

CitiMonthly

W oczekiwaniu na odbicie

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Styczeń 2021

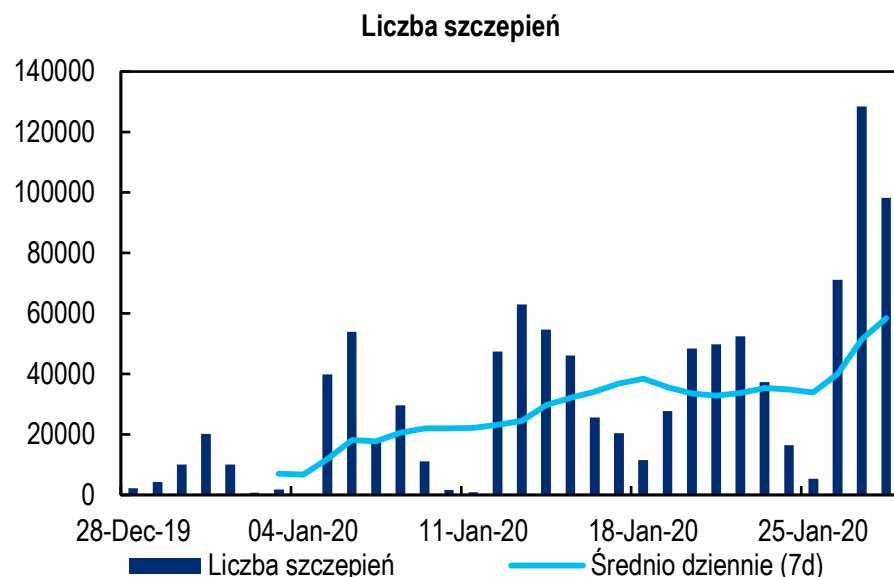
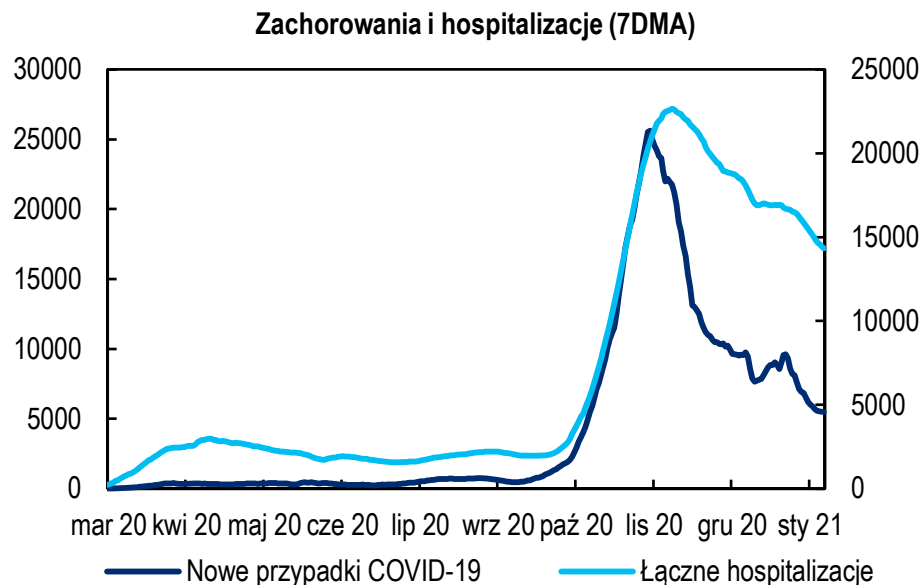
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

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

- W ostatnim kwartale minionego roku gospodarka tylko nieznacznie się skurczyła, i to pomimo wprowadzonych restrykcji. Według naszych szacunków PKB spadł w IV kwartale o około 0,9% kw/kw, wobec 9% spadku podczas pierwszej fali COVID.
- Początek roku minie pod znakiem wciąż ograniczonej aktywności ze względu na wydłużanie okresu restrykcji w Polsce i innych krajach UE. W II kwartale jednak PKB ma szansę mocniej się odbić dzięki zwiększonej mobilności społecznej (m.in. na skutek poprawy warunków pogodowych).
- Największą niespodzianką w ostatnich tygodniach były zdecydowane interwencje banku centralnego, który starał się osłabić złotego. Według naszych szacunków NBP mógł w tym celu kupić niemal 5 mld dolarów.
- Interwencje doprowadziły do istotnego wzrostu płynności sektora bankowego i relatywnego wzrostu kosztu finansowania w walucie.
- Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający stabilizację stóp procentowych przynajmniej do połowy przyszłego roku, a niewykluczone, że dłużej.

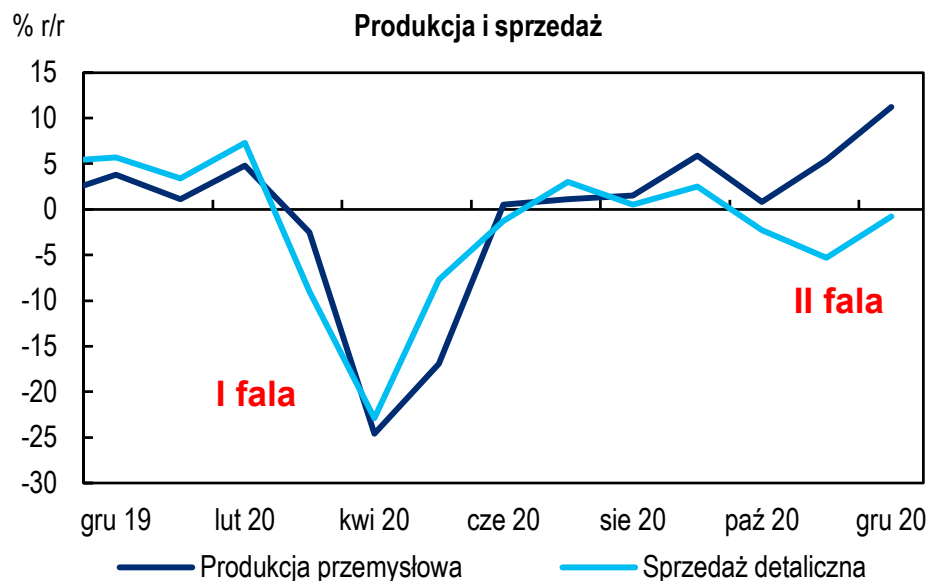
COVID-10



Ruszyły szczepienia

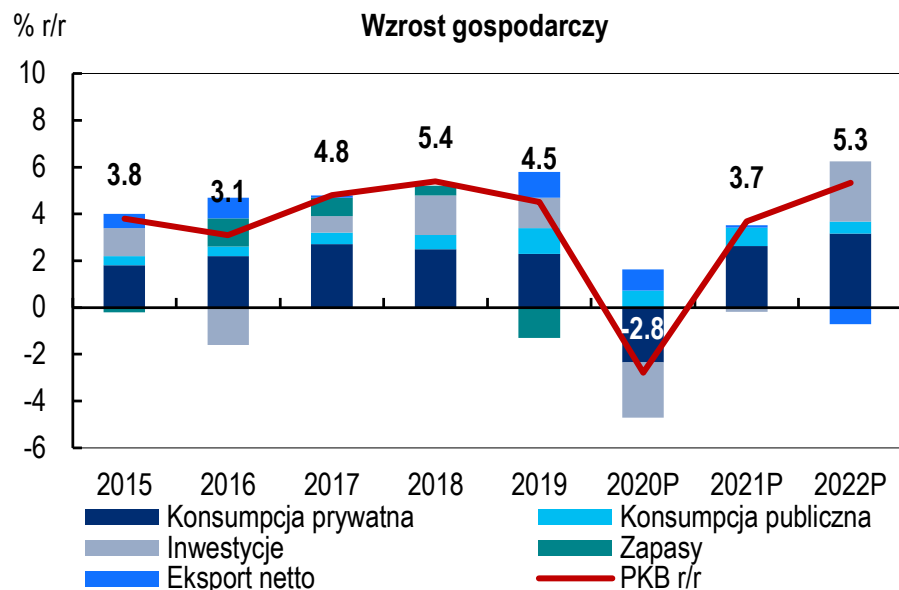
- Wprowadzone w IV kw. ograniczenia przyczyniły się do istotnego ograniczenia dynamiki epidemii w kraju. Ten trend był kontynuowany w styczniu, a liczba oficjalnie stwierdzonych przypadków COVID pod koniec miesiąca spadła do 5,5 tys. (średnia siedmiodniowa), wobec 8,2 tys. w połowie stycznia.
- W styczniu rząd zdecydował się na niewielkie złagodzenie niektórych obostrzeń, zezwalając uczniom z klas 1-3 na powrót do stacjonarnego nauczania oraz zezwalając na otwarcie galerii handlowych (od lutego). Niemniej większość obowiązujących dotychczas restrykcji została przedłużona do połowy lutego, a biorąc pod uwagę tendencje z innych krajów spodziewamy się, że będą one obowiązywać dłużej.
- Z końcem grudnia ruszył program szczepień, który początkowo objął pracowników medycznych, a następnie osoby ze starszych grup wiekowych. Na koniec stycznia (28.01) dzienne tempo szczepień wynosiło 58,8 tys. osób (średnia za 7 dni). W sumie dotychczas wykonano ponad 1 mln szczepień, w tym 150 tys. osób otrzymało dwie dawki.
- Biorąc pod uwagę opóźnienia w dostawach szczepionek można przypuszczać, że do istotnego przyspieszenia tempa szczepień może dojść dopiero w II kwartale.

Mniejsza recesja w 2020

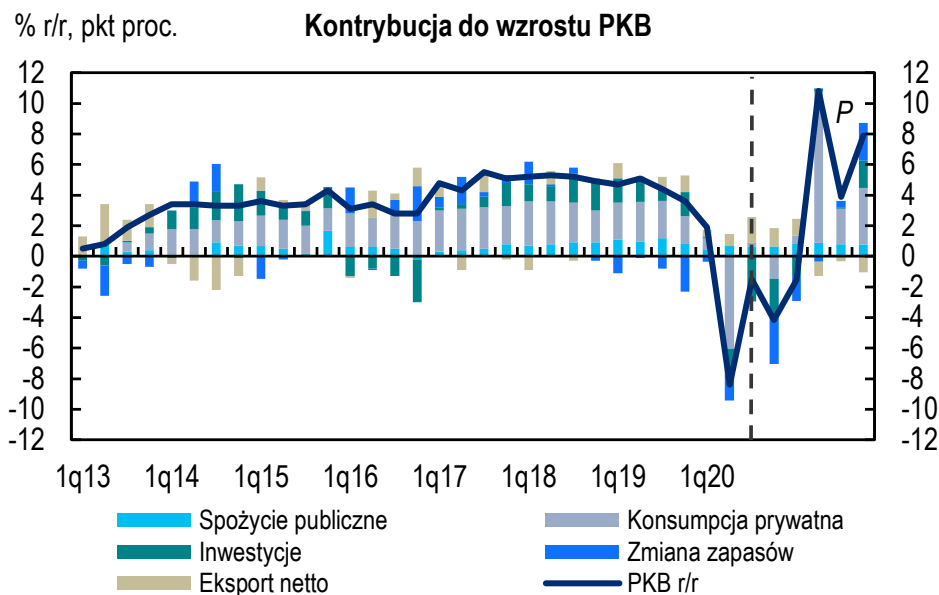
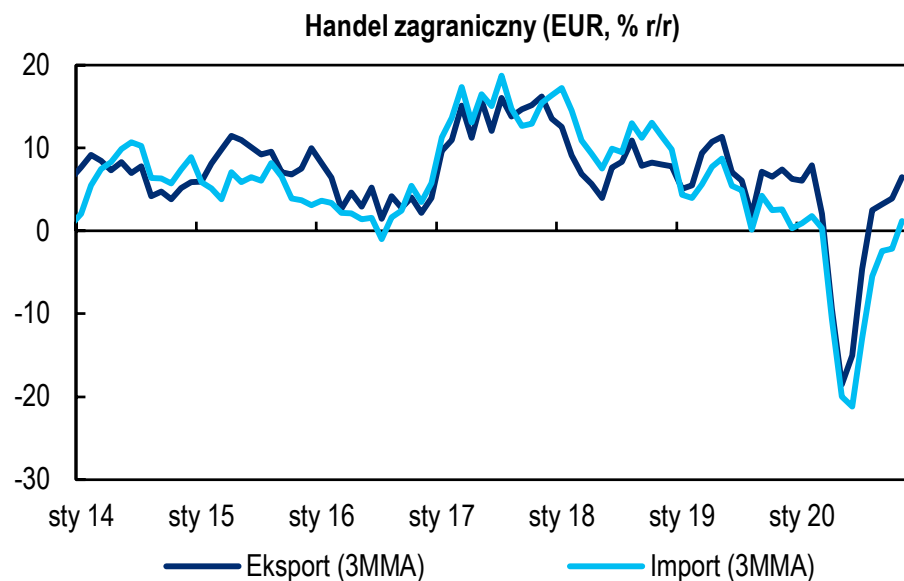


Nieźla (gospodarcza) końcówka roku

- Druga fala pandemii była pod względem zdrowotnym oraz pod względem obciążeniem służby zdrowia znacznie poważniejsza niż pierwsza fala. Z kolei pod względem ekonomicznym, druga fala okazała się znacznie mniej dotkliwa.
- O ile w kwietniu produkcja przemysłowa spadła o około 25% r/r, w grudniu wzrosła o 11,2% r/r. Podobnie skala spadku sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach roku była nieporównywalnie mniejsza niż podczas pierwszej fali pandemii. Dobre wyniki polskiego przemysłu częściowo odzwierciedlają fakt, że tym razem nie doszło do poważnych zaburzeń łańcuchów dostaw w handlu zagranicznym. Nie bez znaczenia (dla przemysłu i sprzedaży detalicznej) była również mniejsza skala obostrzeń w porównaniu z wiosną 2020 r.
- Słabsza reakcja gospodarki na ostatni szok pokazuje, że firmy i konsumenci stopniowo dostosowują się do nowych warunków, dzięki czemu są w stanie podtrzymywać aktywność pomimo znacznego ograniczenia mobilności.
- Według wstępnych danych GUS, polski PKB spadł w minionym roku o 2,8%. Był to wynik lepszy od prognoz formułowanych jeszcze kilka miesięcy wcześniej, a złożyła się na niego relatywnie wysoka dynamika PKB w IV kwartale (prawdopodobnie spadek zaledwie o 0,9% kw/kw vs. -9% w II kw.).



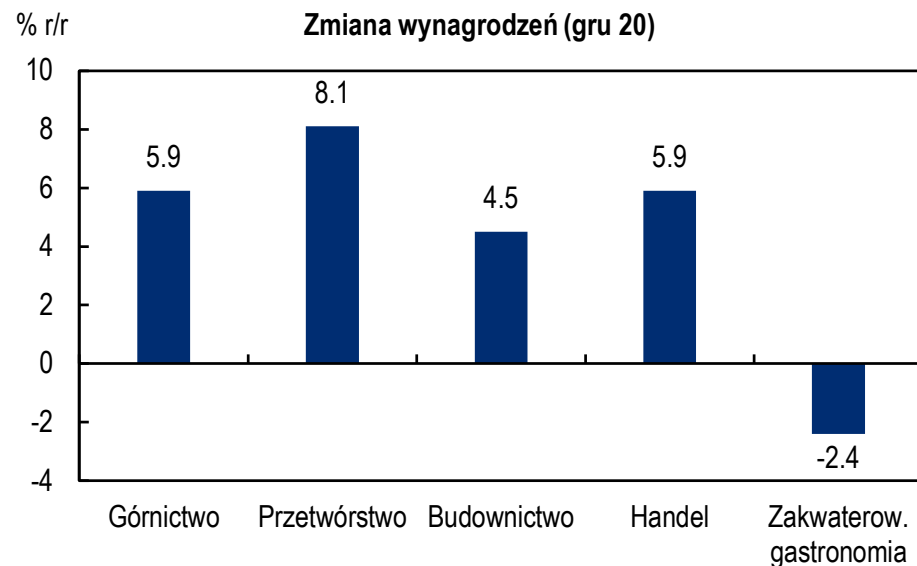
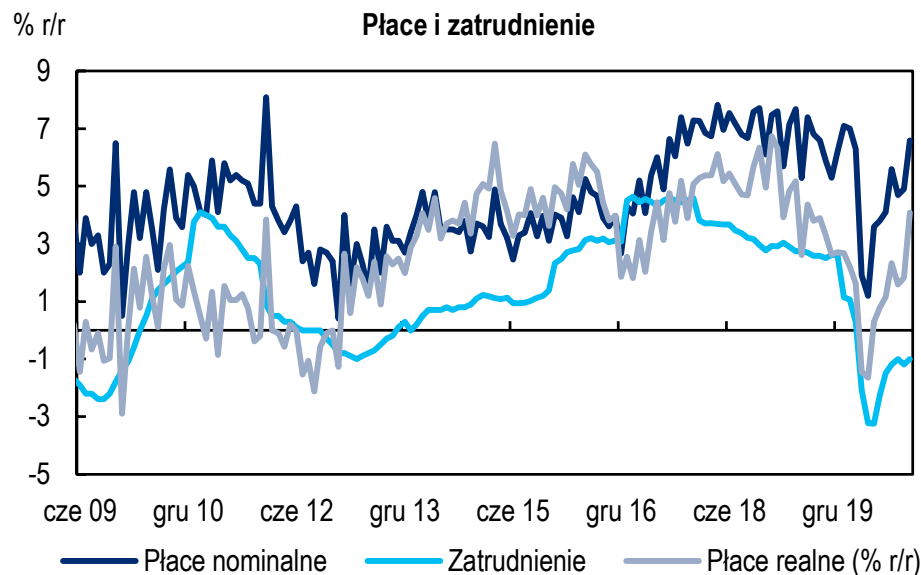
PKB w 2021 r.



Po słabszym początku roku, silne odbicie

- Mniejsza recesja pod koniec 2020 roku oznacza wyższy punkt startowy na kolejne kwartały, jednak na razie nie widzimy podstaw do znacznych rewizji prognoz na 2021 rok. Przedłużanie okresu lockdownu w krajach europejskich oraz wydłużanie restrykcji w Polsce może zrekompensować pozytywne niespodzianki z końca 2020 roku.
- Najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada ponowne osłabienie popytu konsumpcyjnego w I kwartale, odzwierciedlające ograniczenia w zakresie korzystania z usług gastronomicznych i turystycznych. Od II kwartału spodziewamy się wyraźniejszego odbicia aktywności, w miarę jak poprawa warunków pogodowych zezwoli na zwiększoną mobilność pracowników.
- Jak sygnalizowaliśmy w naszym raporcie rocznym, stosunkowo wolne tempo szczepień (związane również z ograniczeniem w dostępie do szczepionek) sprawi, że droga do odporności zbiorowej będzie długa. Niemniej z punktu widzenia aktywności gospodarczej kluczowe będzie to, że do II kw. Szczepienia powinny objąć osoby z grup ryzyka, pozwalając na łagodzenie obostrzeń.
- Biorąc to wszystko pod uwagę spodziewamy się silnego odbicia PKB w II i III kwartale, co powinno pozwolić na osiągnięcie ~3,7% wzrostu gospodarczego w całym roku

Rynek pracy



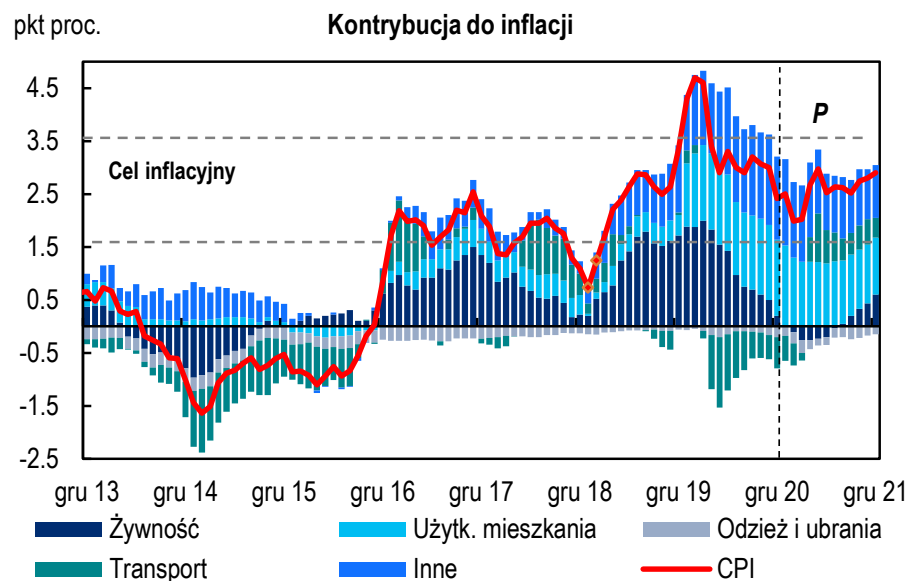
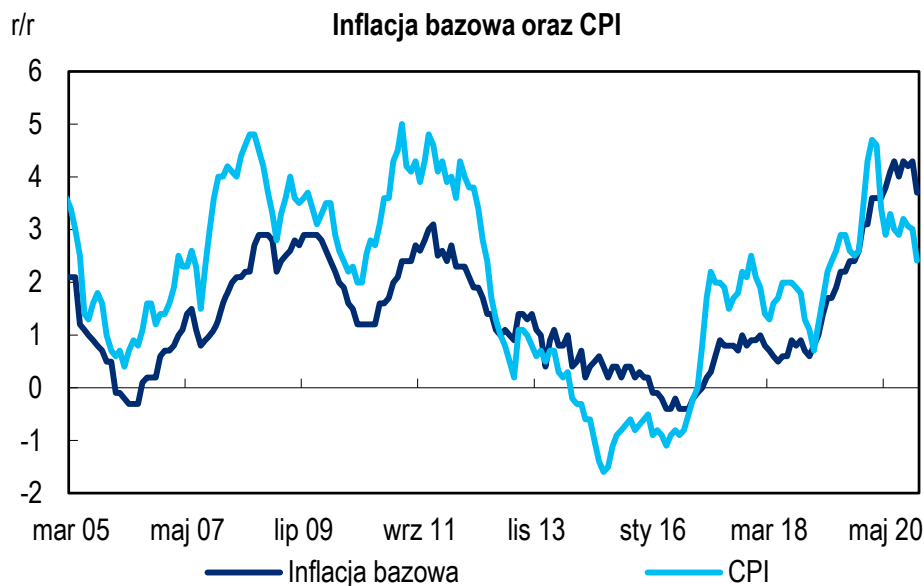
Płace ostro w górę

- Rynek pracy nie przestaje zaskakiwać. W grudniu przeciętne wynagrodzenie w przedsiębiorstwach wzrosło o 6,6% r/r, utrzymując wysoką dynamikę pomimo obostrzeń dotyczących części sektora usług. Szybszy wzrost płac odnotowano między innymi w przetwórstwie przemysłowym (8,1%), ale również w handlu i transporcie. Wysoka dynamika płac może być związana z koniecznością pracy w nadgodzinach w okresie przedświątecznym.
- Powyższą interpretację wspierają tendencje w zatrudnieniu. Przeciętne zatrudnienie w przedsiębiorstwach wzrosło w grudniu o 0,2% m/m (-1% r/r), podczas gdy liczba pracujących zmniejszyła się o 0,1%. Sugeruje to, że mniejsza liczba osób pracowała dłużej, najprawdopodobniej otrzymując za to przeciętnie wyższe wynagrodzenie. Dane za kolejne miesiące pokażą na ile efekt ten był przejściowy, a na ile świadczy o napiętej sytuacji na rynku pracy.

Bezrobocie wciąż niskie

- Na niezłą sytuację na rynku pracy wskazuje również niski poziom stopy bezrobocia, która osiągnęła w grudniu 6,2%, a więc była znacznie niższa niż można było przypuszczać na początku pandemii.

Inflacja



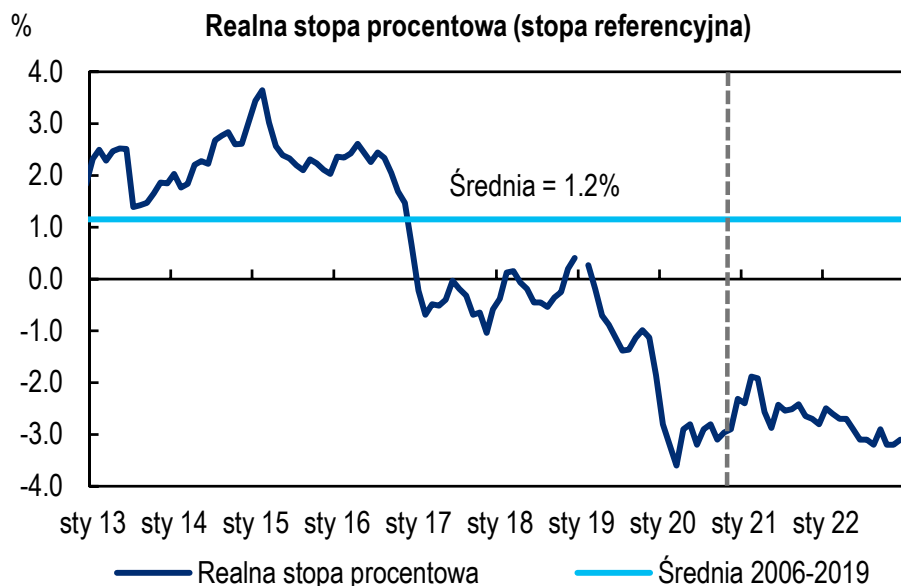
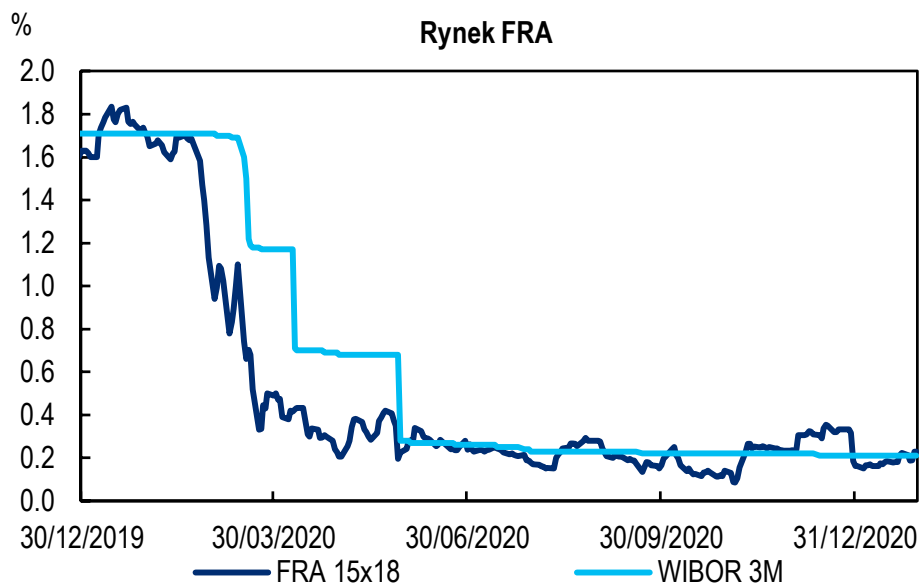
CPI w celu

- Inflacja spadła w grudniu do poziomu 2,4% r/r, powracając tym samym do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym Rady Polityki Pieniężnej (2,5%). Obniżyła się również inflacja bazowa, która jest obliczana po wyeliminowaniu wpływu cen żywności oraz energii. Niemniej jej obecny poziom (3,7%) jest wciąż relatywnie wysoki i wynika w znacznym stopniu z dynamicznego wzrostu cen usług.

Wzrost w dalszej części roku

- Początek roku przyniesie wyraźne podwyżki cen kontrolowanych, w tym opłat za prąd oraz opłat za wywóz śmieci. Mimo to inflacja powinna spaść w lutym-marcu, zbliżając się do około 2%. Nasze prognozy wskazują, że od kwietnia wskaźnik CPI powinien powoli zacząć rosnąć i pod koniec roku zbliżyć się do 3%.
- Ryzyko dla naszej prognozy jest po stronie silniejszego wzrostu cen, szczególnie po zniesieniu restrykcji i jednoczesnej materializacji odłożonego popytu. Podczas pandemii firmy z najbardziej dotkniętych sektorów nie realizowały istotnych projektów inwestycyjnych, co może ograniczać potencjał dostarczania usług w momencie, gdy restrykcje zostaną usunięte.

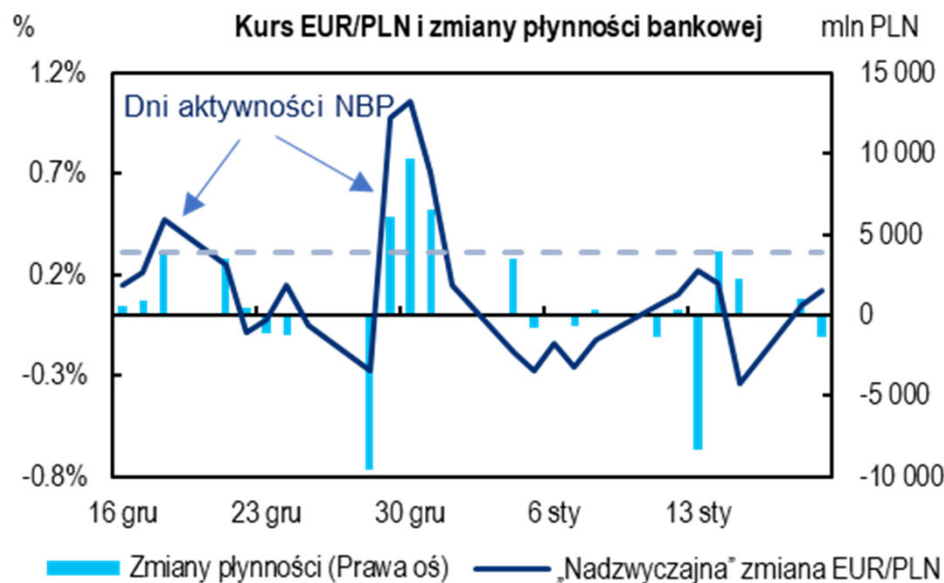
Polityka pieniężna



Stopy procentowe długo bez zmian

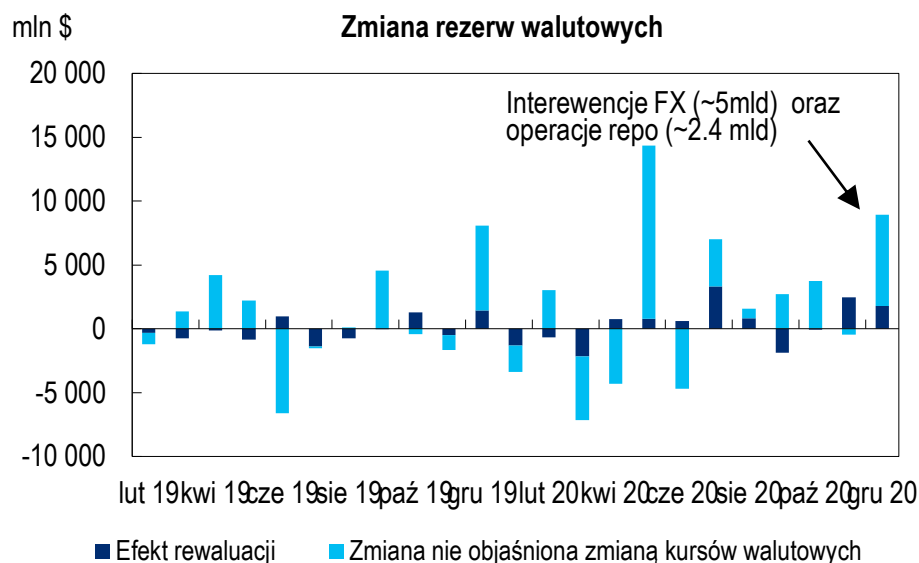
- W ostatnich dniach roku portal Obserwator Finansowy opublikował fragmenty wywiadu z prezesem NBP, które chwilowo rozbudziły oczekiwania na obniżki stóp procentowych. Opublikowana tydzień później pełna wersja wywiadu okazała się jednak mniej gołębia niż pierwotnie zakładano.
- Podczas styczniowej konferencji prasowej prezes Glapiński wyraźnie stwierdził, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja stóp procentowych na dotychczasowym poziomie. Jego zdaniem obniżka byłaby możliwa, gdyby aktywność gospodarcza okazała się niższa niż zakłada projekcja NBP. W swojej wypowiedzi prezes NBP zdystansował się wobec scenariusza obniżek, choć zasygnalizował, że gdyby stopy miały zostać zmienione, obniżki byłyby bardziej prawdopodobne niż podwyżki.
- W świetle tych wypowiedzi, nie powinien zaskakiwać fakt, że w styczniu RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Oczekujemy, że również w kolejnych miesiącach Rada powstrzyma się od zmian stóp. W przyszłym roku dobiegnie końca kadencja większości członków RPP, co dodatkowo może zniechęcać przedstawicieli władz monetarnych do podejmowania zdecydowanych lub kontrowersyjnych działań, o ile nie będą one jednoznacznie konieczne.

NBP wkracza na rynek

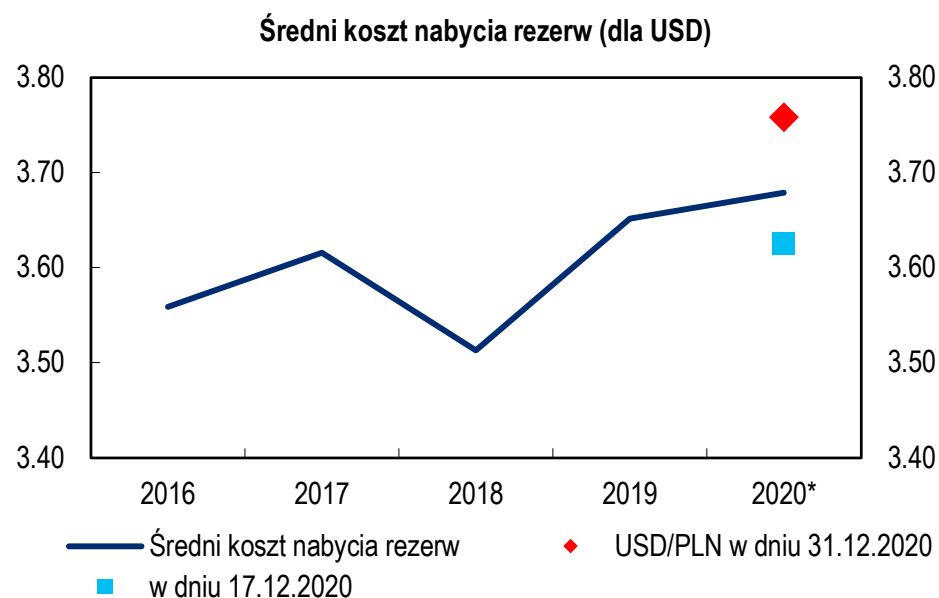
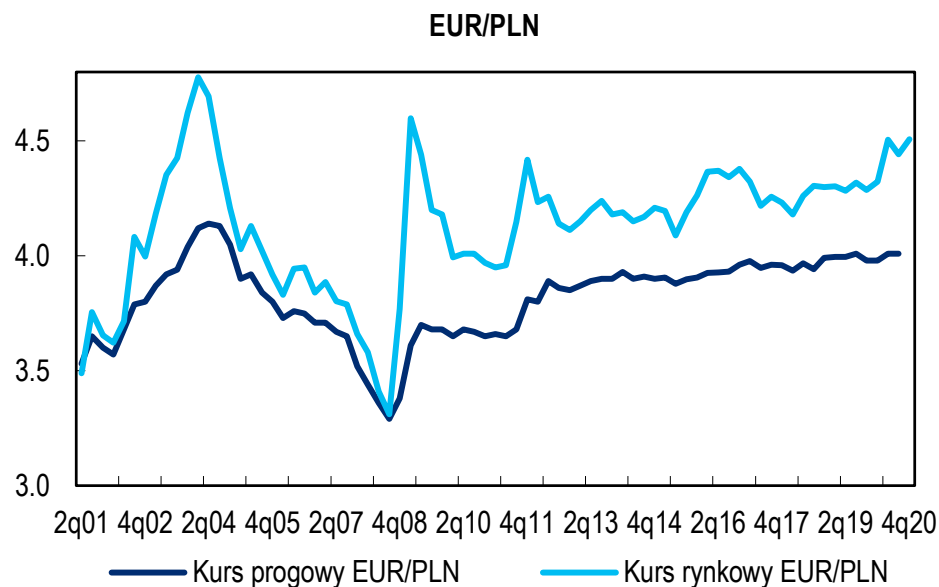


Bezprecedensowa skala interwencji

- Największą rynkową niespodzianką ostatnich tygodni w Polsce były interwencje NBP, mające na celu osłabienie złotego. Pierwsza interwencja odbyła się 18.12. i była następnie powtórzona przynajmniej trzykrotnie w ostatnich dniach 2020 roku (por. górny wykres). Złoty słabł aż do fixingu 31. grudnia, a następnie odrobił część strat.
- Według naszych szacunków NBP zakupił waluty za niemal 5 mld dolarów. Wskazują na to zmiany rezerw walutowych (skorygowane o efekt kursowy oraz skalę operacji repo), a także zmiany pozycji płynnościowej sektora bankowego. Była to najprawdopodobniej największa interwencja w historii NBP, a prezes Glapiński nazwał ją nieporównywalną z poprzednimi interwencjami.
- Przedstawiciele NBP poinformowali, że skupowanie walut miało na celu zapobieżenie umocnieniu złotego, które mogłoby zagrozić eksporterom. Ostateczna skala wpływu interwencji na eksport będzie uzależniona od zmian kursu w kolejnych miesiącach, bo przejściowe osłabienie w grudniu mogło nie być w pełni wykorzystane przez eksporterów.
- Słabszy złoty powinien mieć również pozytywne konsekwencje fiskalne, który szacujemy na około 4 mld zł (przy całkowitym zysku banku centralnego prawdopodobnie w okolicach lub powyżej 10 mld zł).



Stopniowa aprecjacja w kolejnych kwartałach



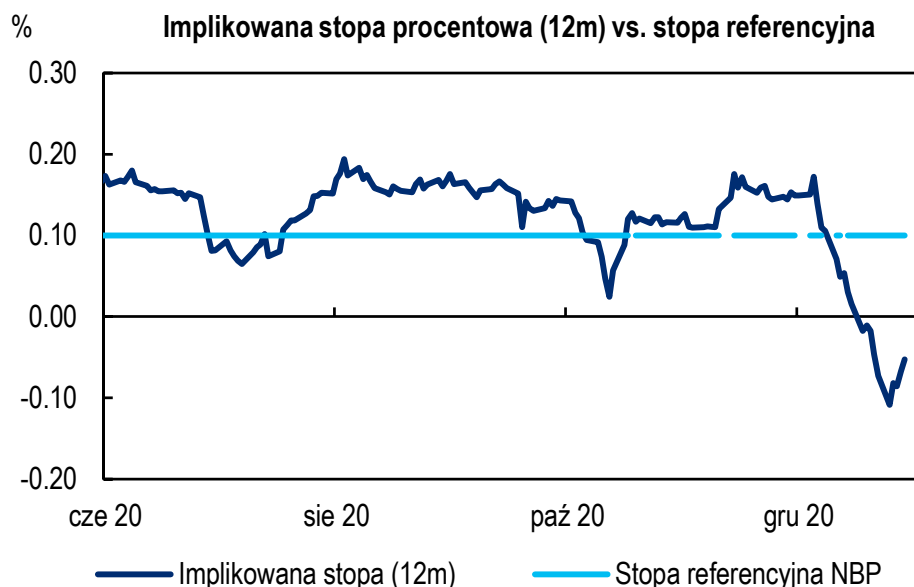
Bez rewolucji w reżimie kursowym

- Interwencje w grudniu nie oznaczają istotnych zmian w reżimie kursowym. W szczególności, naszym zdaniem nie zapowiadają one wprowadzenia „twardych” ograniczeń dla wahań kursu (*fx floor*), analogicznych do czeskich rozwiązań z lat 2013-2017.
- Nasz pogląd wydają się potwierdzać również wypowiedzi przedstawicieli NBP - podczas styczniowej konferencji prasowej prezes Glapiński wyraźnie zasygnalizował, że bank centralny nie zamierza bronić żadnego konkretnego poziomu kursu walutowego.

Mniej interwencji w przyszłości

- NBP nie publikuje danych o swojej aktywności, ale nasze analizy wskazują, że interwencje nie były kontynuowane w styczniu. Wydają się one raczej narzędziem, po które bank centralny zamierza sięgać sporadycznie, o ile w ogóle będzie widział taką potrzebę.
- Dlatego zakładamy, że w kolejnych miesiącach NBP nie będzie już tak aktywny na rynku FX, jak miało to miejsce w grudniu 2020. Oczekujemy, że w ciągu roku złoty będzie się stopniowo umacniał, a kurs EUR/PLN spadnie w pobliże 4,4.

Konsekwencje interwencji



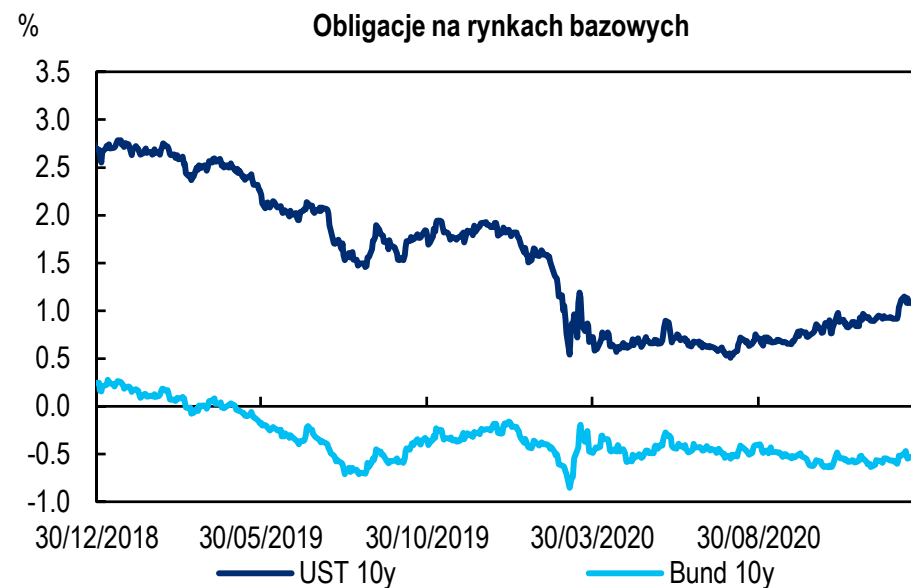
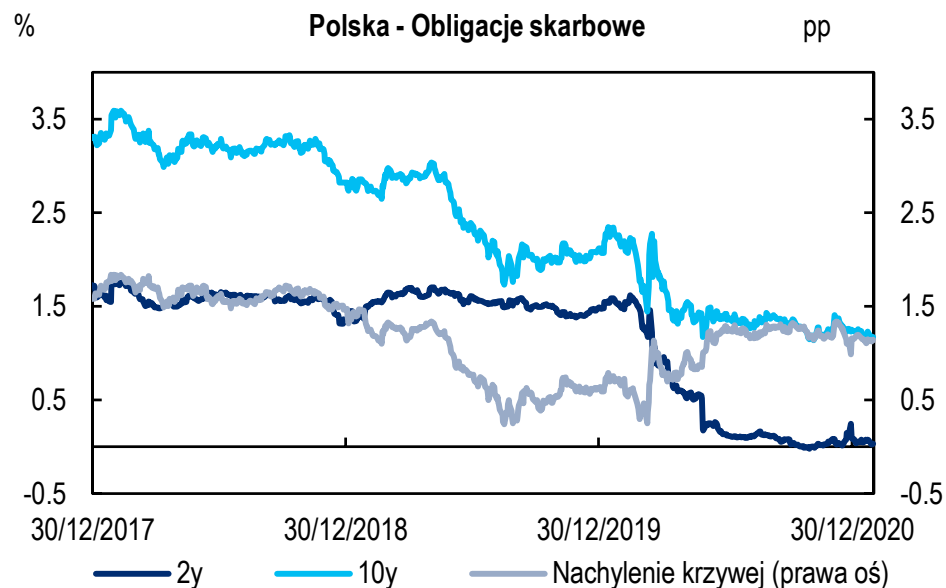
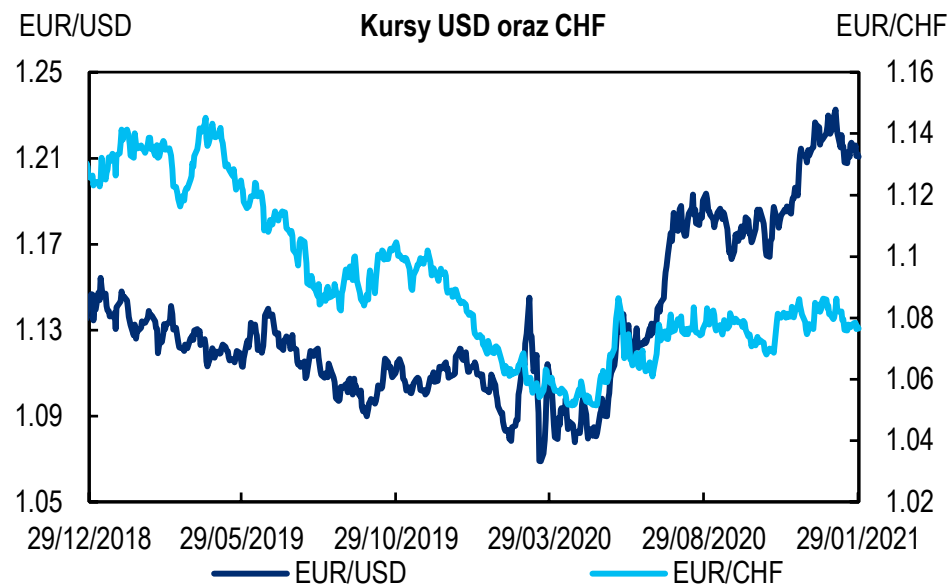
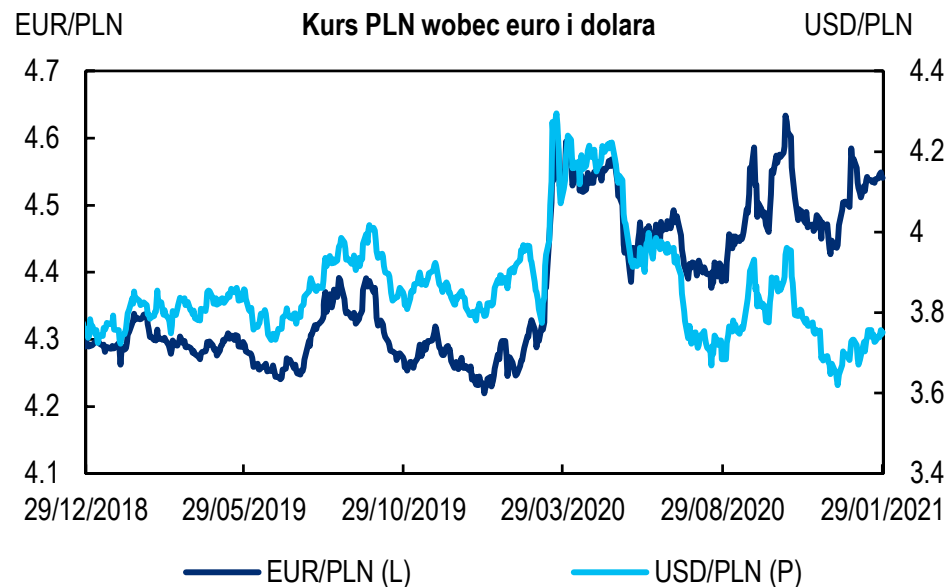
Płynność rośnie

- Interwencje mają również trwały efekt rynkowy. Skupując obce waluty, NBP wprowadził do systemu dodatkową płynność złotową, którą banki będą musiały lokować na depozycie w NBP lub w bonach pieniężnych. Wzrost nadpłynności będzie trwały, o ile NBP nie postanowi jej wyeliminować w długoterminowych operacjach absorbujących (uznajemy to jednak za mało prawdopodobne) lub o ile nie podniesie stopy rezerwy obowiązkowej.
- Wycofywanie płynności (sterylizacja) obniżałoby skuteczność interwencji i jednocześnie działałoby w przeciwnym kierunku niż program skupu aktywów.

Ujemne stopy procentowe

- Wzrost płynności złotowej i ściągnięcie FX z rynku przez bank centralny zmieniły relatywny koszt finansowania w obcych walutach. Znalazło to odzwierciedlenie w spadku implikowanych stóp procentowych poniżej zera oraz w rozszerzeniu cross currency basis, co sygnalizuje, że pozyskiwanie finansowania w walucie stało się obecnie trudniejsze.
- Ten sam czynnik sprawił również, że walutowy hedging stał się mniej korzystny, ze względu na wpływ interwencji na punkty terminowe.

Przegląd rynkowy



Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	596	593	695	773
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 800	1 861	1 989	2 122	2 288	2 306	2 441	2 654
PKB per capita (USD)	12 421	12 288	13 734	15 313	15 503	15 472	18 161	20 235
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	6,3	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,8	3,7	5,3
Inwestycje (% , r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	-0,9	11,0
Spożycie ogółem (% , r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,5	4,5	3,9
Konsumpcja indywidualna (% , r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	4,4	4,4
Eksport (% , r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-3,5	8,9	4,0
Import (% , r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-5,5	8,9	5,8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% , r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	2,9	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,6	3,2
Płace nominalne (% , r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,2	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% , r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	3,3	3,5	6,0
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50
WIBOR3M, (% , koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,22	1,05
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	3,46	3,42
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,51	3,43
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,40	4,35
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,44	4,37

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	20,2	16,0	6,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,4	2,3	0,8
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	11,1	8,5	5,4
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	251,8	278,1	313,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	240,7	269,6	308,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	23,9	26,7	29,5
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-15,1	-19,9	-27,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-10,1	-6,0	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-8,7	-4,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	49,4	49,8	48,4

Prognozy długoterminowe

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2,8	3,7	5,3	4,1	3,6	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	2,6	3,2	3,2	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	3,4	2,3	0,8	0,7	0,5	0,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0,10	0,10	0,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,46	3,42	3,33	3,24	3,15
USD/PLN (Średnia)	3,90	3,51	3,43	3,37	3,28	3,19
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,61	4,40	4,35	4,32	4,28	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,44	4,44	4,37	4,33	4,30	4,27



Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A.

Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku.

Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych.

Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji.

Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób.

Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości.

Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy.

Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych.

Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów.

Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale.

Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem.

Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji.

Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych



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.