

CitiMonthly

Konsumpcyjny dopalacz

- Mimo pogarszających się perspektyw dla światowej gospodarki i recesyjnych odczytów indeksów koniunktury PMI dla Niemiec dane z krajowej gospodarki za pierwsze miesiące roku były całkiem dobre i sugerują, że wzrost PKB w I kw. może być wyższy niż wcześniej zakładaliśmy.
- W całym roku oczekujemy spowolnienia wzrostu gospodarczego do 4,1% z 5,1% w 2018 r. i oczekujemy przy tym, że motorem wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna, która może przyspieszyć do ponad 5% za sprawą rządowego pakietu fiskalnego przy wsparciu wciąż mocnego rynku pracy. Jednocześnie spodziewamy się słabszego wzrostu inwestycji przy niższej niż w ubiegłym roku dynamice napływu środków unijnych.
- Koszt programu fiskalnego wyniesie ok 1% PKB w tym roku i 1,4% w 2020 r. co przełoży się na wzrost deficytu fiskalnego. Choć prawdopodobnie uda się uniknąć przekroczenia progu 3% PKB w 2020 r. to wyższy deficyt będzie wywierał presję na rynek obligacji.
- Jednocześnie inflacja pozostaje stosunkowo niska i pod kontrolą a RPP utrzymuje gołębie nastawienie. W obliczu wolniejszego wzrostu i niskiej inflacji, a także ryzyk płynących z zewnątrz i łagodniejszej retoryki EBC i Fed oczekujemy, że RPP utrzyma stopy do końca 2022 r.
- Spodziewamy się, że złoty pozostanie stosunkowo stabilny w kolejnych miesiącach z lekką tendencją do umocnienia przy wciąż dobrej koniunkturze w kraju i dosyć stabilnej sytuacji w bilansie płatniczym. Realizacja zewnętrznych ryzyk w kwestii Brexitu lub konfliktów handlowych może wpłynąć na okresowe podwyższenie zmienności złotego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

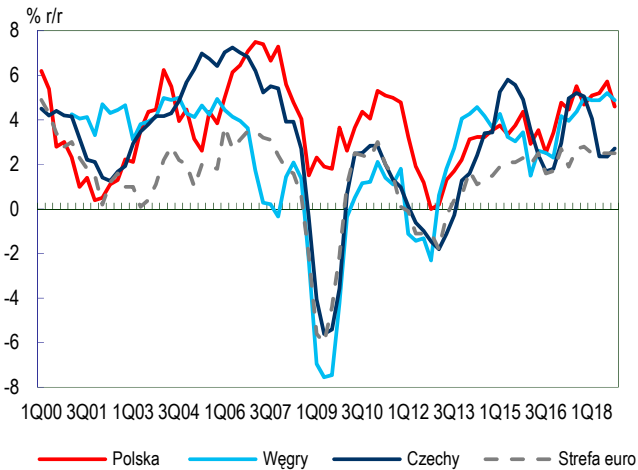
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	III kw.18P	IV kw.18P	I kw.19P	II kw.19P	III kw.19P	IV kw.19P
PKB (% r/r)	5,1	4,9	4,4	4,0	4,0	4,2
Inwestycje (% r/r, śr.)	9,9	6,7	6,6	5,1	3,5	4,5
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,5	4,3	4,8	5,3	5,8	5,8
Inflacja (% r/r, średnia)	2,0	1,4	1,2	1,4	1,4	1,8
Stopa bezrobocia (%)	5,7	5,8	6,0	5,5	5,3	5,6
Stopa ref. NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	4,28	4,29	4,30	4,27	4,27	4,26
USDPLN	3,69	3,77	3,83	3,71	3,65	3,61
Rentown. obligacji 10L (%)	3,24	2,93	2,85	2,95	3,15	3,20
EURUSD	1,16	1,14	1,12	1,15	1,17	1,18
Stopa Fed (%)	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa depozytowa EBC (%)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 20.3.2019 r.; R – realizacja, P-prognoza

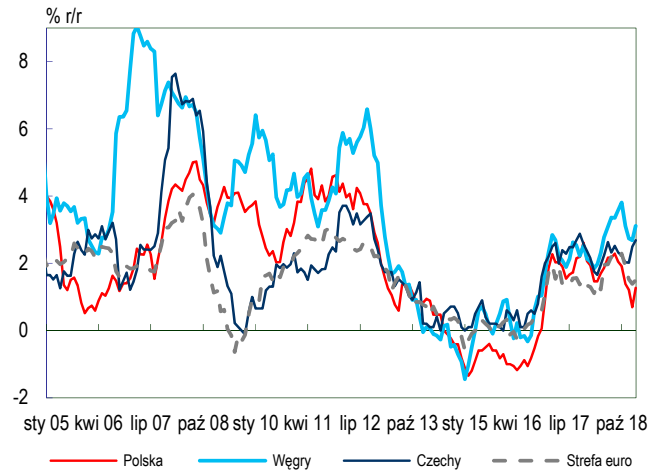
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



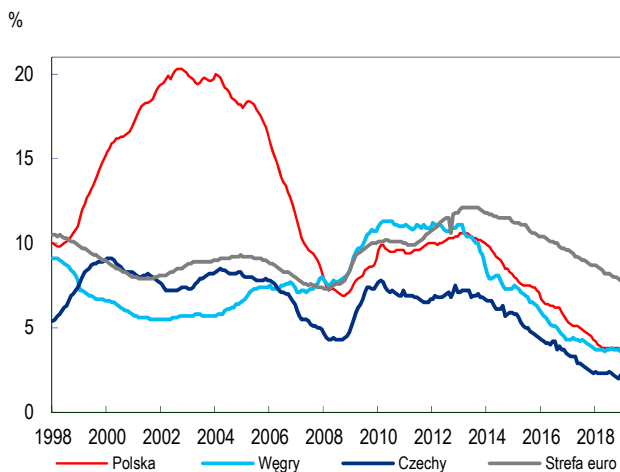
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



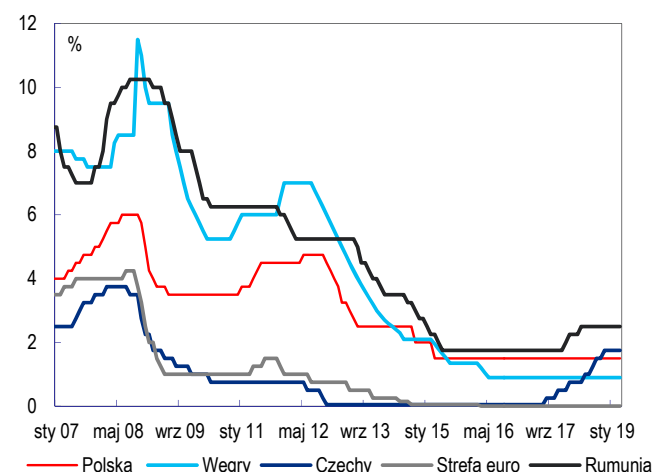
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



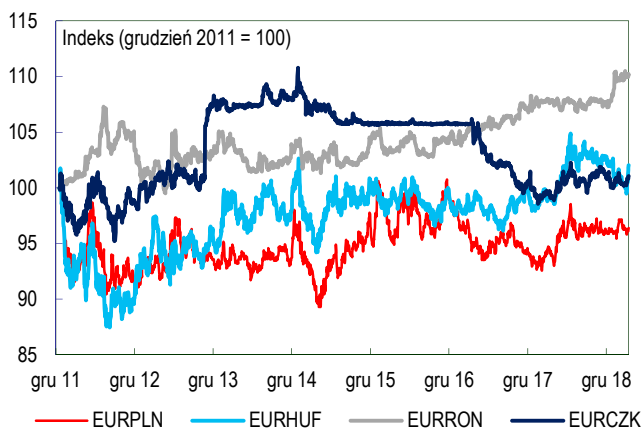
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



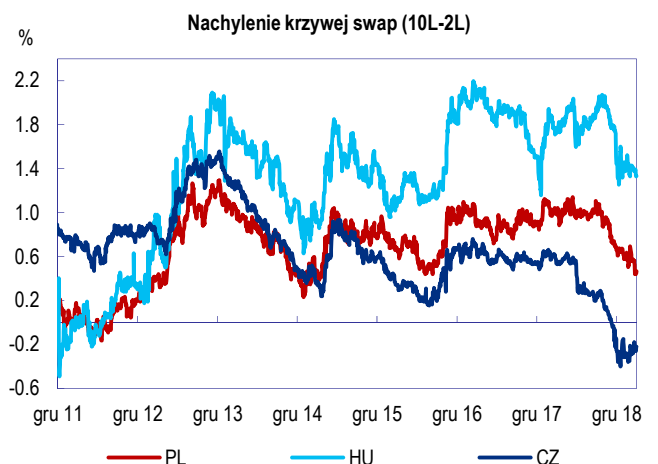
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Nachylenie krzywej swap (10 lat - 2 lata)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

Konsumpcyjny dopalacz

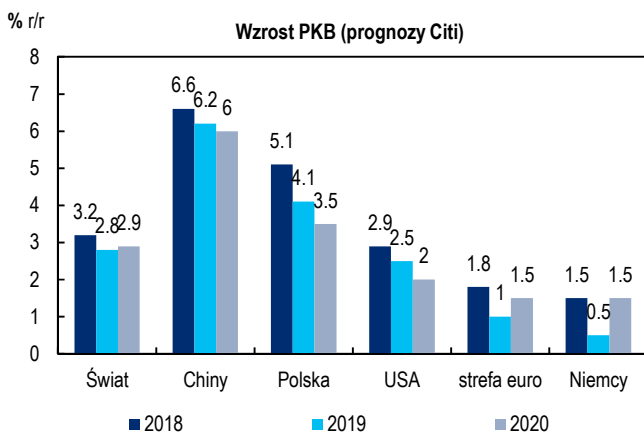
- Mimo pogarszających się perspektyw dla światowej gospodarki i recesyjnych odczytów indeksów koniunktury PMI dla Niemiec dane z krajowej gospodarki za pierwsze miesiące roku były całkiem dobre i sugerują, że wzrost PKB w I kw. może być wyższy niż wcześniej zakładaliśmy.
- W całym roku oczekujemy spowolnienia wzrostu gospodarczego do 4,1% z 5,1% w 2018 r. i oczekujemy przy tym, że motorem wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna, która może przyspieszyć do ponad 5% za sprawą rządowego pakietu fiskalnego przy wsparciu wciąż mocnego rynku pracy. Jednocześnie spodziewamy się słabszego wzrostu inwestycji przy niższej niż w ubiegłym roku dynamice napływu środków unijnych.
- Koszt programu fiskalnego wyniesie ok 1% PKB w tym roku i 1,4% w 2020 r. co przełoży się na wzrost deficytu fiskalnego. Choć prawdopodobnie uda się uniknąć przekroczenia progu 3% PKB w 2020 r. to wyższy deficyt będzie wywierał presję na rynek obligacji.
- Jednocześnie inflacja pozostaje stosunkowo niska i pod kontrolą a RPP utrzymuje gołębnie nastawienie. W obliczu wolniejszego wzrostu i niskiej inflacji, a także ryzyk płynących z zewnątrz i łagodniejszej retoryki EBC i Fed oczekujemy, że RPP utrzyma stopy do końca 2022 r.

Wyższa niepewność i niższy globalny wzrost

Światowa gospodarka znajduje się pod wpływem konfliktów handlowych, a utrzymująca się niepewność wpływa na gospodarkę realną i rynki finansowe. Globalny wzrost gospodarczy oraz obroty handlowe spowolniły już w ubiegłym roku i obecnie ten trend jest kontynuowany, a prognozy wzrostu gospodarczego są sukcesywnie rewidowane w dół. Obecnie oczekujemy, że światowa gospodarka spowolni w tym roku do 2,8% r/r (wobec 2,9% oczekiwanych przed miesiącem) z 3,2% odnotowanych w 2018 r. Bezpośrednia wymiana handlowa między Chinami i USA stanowi ok. 2% globalnego handlu a wpływa nawet na dwukrotnie większą wartość w handlu międzynarodowym biorąc pod uwagę wzajemne powiązania w łańcuchach dostaw. Zagrożeniem pozostaje utrzymane w zawieszaniu ryzyko wprowadzenia ceł na import aut z Niemiec i Japonii, co odpowiada 1% globalnego handlu, a bez ratyfikacji pozostaje umowa między USA, Kanadą i Meksykiem, która reguluje kolejne 3% światowego handlu. Łącznie stanowi to ok. 8% światowego handlu, a biorąc pod uwagę potencjalne środki odwetowe możliwe, że konflikty handlowe mogą mieć wpływ na ok. 20% globalnego handlu. Taka sytuacja wydaje się szczególnie niekorzystna dla gospodarek rozwiniętych i otwartych takich jak Japonia, China czy Niemcy, których relacja eksportu do PKB wynosi odpowiednio 28%, 35% i 71% wobec jedynie 20% dla Stanów Zjednoczonych. Negatywny wpływ obecnej sytuacji widoczny jest przede wszystkim w sektorze przemysłowym w tych krajach, podczas gdy ich sektory usług nastawione bardziej na rynek wewnętrzny i korzystające z wciąż dobrej sytuacji na rynku pracy prezentują się znacznie lepiej. Mimo to oczekujemy obecnie znacznie

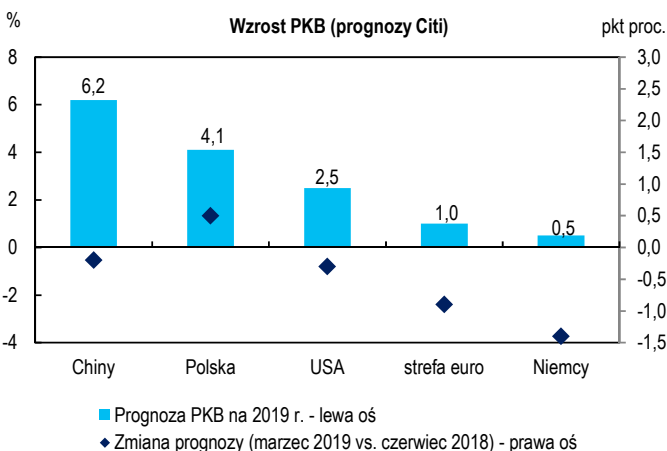
niższego tempa wzrostu PKB w Niemczech niż jeszcze przed miesiącem (0,5% r/r wobec 0,9% oczekiwanych w lutym). Sądzymy, że w zależności od rozwoju sytuacji intensyfikacja konfliktów handlowych może odjąć od prognozy globalnego wzrostu PKB nawet ok. 0,5 pkt proc. a całkowite ich załagodzenie mogłoby poprawić tą prognozę o ok. 0,4 pkt proc. W bazowym scenariuszu przewidujemy podpisanie wstępnego porozumienia między USA i Chinami w sprawie redukcji deficytu handlowego USA oraz współpracy w kwestii ochrony praw własności intelektualnej oraz większego otwarcia rynku chińskiego. Jednak część ceł na import z Chin może zostać utrzymanych a spory na linii USA-Chiny mogą się utrzymać jeszcze długo w związku z rosnącą rolą Chin w światowej gospodarce stającą się strategicznym konkurentem USA.

Wykres 7. Oczekujemy spowolnienia światowego wzrostu gospodarczego w tym roku, ale jednocześnie spodziewamy się stopniowego odreagowania w strefie euro w dalszej części roku



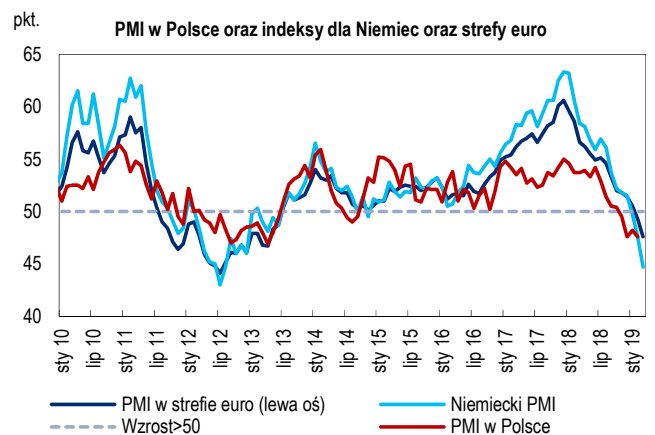
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 9. W ostatnich miesiącach prognozy wzrostu PKB w większości były rewidowane w dół, w tym przede wszystkim dla Niemiec



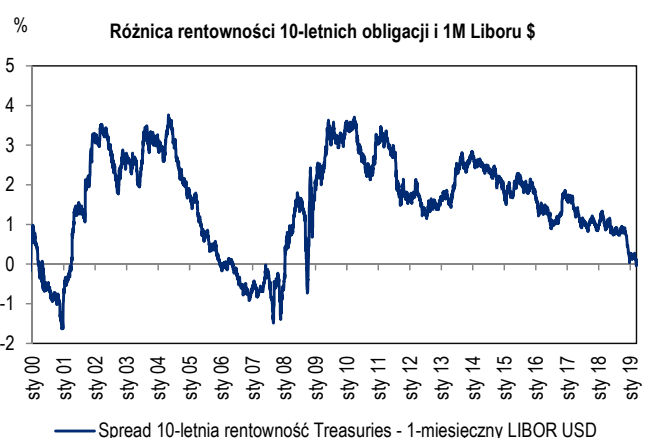
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 8. Indeksy koniunktury PMI zanotowały w ostatnich miesiącach znaczne spadki szczególnie dla przemysłu, co może mieć związek konfliktami handlowymi i spowalniającym wzrostem na świecie



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 10. Banki centralne złagodziły swój ton, co przełożyło się na spadki długoterminowych rentowności i spłaszczenie krzywych rentowności w Niemczech i USA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Utrzymuje się także bardzo duża niepewność dotycząca Brexitu, choć póki co ma ona bardziej regionalny charakter. Ostateczny termin porozumienia między Wielką Brytanią i Unią Europejską został przesunięty z 29 marca do 12 kwietnia w przypadku braku akceptacji wynegocjowanego „dealu” premier T. May przez parlament lub do 22 maja w przypadku jego

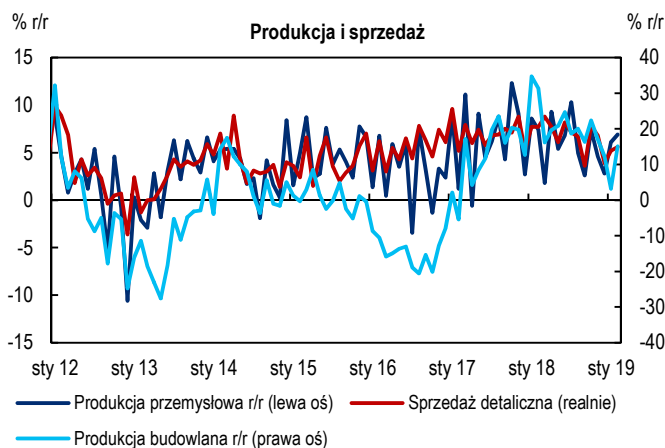
akceptacji. W obliczu przejęcia większej kontroli nad procesem ustalania warunków wyjścia przez brytyjski parlament i nieudanymi głosowaniami nad szeregiem opcji wyjścia możliwe jest ponowne przegłosowanie porozumienia wypracowanego przez premier T. May, ale coraz bardziej prawdopodobne wydaje się wydłużenie procesu negocjacyjnego i wcześniejsze wybory. W tym ostatnim scenariuszu nie można wykluczyć także drugiego referendum. Najmniej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się twardy Brexit, który w przypadku realizacji mógłby obniżyć ścieżkę wzrostu PKB w Wielkiej Brytanii nawet o 5 pkt proc. w ciągu 2-3 lat.

W sytuacji słabszej koniunktury globalne banki centralne zaczęły rewidować swoje podejście w polityce pieniężnej na bardziej gołębie. W marcu Europejski Bank Centralny zrewidował swoje prognozy wzrostu gospodarczego i inflacji w dół, wydłużył sygnalizowany w forward guidance okres bez zmian stóp do końca 2019 r. (wobec poprzedniego - do końca lata 2019 r.) i wprowadził kolejny program pożyczek dla banków TLTRO. Kilkanaście dni później Fed również obniżył prognozy wzrostu PKB i inflacji dla gospodarki amerykańskiej, zapowiedział stopniowe ograniczenie od maja i całkowite wstrzymanie redukcji sumy bilansowej od października. Ponadto Fed obniżył medianę oczekiwanej stopy procentowej w kolejnych okresach na wykresie kropkowym odzwierciedlającym opinie członków FOMC i obecnie zakłada on brak podwyżek w 2019 r. (wobec dwóch podwyżek oczekiwanych dotychczas) oraz jedną podwyżkę stóp w 2021 r. Biorąc pod uwagę wyniki ostatnich posiedzeń banków centralnych oczekujemy obecnie, że stopy procentowe w strefie euro zostaną podwyższone najprawdopodobniej dopiero w I kwartale 2021 r., natomiast Fed naszym zdaniem zakończył cykl zacieśniania polityki pieniężnej i stopy procentowe mogą pozostać na obecnym poziomie 2,25-2,50% przez długi czas.

Dobry początek roku w kraju

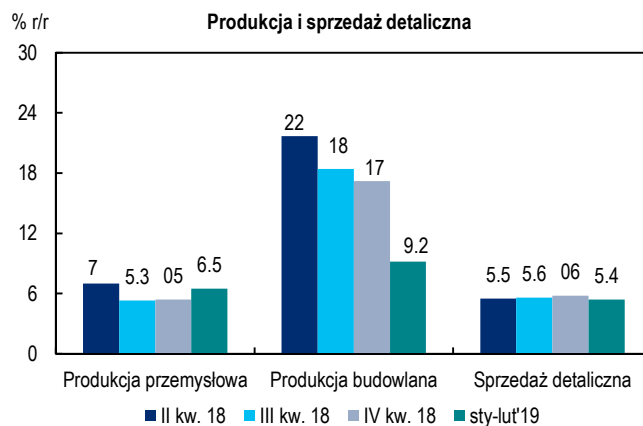
Mimo zewnętrznych przeciwności dane z krajowej gospodarki za pierwsze dwa miesiące roku były całkiem dobre i sygnalizują, że spowolnienie gospodarcze w I kw. może być mniejsze niż wcześniej oczekiwaliśmy. Pozytywnie zaskoczyła przede wszystkim produkcja przemysłowa, która okazała się wyższa od oczekiwań zarówno w styczniu jak i lutym. Średnia dynamika produkcji przemysłowej wyniosła w okresie styczeń-luty średnio 6,5% r/r. Taki wynik był wyższy niż wzrost produkcji odnotowany w II kwartale, i choć w marcu spodziewamy się niższej dynamiki produkcji z uwagi na efekt mniejszej liczby dni roboczych to i tak możemy powiedzieć, że tempo wzrostu w I kwartale było przyzwoite i zbliżone do wyniku za ostatni kwartał ubiegłego roku. Dobry wynik produkcji przemysłowej jest zaskakujący biorąc pod uwagę znaczne spadki indeksu wyprzedzającego koniunktury PMI dla przemysłu w ostatnich miesiącach. PMI spadał wraz z analogicznym ruchem indeksów PMI dla strefy euro i Niemiec i utrzymywał się poniżej 50 pkt przez ostatnie 4. miesiące. Jednak biorąc pod uwagę, że inne wskaźniki wyprzedzające koniunktury nie są tak pesymistyczne oczekujemy, że osłabienie produkcji przemysłowej w tym roku nie będzie tak znaczące jak sygnalizuje PMI. Ponadto wsparciem dla produkcji powinien być utrzymujący się na stosunkowo słabym poziomie kurs złotego.

Wykres 11. Dane za luty zaskoczyły pozytywnie zarówno jeśli chodzi o produkcję, sprzedaż jak również płace



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 12. Dane za styczeń-luty sugerują, że wzrost PKB w I kw. mógł spowolnić w mniejszym stopniu niż wcześniej zakładał rynek

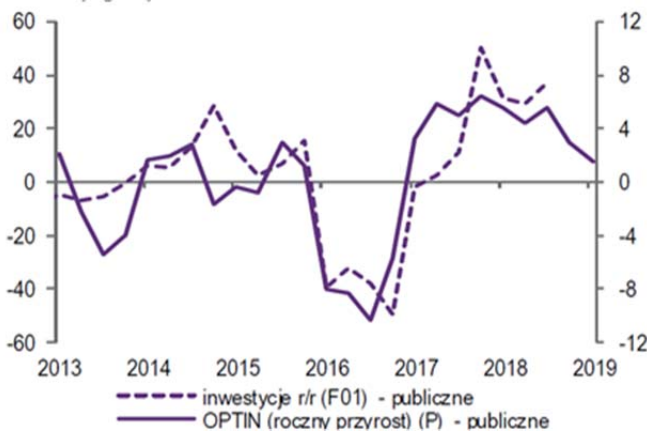


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Produkcja budowlana nieoczekiwanie odreagowała w lutym wyraźnie do 15,1% wobec rozczarowujących wyników za styczeń (wzrost o 3,2%). Sądzymy, że wzrost produkcji budowlanej będzie wolniejszym w tym roku w porównaniu do 2018 r., jednak aby ocenić skalę spowolnienia trzeba poczekać na publikacje za kolejne miesiące, biorąc pod uwagę to, że dotychczas opublikowane dane dają przeciwstawne sygnały. Liczba wydanych rozpoczętych inwestycji budowlanych wzrosła w okresie styczeń-luty o 8,4%, ale już liczba wydanych pozwoleń na budowę spadła o 8,9%. Wsparciem dla produkcji budowlanej powinien być większy napływ środków unijnych w porównaniu do ubiegłego roku, ale tempo przyrostu napływu środków UE będzie wolniejsze niż w 2018 r., co przemawia za scenariuszem wolniejszej produkcji w całym roku. Mimo utrzymania wykorzystania mocy produkcyjnych na wysokim poziomie wolniejszy wzrost produkcji budowlanej i spadek indeksu nastrojów inwestycyjnych w sektorze publicznym przy spowolnieniu napływu środków UE wspierają nasz scenariusz zakładający spowolnienie inwestycji do 4,7% w tym roku z 7,3% w 2018 r. Negatywnie na nastroje inwestycyjne mogą też wpływać rewizje w dół prognoz dla światowej gospodarki i obawy o skutki wojen handlowych i Brexitu.

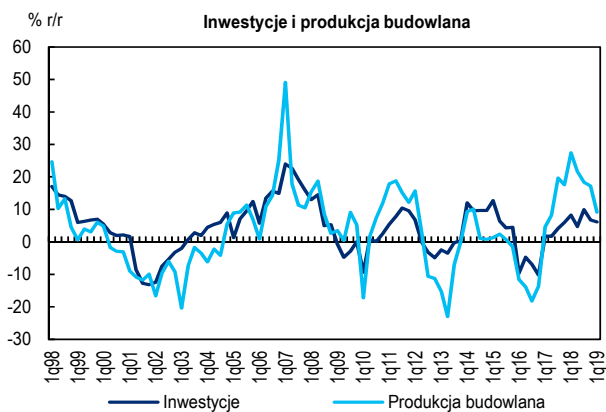
Dane o sprzedaży detalicznej za styczeń i luty pokazały średni realny wzrost sprzedaży o ponad 5%. Wysoka dynamika sprzedaży była napędzana przede wszystkim przez wzrost w kilku kategoriach (patrz Wykres 16). Sprzedaż detaliczna będzie wspierana w tym roku zarówno przez rynek pracy jak i łagodzenie polityki fiskalnej.

Wykres 13. Nastroje w przedsiębiorstwach publicznych nieco osłabły



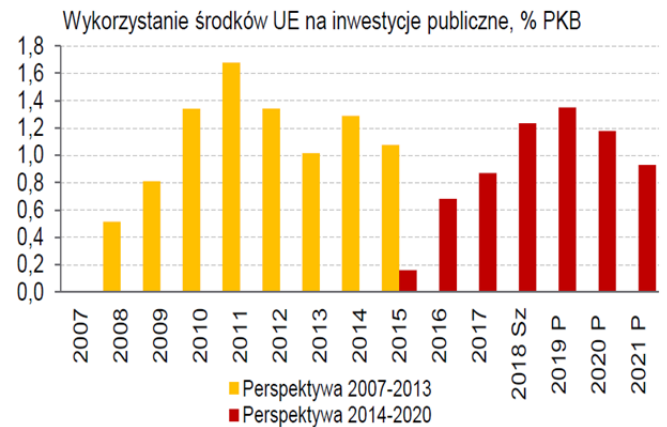
Źródło: NBP, Citi Handlowy; * OPTIN – udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji, wzrost nakładów lub rozszerzenie skali realizowanych inwestycji

Wykres 15. Produkcja budowlana spowalnia



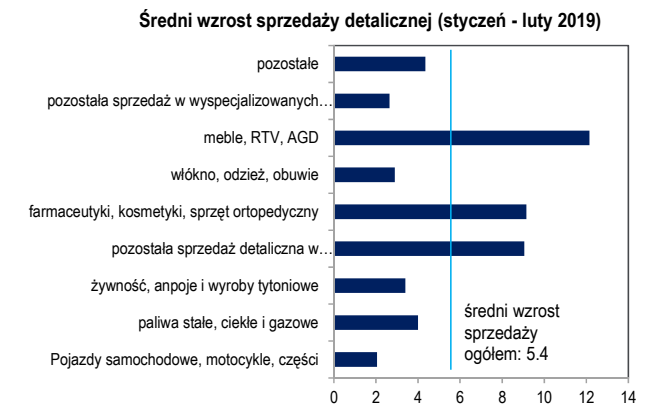
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. ... podobnie jak dynamika absorpcji funduszy UE



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 16. Sprzedaż detaliczna realnie (styczeń-luty 2019 r.)

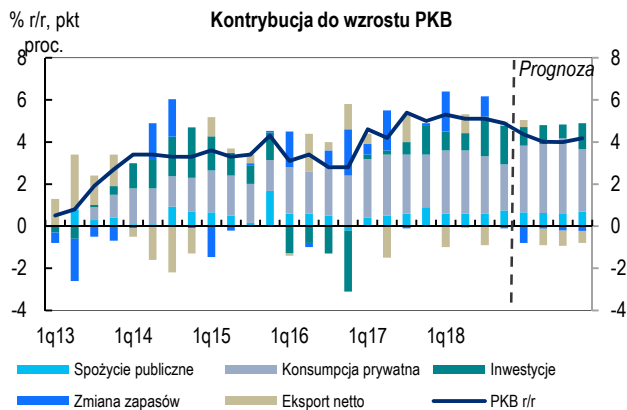


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wzrost wyhamuje, ale mniej niż oczekiwano

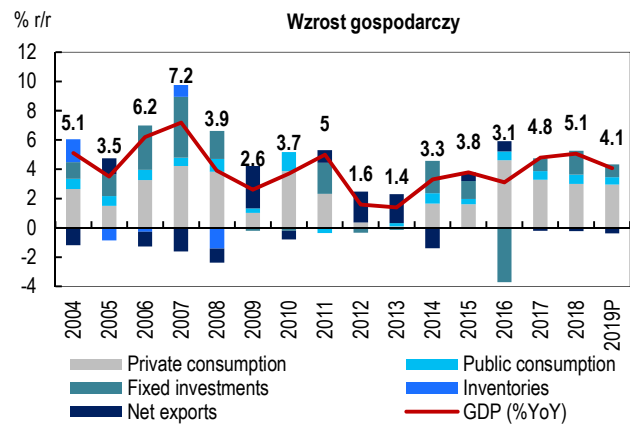
Nasz bazowy scenariusz przewiduje wyhamowanie wzrostu gospodarczego w I kwartale tego roku do 4,4% (wobec 4,1% oczekiwanych wcześniej) z 4,9% w IV kw. 2018 r. Jednocześnie sądzimy, że w całym roku wzrost gospodarczy spowolni do 4,1% z 5,1% zanotowanych w 2018 r. Naszym zdaniem wzrost gospodarczy będzie napędzany w tym roku przede wszystkim przez konsumpcję prywatną, która przyspieszy do 5,4%. W związku z tym, że konsumpcja prywatna stanowi ok. 60% PKB przyspieszenie w tej kategorii pozwoli przynajmniej częściowo zniwelować wolniejszy wzrost inwestycji i ryzyka płynące z zewnątrz. Wsparciem dla dobrych wyników konsumpcji prywatnej będzie wciąż bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, a także program fiskalny ogłoszony przez rząd w ostatnich tygodniach. W związku z tym ostatnim czynnikiem w ciągu ostatniego miesiąca podwyższyliśmy naszą prognozę wzrostu gospodarczego z 3,8% rewidując w górę prognozy konsumpcji prywatnej.

Wykres 17. Gospodarka będzie stopniowo hamować ...



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 18. ... ale wolniej niż wcześniej oczekiwano, głównie za sprawą mocnej konsumpcji prywatnej

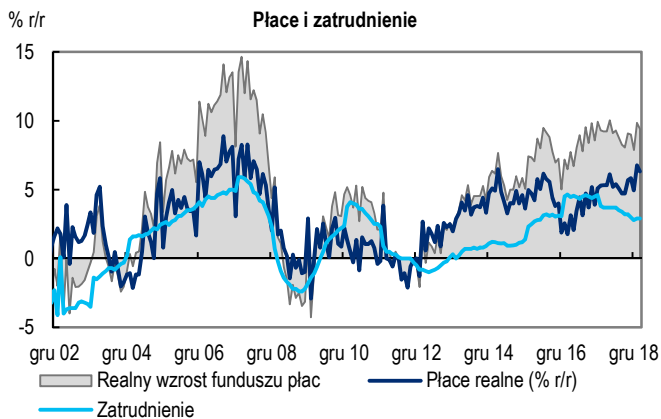


Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Rynek pracy wciąż mocny

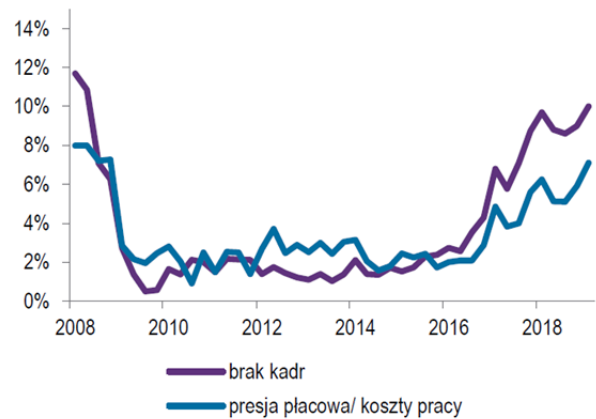
Dane o płacach za pierwsze miesiące roku sygnalizują, że obawy o pogorszenie warunków na rynku pracy widoczne pod koniec ubiegłego roku były przedwczesne. Tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw za styczeń zaskoczyło w górę przyspieszając do 7,5%, a pozytywną niespodzianką okazało się także dalsze przyspieszenie do 7,6% w lutym. Ponadto wyniki ankiet banku centralnego sugerują, że po lekkim osłabieniu pod koniec ubiegłego roku niedobory kadrowe na rynku pracy i presja płacowa są jeszcze większe podobnie jak odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki płac. Indeksy odzwierciedlające te wielkości są na najwyższych poziomach od boomu z lat 2007-2008. Ponadto stopa bezrobocia pozostaje blisko rekordowo niskich poziomów. Stopa bezrobocia rejestrowanego w lutym utrzymała się na styczniowym poziomie 6,1% i jest to historycznie najniższy wynik odnotowany w lutym. Z kolei stopa bezrobocia BAEL (na podstawie wyników ankiety Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności) wynosi ok. 3,7% (po odsezonowaniu i korekcie o dni robocze) i również jest to rekordowy niski poziom. Ponadto stopa BAEL jest jedną z najniższych w Unii Europejskiej obok Czech, Niemiec i Węgier. W rezultacie oczekujemy w tym roku wzrostu nominalnych płac w sektorze przedsiębiorstw o ponad 7% jednak przy stopniowym spowolnieniu zatrudnienia w związku z niską stopą bezrobocia. Ponadto w roku wyborczym najprawdopodobniej wysoka będzie także presja na wzrost płac w sektorze publicznym (obecnie planowany jest na strajk nauczycieli), szczególnie biorąc pod uwagę gotowość rządu do łagodzenia polityki fiskalnej.

Wykres 19. Ograniczona podaż pracowników będzie prowadzić do spowolnienia zatrudnienia i podwyżek płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 20. Presja płacowa w sektorze prywatnym rośnie, a może rosnać także w sektorze publicznym w okresie przedwyborczym



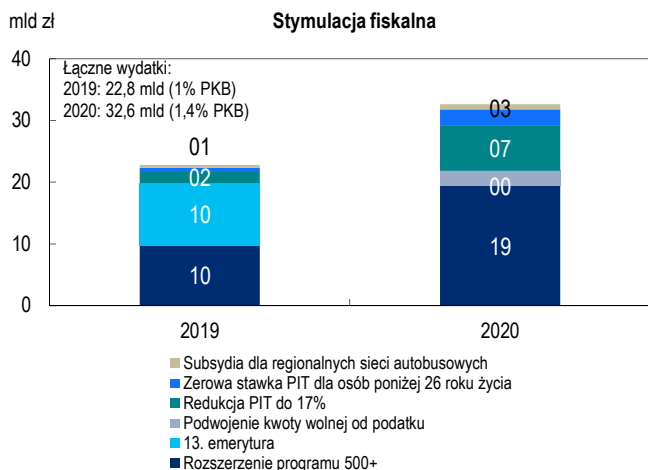
Źródło: NBP, Citi Handlowy

„Nowa piątka” podwyższy konsumpcję i deficyty

Rząd ogłosił nowy program stymulujący gospodarkę, którego koszt może wynieść ok. 1% PKB w 2019 r. i 1,4% PKB w 2020 r. Główne punkty programu uwzględniają rozszerzenie programu dodatków na dzieci 500+, wypłatę 13. emerytury, obniżenie stawek PIT, w tym obniżenie najniższego progu z 18% do 17%, a dla osób poniżej 26 roku życia obniżenie stawki podatkowej do zera, oraz zwiększenie kwoty wolnej od podatku. Tak duży transfer fiskalny wesprze przede wszystkim konsumpcję. Rząd planuje sfinansować zwiększone wydatki uszczelnieniem systemu podatkowego, co miałyby ograniczyć luki VAT, PIT i CIT i poprawić wyniki także w NFZ i FUS. Dodatkowe środki miałyby przynieść cyfryzacja administracji publicznej i opodatkowanie cyfrowych międzynarodowych przedsiębiorstw. Ponadto część transferu do gospodarstw domowych wróciłaby do budżetu w postaci wyższych dochodów z tytułu VAT. Jednak sądzimy, że tak duży impuls fiskalny przede wszystkim przełożyłby się na znaczny wzrost deficytu budżetowego. W bazowym scenariuszu przewidujemy, że program fiskalny może okazać się wyzwaniem, ale Ministerstwu Finansów uda się uniknąć w tym roku nowelizacji budżetu, a budżet wesprze dodatkowo zysk NBP lub dodatkowe dywidendy ze spółek Skarbu Państwa. Sądzimy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego może wzrosnąć w tym roku do 1,9% PKB. Przyszły rok wydaje się jednak jeszcze trudniejszy, a deficyt może wzrosnąć nawet do 2,7% PKB. W przypadku głębszego spowolnienia za granicą istnieje jednak ryzyko przekroczenia progu 3% PKB, co groziłoby otwarciem procedury nadmiernego deficytu wobec Polski. Ponadto wyższa ścieżka deficytów przełoży się także na wyższą niż dotychczas zakładaliśmy ścieżkę długu publicznego, choć zakładamy, że relacja długu do PKB pozostanie w najbliższych latach stosunkowo stabilna. Pobudzenie wzrostu gospodarczego poprzez łagodną politykę fiskalną w momencie kiedy wzrost jest jeszcze stosunkowo wysoki i wciąż powyżej potencjału, może zwiększać napięcia w gospodarce. Ponadto mimo okresu wciąż dobrej koniunktury wykorzystywane są rezerwy fiskalne, które mogłyby się przydać w okresie głębszego spowolnienia. Jednocześnie program zakłada wzrost wydatków sztywnych co tym bardziej będzie utrudniać potencjalną odpowiedź ze strony polityki fiskalnej na szoki w gospodarce w przyszłości. Wyższy deficyt budżetowy będzie się wiązał z większą emisją długu, a już przyjęty na ten rok budżet zakładał

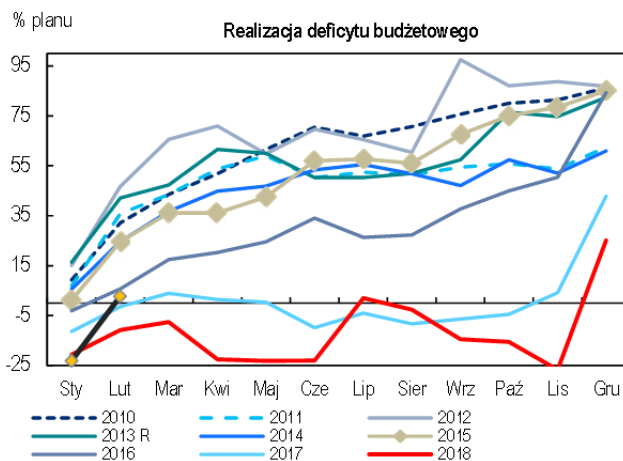
zwiększenie emisji obligacji krajowych. W oczekiwaniu na wzrost potrzeb pożyczkowych i podaży obligacji zareagował rynek długu poprzez wzrost rentowności i rozszerzenie spreadów kredytowych asset swap wobec stóp swap szczególnie na długich tenorach. Oczekujemy wyższych rentowności także na koniec roku.

Wykres 21. Koszt programu fiskalnego, tzw. „nowej piątki” będzie wysoki i trudny do sfinansowania



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

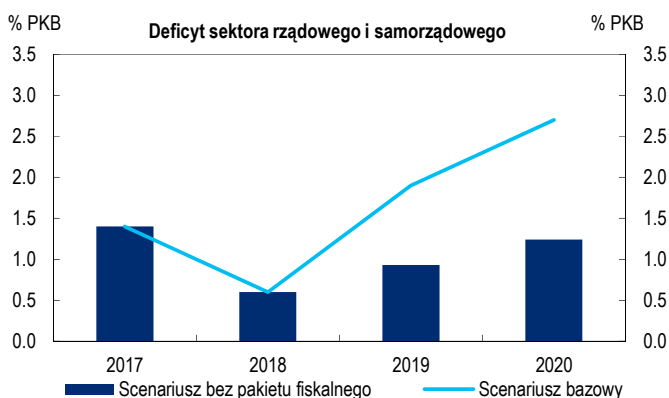
Wykres 22. Budżet osiągnął deficyt już w lutym przy słabszym wykonaniu dochodów w podatkach pośrednich i wyższych wydatkach w rozliczeniach z UE



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

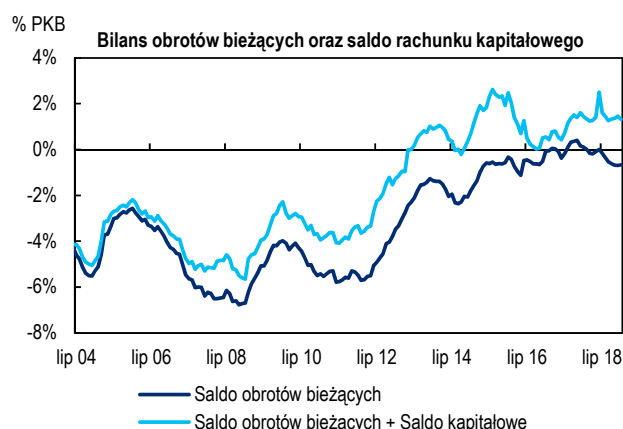
Ekspansywna polityka fiskalna, która pobudzi konsumpcję podwyższy naszym zdaniem dynamikę importu i przełoży się na wyższy deficyt obrotów bieżących. W ostatnim miesiącu zrewidowaliśmy ścieżkę deficytu obrotów bieżących w górę. Po tym jak bilans na rachunku bieżącym osiągnął nadwyżkę w 2017 r. i tym samym najlepszy wynik od początku lat 90 w ubiegłym roku zaczął się pogarszać m.in. w rezultacie słabszego wyniku w bilansie handlowym, wyższej dynamice importu. Sądymy, że w tym roku wzrost deficytu handlowego będzie kontynuowany mimo spowolnienia gospodarczego, głównie w związku z przyspieszeniem konsumpcji prywatnej, co może przełożyć się na wzrost deficytu obrotów bieżących do ok 1,5% PKB. Jednak jednocześnie w tym roku napływ środków unijnych na rachunek kapitałowy będzie większy niż w roku ubiegłym co powinno stabilizować sumę przepływy w bilansie płatniczym.

Wykres 23. Nowy pakiet fiskalny oznaczałby wzrost deficytu w kierunku 3% w 2020 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 24. ... oraz przyspieszenie importu, co przełożyłoby się na nieco większy deficyt obrotów bieżących

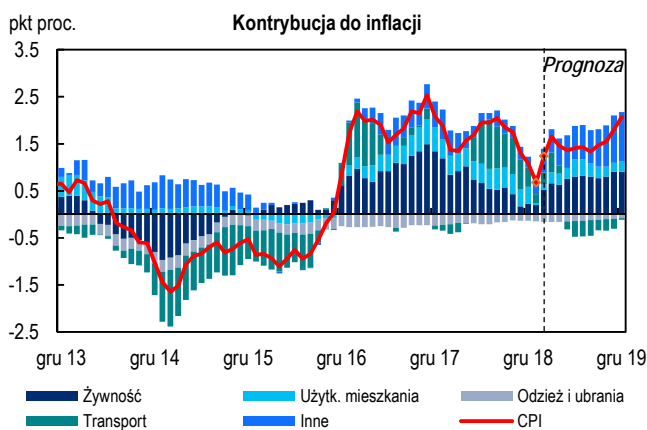


Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Niska inflacja i łagodna polityka pieniężna

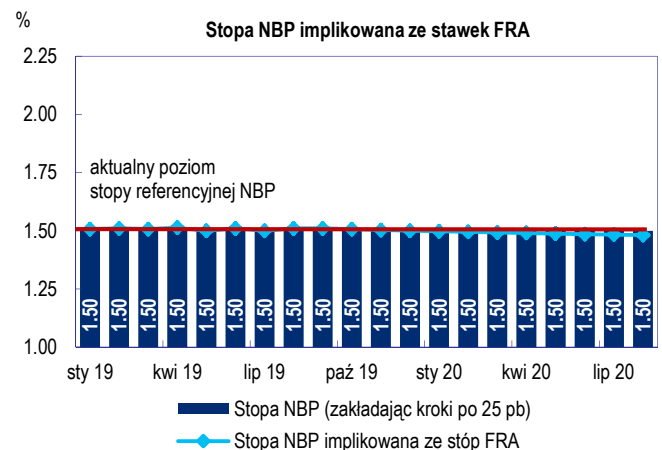
Spodziewamy się utrzymania inflacji poniżej celu inflacyjnego w tym roku. W lutym inflacja wzrosła do 1,2% ze zrewidowanych w dół 0,7% w styczniu. Rewizja danych za styczeń z 0,8% wynikała ze zmiany wag w koszyku inflacyjnym i w rezultacie miesięczny wzrost cen konsumpcyjnych w lutym okazał się wysoki (aż 0,4% m/m). Jednocześnie do wzrostu inflacji w lutym przyczyniła się wzrost inflacji netto do 1% wobec 0,6% w grudniu. Według wstępnych danych za marzec inflacja wzrosła do 1,7% i w kolejnych miesiącach oczekujemy wzrostu zarówno podstawowego wskaźnika inflacji (do ok. 2,1% na koniec roku) jak i inflacji bazowej. Sądzymy, że pod koniec roku inflacja netto może nawet przewyższyć podstawową inflację, a także cel inflacyjny, do czego przyczynić się będzie oczekiwany spadek cen ropy i stabilizacja cen energii dla gospodarstw domowych przy ich wzroście dla przedsiębiorstw i utrzymaniu presji popytowej.

Wykres 25. Spodziewamy się utrzymania inflacji poniżej celu do końca roku i pod kontrolą w okolicach celu do końca kadencji RPP.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 26. Rynek nie wycenia obecnie zmian stóp procentowych przez długi czas.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Rada Polityki Pieniężnej może utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie do końca kadencji. Trend na spowolnienie wzrostu gospodarczego, niska inflacja utrzymująca się przez kolejne miesiące poniżej celu inflacyjnego i pozostająca pod kontrolą także w kolejnych latach oraz gołębienie nastawienie członków RPP sprawią naszym zdaniem, że Rada nie zmieni parametrów polityki pieniężnej nawet do końca swojej kadencji, tj. do roku 2022. Co prawda część członków Rady dostrzegło w ostatnich wypowiedziach ryzyka dla inflacji wynikające z programu stymulacji fiskalnej, ale naszym zdaniem wpływ na wzrost CPI ze strony większych wydatków będzie ograniczony, i podobne założenie zostało zawarte w marcowej projekcji inflacji. Ponadto ostatnie gołębienie zmiany w komunikacji EBC i Fed wspierają nasz scenariusz bazowy. Oczekujemy, że stopy procentowe w strefie euro mogą zostać podwyższone w I kwartale 2021 r. a w USA cykl zacieśniania polityki pieniężnej najprawdopodobniej się zakończył.

Tabela 2. Prognozowana ścieżka inflacji.

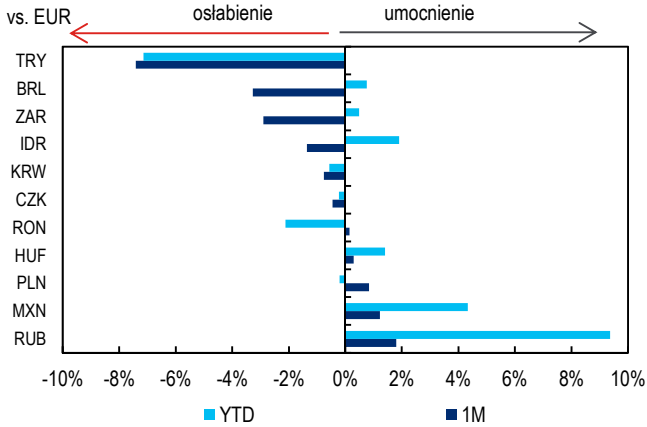
	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19
CPI % r/r	0,7	1,2	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,5	1,5	1,8	2,1

Stabilny kurs złotego do euro i osłabianie dolara

W najbliższym roku oczekujemy stabilizacji kursu złotego z niewielką tendencją do umocnienia. Wsparciem dla stabilności złotego mimo spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego, które jest jednym z najwyższych w Unii Europejskiej oraz brak dużych nierównowag makroekonomicznych. Deficyt obrotów bieżących będzie rósł, ale jednocześnie będzie wciąż w pełni pokryty przez większy napływ środków unijnych. Korzystnie na kurs złotego powinno naszym zdaniem wpływać także oczekiwane przez nas stopniowe umocnienie euro wobec dolara (oczekujemy, że kurs EURUSD wzrośnie w ciągu roku do 1,18 a w kolejnych latach będzie podążał w stronę 1,40), które historycznie, w tym szczególnie w ostatnich latach sprzyjało złotemu. Mimo braku podwyżek stóp procentowych oczekujemy stabilizacji dysparytetu stóp procentowych wobec strefy euro i USA w najbliższych dwóch latach w związku ze zmianą oczekiwań na perspektywy polityki pieniężnej w USA i w strefie euro.

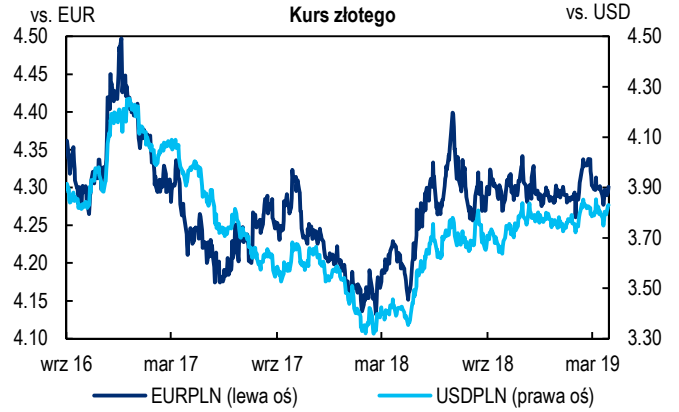
Przegląd rynku

Wykres 27. Kurs złotego do euro pozostawał stosunkowo stabilny w ostatnich miesiącach.



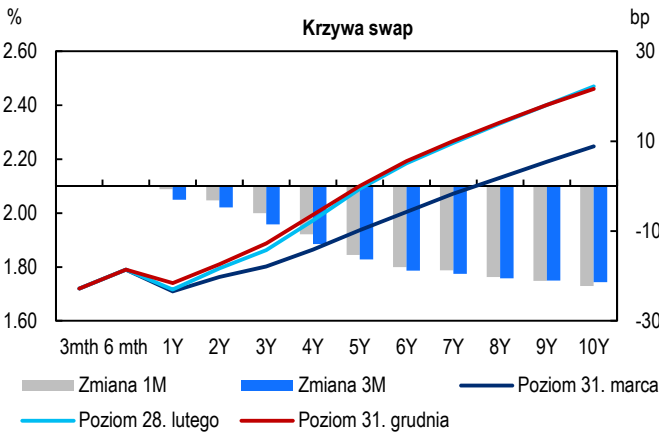
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 28. Złoty pozostaje skorelowany z dolarem.



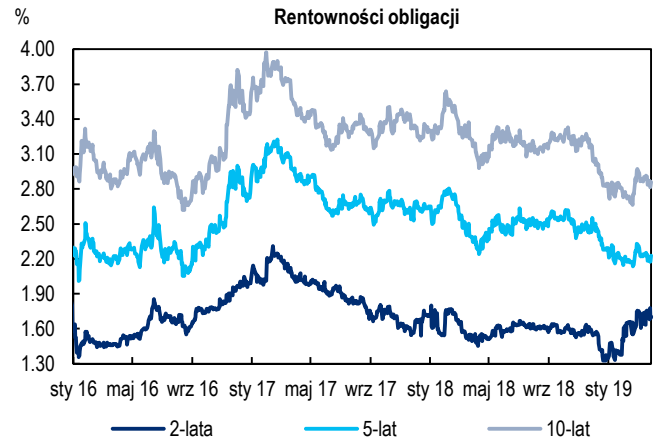
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 29. Krzywa stóp swap w ostatnich miesiącach spłaszczyła się.



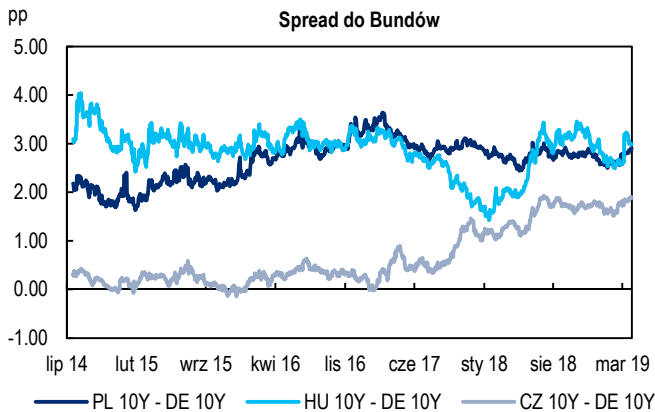
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 30. Rentowności obligacji wzrosły w ostatnich tygodniach.



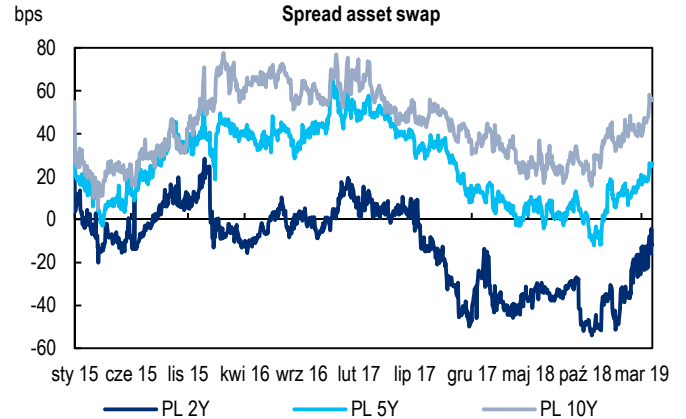
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 31. Spreads wobec Bundów wzrosły.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 32. Spread kredytowe asset swap zaczęły rosnąć od końca ubiegłego roku.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2018												2019	
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,3	1,8	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,1	6,9	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-2,3	11,2	-6,8	1,4	4,1	-5,4	0,8	3,4	9,9	-3,7	-11,5	7,5	-1,5	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	7,2	0,4	9,6	5,3	6,5	10,2	5,5	1,9	7,4	4,1	2,1	5,3	7,0	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	31,1	16,1	19,7	20,6	24,8	18,6	20,1	16,5	22,5	17,1	12,2	3,2	15,1	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	7,7	8,8	4,0	6,1	8,2	7,1	6,7	3,6	7,8	6,9	3,9	5,2	5,6	
Stopa bezrobocia (%)	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	
Inflacja (% m/m)	-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,0	0,0	-0,1	0,4	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,2	0,6	0,3	1,3	0,3	0,1	0,0	0,5	0,5	-0,4	-1,0	0,2	0,5	
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-792	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-240	-1.400	2.316	-	
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-602	-451	139	-68	-374	-417	-363	-506	-569	-222	-1340	279	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	16619	17918	17552	17372	18226	17107	17170	17624	20500	20058	16005	18493	-	
Eksport (% r/r)	6,6	-4,4	9,9	1,4	7,0	8,4	7,3	0,0	12,1	7,2	2,3	4,1	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	17221	18369	17413	17440	18600	17524	17533	18130	21069	20280	17345	18214	-	
Import (% r/r)	9,5	0,3	13,6	2,9	8,7	10,0	11,2	5,4	17,5	10,0	3,0	2,2	-	
Strefa monetarna*														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,9	5,8	5,7	6,6	7,2	7,3	7,5	7,9	9,3	9,5	11,6	7,6	9,8	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	4,1	4,6	4,5	5,9	6,3	7,0	7,4	7,8	9,0	9,5	10,1	10,7	11,2	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,8	4,5	4,5	3,6	6,5	6,5	6,8	6,0	3,9	4,7	4,3	2,3	4,9	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,7	3,3	3,3	4,9	4,7	5,1	5,9	5,3	6,1	6,6	7,0	6,6	6,5	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6,9	6,9	5,0	7,5	7,0	6,7	6,4	6,9	7,2	7,3	7,6	7,4	6,8	
Rynki finansowe														
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	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,40	1,34	1,32	1,36	1,39	1,38	1,35	1,31	1,27	1,11	0,90	1,37	1,48	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57	1,58	1,56	1,54	1,35	1,49	1,75	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55	2,47	2,48	2,29	2,15	2,33	
EUR/PLN (koniec okresu)	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	
USD/PLN (koniec okresu)	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	
EUR/USD (koniec okresu)	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16	1,13	1,13	1,15	1,14	1,14	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-4,5	-3,1	-9,3	-9,6	-9,5	0,9	-1,1	-4,1	-6,5	-11,1	10,4	-6,6	0,8	
Def. budżetowy skum. (% planu)	-10,7%	-7,5%	-22,5%	-23,1%	-23,0%	2,1%	-2,5%	-10,0%	-15,6%	-26,7%	25,1%	-23,1%	2,8	

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	477	471	526	585	609	692
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.799	1.858	1.982	2.111	2.244	2.370
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.415	12.271	13.696	15.236	15.905	18.080
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	5,6	6,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	4,1	3,5
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,3	4,7	5,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,5	4,3	5,0	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,5	5,4	3,8
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,6	6,1	6,6
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	7,0	7,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,1	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,4	2,4
Place nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	4,1	5,9	7,1	7,0
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	3,20	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,61	3,32
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,71	3,46
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,28	4,26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-8,9	-12,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,5	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-5,6	-13,9	-18,9
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	252,6	265,6	301,8
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	258,2	279,4	320,7
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,9	34,6
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,3	-25,9
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,6	-1,9	-2,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	0,9	-0,4	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,8	45,9	46,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	4,1	3,5	3,3	3,2	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	1,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-1,5	-1,7	-1,7	-1,4	-1,1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,61	3,32	3,21	3,13	3,02
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,71	3,46	3,27	3,18	3,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,26	4,25	4,24	4,23	4,20
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,28	4,26	4,25	4,23	4,22

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz 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 otrzymywaniem 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

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.
