   | 11,6  | -3,1  | 7,7   | 0,2   | -    |
| Import f.o.b. (mln EUR)                | 18039 | 21381 | 20344 | 16865  | 18384 | 18810 | 19423 | 19092 | 19591 | 18059 | 19631 | 17701 | -    |
| Import (% r/r)                         | 4,9   | 19,3  | 10,3  | 0,2    | 2,1   | 8,4   | 2,8   | 7,7   | 10,1  | -4,7  | 8,4   | -2,5  | -    |

# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

|                                     | 2018   |        |        |       | 2019   |      |       |      |      |       |       |      |      |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|------|-------|------|------|-------|-------|------|------|
|                                     | IX     | X      | XI     | XII   | I      | II   | III   | IV   | V    | VI    | VII   | VIII | IX   |
| <b>Strefa monetarna</b>             |        |        |        |       |        |      |       |      |      |       |       |      |      |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r)          | 7,9    | 9,3    | 9,5    | 11,6  | 7,6    | 9,8  | 9,9   | 10,4 | 9,9  | 9,3   | 9,9   | 9,9  | 9,4  |
| Depozyty gospod. domow ych (% r/r)  | 7,8    | 9,0    | 9,5    | 10,1  | 10,7   | 11,2 | 11,4  | 11,8 | 11,7 | 11,1  | 10,9  | 11,3 | 11,1 |
| Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)    | 6,0    | 3,9    | 4,7    | 4,3   | 2,3    | 4,9  | 5,7   | 8,2  | 7,5  | 6,7   | 8,4   | 7,2  | 7,7  |
| Kredyty dla gosp. domow ych (% r/r) | 5,3    | 6,1    | 6,6    | 7,0   | 6,6    | 6,5  | 6,9   | 6,9  | 6,1  | 6,0   | 6,8   | 6,8  | 7,2  |
| Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)     | 6,9    | 7,2    | 7,3    | 7,6   | 7,4    | 6,8  | 7,4   | 6,6  | 4,2  | 4,0   | 4,3   | 5,2  | 3,7  |
| <b>Rynki finansowe</b>              |        |        |        |       |        |      |       |      |      |       |       |      |      |
| Stopa referencyjna (koniec mies.)   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50  | 1,50   | 1,50 | 1,50  | 1,50 | 1,50 | 1,50  | 1,50  | 1,50 | 1,50 |
| WIBOR 3M (średnio)                  | 1,72   | 1,72   | 1,72   | 1,72  | 1,72   | 1,72 | 1,72  | 1,72 | 1,72 | 1,72  | 1,72  | 1,72 | 1,72 |
| WIBOR 3M (koniec okresu)            | 1,72   | 1,72   | 1,72   | 1,72  | 1,72   | 1,72 | 1,72  | 1,72 | 1,72 | 1,72  | 1,72  | 1,72 | 1,72 |
| Bony 52 tyg. (koniec mies.)         | 1,31   | 1,27   | 1,11   | 0,90  | 1,37   | 1,48 | 1,57  | 1,61 | 1,54 | 1,40  | 1,19  | 1,30 | 1,24 |
| Obligacje 2-letnie (koniec mies.)   | 1,58   | 1,56   | 1,54   | 1,35  | 1,49   | 1,75 | 1,69  | 1,69 | 1,67 | 1,62  | 1,56  | 1,57 | 1,52 |
| Obligacje 5-letnie (koniec mies.)   | 2,55   | 2,47   | 2,48   | 2,29  | 2,15   | 2,33 | 2,20  | 2,35 | 2,11 | 1,98  | 1,89  | 1,68 | 1,78 |
| EUR/PLN (koniec okresu)             | 4,28   | 4,34   | 4,29   | 4,29  | 4,26   | 4,30 | 4,30  | 4,28 | 4,28 | 4,24  | 4,29  | 4,38 | 4,37 |
| USD/PLN (koniec okresu)             | 3,69   | 3,84   | 3,79   | 3,74  | 3,72   | 3,79 | 3,84  | 3,82 | 3,83 | 3,73  | 3,87  | 3,98 | 4,01 |
| EUR/USD (koniec okresu)             | 1,16   | 1,13   | 1,13   | 1,15  | 1,14   | 1,14 | 1,12  | 1,12 | 1,12 | 1,14  | 1,11  | 1,10 | 1,09 |
| <b>Wskaźniki fiskalne</b>           |        |        |        |       |        |      |       |      |      |       |       |      |      |
| Def. budżetow y skum. (mld PLN)     | -4,1   | -6,5   | -11,1  | 10,4  | -6,6   | 0,8  | 4,5   | 0,1  | 2,2  | 5,0   | 4,8   | 2,0  | -    |
| Def. budżetow y skum. (% planu)     | -10,0% | -15,6% | -26,7% | 25,1% | -23,1% | 2,8% | 15,7% | 0,3% | 7,6% | 17,7% | 16,8% | 4,8% | -    |

# Prognozy dla gospodarki polskiej (1/3)

|                                            | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019P  | 2020P  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 524    | 546    | 478    | 472    | 528    | 586    | 578    | 610    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1.657  | 1.720  | 1.800  | 1.861  | 1.989  | 2.116  | 2.243  | 2.376  |
| PKB per capita (USD)                       | 13.622 | 14.200 | 12.421 | 12.288 | 13.746 | 15.267 | 15.095 | 15.925 |
| Populacja (mln)                            | 38,5   | 38,5   | 38,5   | 38,4   | 38,4   | 38,4   | 38,3   | 38,3   |
| Stopa bezrobocia (%)                       | 13,4   | 11,5   | 9,8    | 8,2    | 6,6    | 5,8    | 5,3    | 5,3    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 1,6    | 3,3    | 3,8    | 3,1    | 4,9    | 5,1    | 4,4    | 3,7    |
| Inwestycje (% r/r)                         | -1,1   | 10,0   | 6,1    | -8,2   | 4,0    | 8,7    | 8,6    | 4,8    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 0,8    | 2,8    | 2,8    | 3,5    | 4,1    | 4,5    | 4,3    | 4,1    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 0,3    | 2,6    | 3,0    | 3,9    | 4,5    | 4,5    | 4,3    | 4,4    |
| Eksport (% r/r)                            | 6,1    | 6,7    | 7,7    | 8,8    | 9,5    | 6,3    | 3,3    | 4,3    |
| Import (% r/r)                             | 1,7    | 10,0   | 6,6    | 7,6    | 9,8    | 7,1    | 3,4    | 4,5    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | 0,7    | -1,0   | -0,5   | 0,8    | 2,1    | 1,1    | 3,0    | 2,5    |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | 0,9    | 0,0    | -0,9   | -0,6   | 2,0    | 1,6    | 2,3    | 2,7    |
| Płace nominalne (% r/r)                    | 2,6    | 3,8    | 3,5    | 4,1    | 5,9    | 7,1    | 7,0    | 8,1    |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)     | 4,47   | 7,58   | 7,44   | 4,91   | 3,39   | 7,01   | 7,90   | 7,00   |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)   | 2,50   | 2,00   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   |
| WIBOR3M, (% koniec okresu)                 | 2,71   | 2,06   | 1,72   | 1,73   | 1,72   | 1,72   | 1,72   | 1,72   |
| Rentowność obligacji 10-letnich            | 4,34   | 2,52   | 2,95   | 3,63   | 3,30   | 2,81   | 2,20   | 2,30   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,01   | 3,52   | 3,95   | 4,19   | 3,48   | 3,74   | 3,95   | 3,76   |
| USD/PLN (Średnia)                          | 3,16   | 3,15   | 3,77   | 3,94   | 3,77   | 3,61   | 3,87   | 3,89   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,15   | 4,26   | 4,29   | 4,40   | 4,18   | 4,29   | 4,34   | 4,29   |

# Prognozy dla gospodarki polskiej (2/3)

|                                           | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019P | 2020P |
|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>         |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Rachunek bieżący                          | -6,7  | -11,4 | -2,7  | -2,5  | 0,8   | -3,4  | -2,1  | -3,0  |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)           | -1,3  | -2,1  | -0,6  | -0,5  | 0,2   | -0,6  | -0,4  | -0,5  |
| Saldo handlu zagranicznego                | -0,4  | -4,3  | 2,5   | 3,2   | 1,5   | -6,1  | -4,4  | -4,4  |
| Eksport                                   | 198,1 | 210,7 | 191,1 | 196,4 | 228,2 | 254,0 | 254,5 | 266,7 |
| Import                                    | 198,5 | 215,0 | 188,6 | 193,2 | 226,6 | 260,1 | 258,9 | 271,1 |
| Saldo usług                               | 10,1  | 12,1  | 12,1  | 15,4  | 20,3  | 25,9  | 26,9  | 26,2  |
| Saldo dochodów                            | -15,8 | -18,6 | -16,3 | -19,6 | -21,1 | -22,6 | -21,2 | -21,5 |
| Rezerwy międzynarodowe                    | 99,3  | 94,1  | 89,4  | 109,5 | 108,0 | 110,4 | 117,4 | 126,4 |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>          |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -4,1  | -3,7  | -2,7  | -2,2  | -1,5  | -0,4  | -1,3  | -0,8  |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz. | -1,6  | -1,7  | -0,9  | -0,5  | 0,0   | 1,1   | 0,1   | 0,6   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)       | 99,3  | 94,1  | 89,4  | 109,5 | 108,0 | 110,4 | 117,4 | 126,4 |

## Prognozy długoterminowe

|                                          | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P |
|------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Realny wzrost PKB (% r/r)                | 5,1  | 4,4   | 3,7   | 3,5   | 3,3   | 3,1   |
| Inflacja CPI (% średnia)                 | 1,6  | 2,3   | 2,7   | 2,7   | 2,6   | 2,6   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)          | -0,6 | -0,4  | -0,5  | -0,5  | -0,1  | 0,5   |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu) | 1,50 | 1,50  | 1,50  | 1,50  | 1,50  | 1,50  |
| USD/PLN (Koniec okresu)                  | 3,74 | 3,95  | 3,76  | 3,54  | 3,40  | 3,21  |
| USD/PLN (Średnia)                        | 3,61 | 3,87  | 3,89  | 3,63  | 3,46  | 3,27  |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                  | 4,29 | 4,34  | 4,29  | 4,25  | 4,25  | 4,24  |
| EUR/PLN (Średnia)                        | 4,26 | 4,31  | 4,32  | 4,27  | 4,25  | 4,25  |

# Prognozy dla gospodarki polskiej (3/3)

## Wybrane prognozy kwartalne

|                                        | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 |
|----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Wzrost PKB (r/r, realnie)              | 4.1  | 4.2  | 4.3  | 4.0  | 3.7  | 3.1  | 3.2  | 3.5  | 3.6  | 3.6  | 3.4  | 3.3  | 3.3  | 3.3  |
| Konsumpcja indywidualna (r/r, realnie) | 4,4  | 4,7  | 5,0  | 4,9  | 4,3  | 3,4  | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| Inwestycje (r/r, realnie)              | 7,3  | 6,7  | 4,3  | 3,5  | 2,8  | 2,6  | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| Inflacja CPI (r/r)                     | 2,8  | 2,7  | 3,3  | 2,4  | 2,2  | 2,4  | 2,4  | 2,8  | 2,8  | 2,8  | 2,7  | 2,6  | 2,6  | 2,6  |
| Bezrobocie rejestrowane                | 5,1  | 5,3  | 5,7  | 5,2  | 5,1  | 5,3  | 6,0  | 5,6  | 5,4  | 5,6  | 6,4  | 5,7  | 5,5  | 5,8  |
| Bezrobocie wg BAEL                     | 3,2  | 3,4  | 3,8  | 3,3  | 3,2  | 3,4  | 4,1  | 3,7  | 3,5  | 3,7  | 4,5  | 3,8  | 3,6  | 3,9  |
| Wynagrodzenie (gospodarka narodowa)    | 7,0  | 6,8  | 7,1  | 7,5  | 8,1  | 8,2  | 8,8  | 9,1  | 8,7  | 8,7  | 9,0  | 8,8  | 8,6  | 8,6  |
| Stopa referencyjna NBP (koniec okresu) | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 |
| WIBOR3M (koniec okresu)                | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,72 |
| EUR/PLN (koniec okresu)                | 4,37 | 4,34 | 4,33 | 4,32 | 4,31 | 4,29 | 4,28 | 4,27 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 4,25 |
| USD/PLN (koniec okresu)                | 4,01 | 3,95 | 3,94 | 3,93 | 3,85 | 3,76 | 3,69 | 3,62 | 3,54 | 3,54 | 3,48 | 3,46 | 3,43 | 3,40 |

Źródło: Citi Handlowy



## Biuro Głównego Ekonomisty

**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, CFA**

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 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 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. 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. Jakiegokolwiek 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 tożsamych 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 jakiegokolwiek 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 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 nr. KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.