

Piotr Kalisz, CFA
Maciej Bącal
Luty 2023

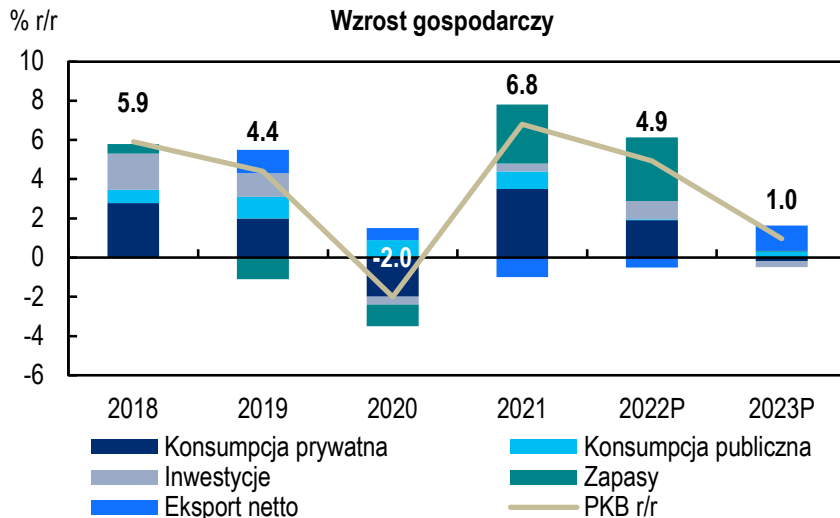
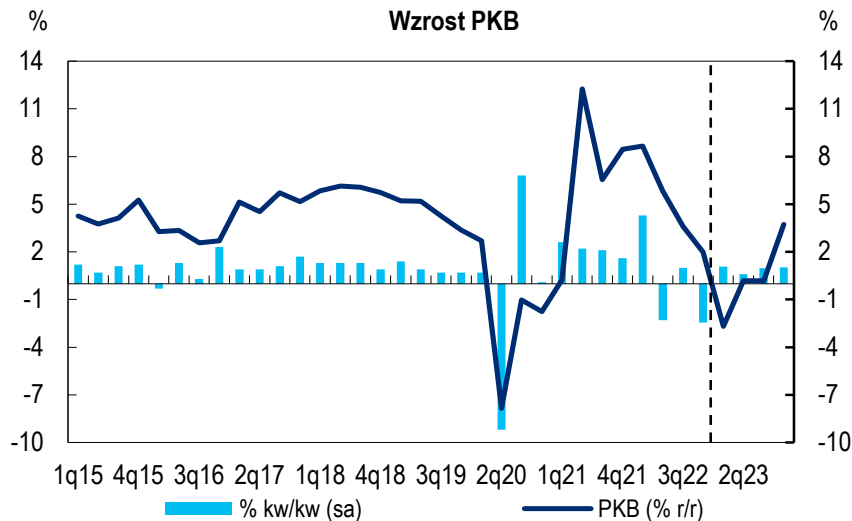
CitiMonthly

Na razie bez przełomu

Podsumowanie

- Styczeń przyniósł pozytywną niespodziankę w postaci niższej od prognozowanej inflacji, co po raz kolejny było zasługą niskich cen energii. Dopóki jednak miesięczna inflacja bazowa utrzymuje się na wysokim poziomie (obecnie około 1% m/m) trudno mówić o jakimkolwiek przełomie.
- Spadek inflacji CPI w przyszłości wydaje się przesądzony, głównie za sprawą czynników statystycznych (osławiona „baza odniesienia”), ale w pewnym stopniu również ze względu na wyhamowanie aktywności gospodarczej. Mimo to moment powrotu inflacji do celu jest bardzo odległy.
- Jak już sygnalizowaliśmy w naszym poprzednim raporcie miesięcznym, otoczenie zewnętrzne stało się bardziej sprzyjające polskiej gospodarce (spadek cen gazu, po-covidowe otwarcie Chin). Niemniej zanim oznaki ożywienia staną się widoczne, gospodarka musi przejść dołek aktywności.
- Rada Polityki Pieniężnej czeka na publikację marcowej projekcji inflacyjnej. Przypuszczamy, że jej wydźwięk nie będzie nadmiernie różnić się od projekcji listopadowej. Ponieważ jednak punkt startowy inflacji jest niższy, nowa projekcja zapewne pokaże również niższy poziom CPI na koniec 2023 roku. Naszym zdaniem powinno to wystarczyć aby RPP zdecydowała się oficjalnie ogłosić koniec cyklu podwyżek stóp procentowych już na najbliższym posiedzeniu.
- Trzymamy się dotychczasowego scenariusza – stopy procentowe bez zmian do końca roku. W ostatnich tygodniach wyceny rynkowe przesunęły się w kierunku naszego scenariusza i krzywa FRA wycenia już tylko jedną podwyżkę pod koniec roku.

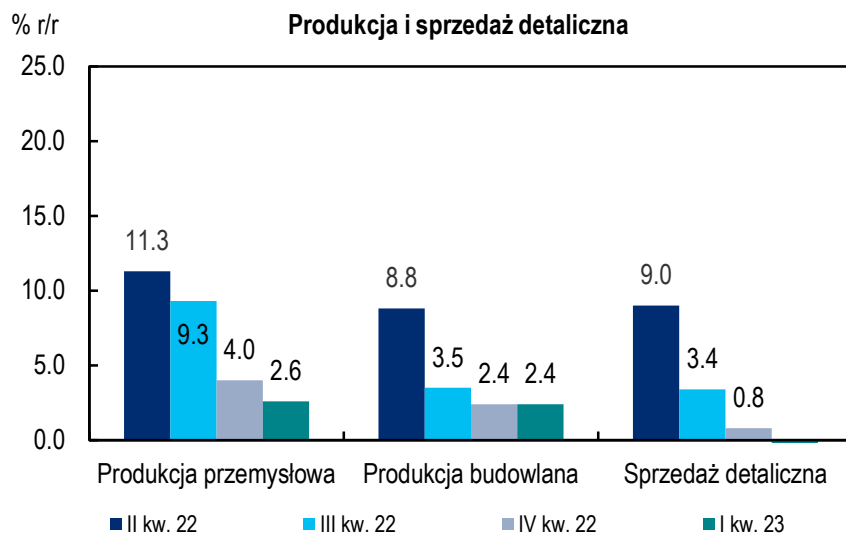
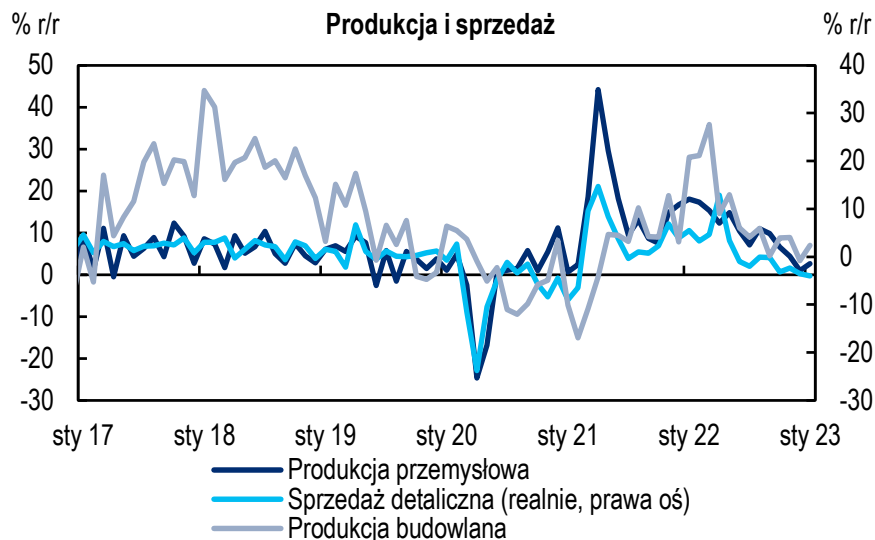
Odbicie z niskiego poziomu



Ostatni kwartał 2022 był słaby

- Według wstępnego szacunku, w IV kwartale PKB wzrósł o 2% r/r i był nieco niższy od prognoz. Ponieważ na tym etapie GUS nie podał jeszcze dokładnej struktury danych, nie wiemy co konkretnie stało za tym wynikiem. Dostępne informacje sugerują jednak, że słabość wzrostu to zapewne przede wszystkim efekt wyhamowania konsumpcji.
- W opublikowanych danych najczęściej uwagi przykuły nie tyle dane o wzroście rok-do-roku, co raczej dynamika kwartał-do-kwartału. W IV kw. PKB obniżył się o 2,4% kw/kw, co jest wyjątkowo słabym wynikiem. Niewykluczone, że przyszłe rewizje doprowadzą do „wygładzenia” ścieżki PKB, jednak nie powinno to zmienić ogólnego wydźwięku danych – w trakcie 2022 roku gospodarka weszła w fazę ostrego hamowania.
- Dane za IV kw. to oczywiście przeszłość, a kolejne kwartały zapewne będą znacznie lepsze choćby ze względu na niższe ceny gazu, otwarcie chińskiej gospodarki i zaskakująco dobre dane ze strefy euro. Mimo to powyższe dane mają bardzo duże znaczenie, ponieważ ustawiają one punkt startowy na cały 2023 r. Ze względu na tzw. efekt przeniesienia oznaczają one, że w nowym roku trudniej będzie osiągnąć bardzo wysokie poziomy dynamiki PKB.
- Nasza prognoza wzrostu na 2023 r. to 1%, jednak świetle ostatnich danych ryzyko jest po stronie słabszego wyniku.

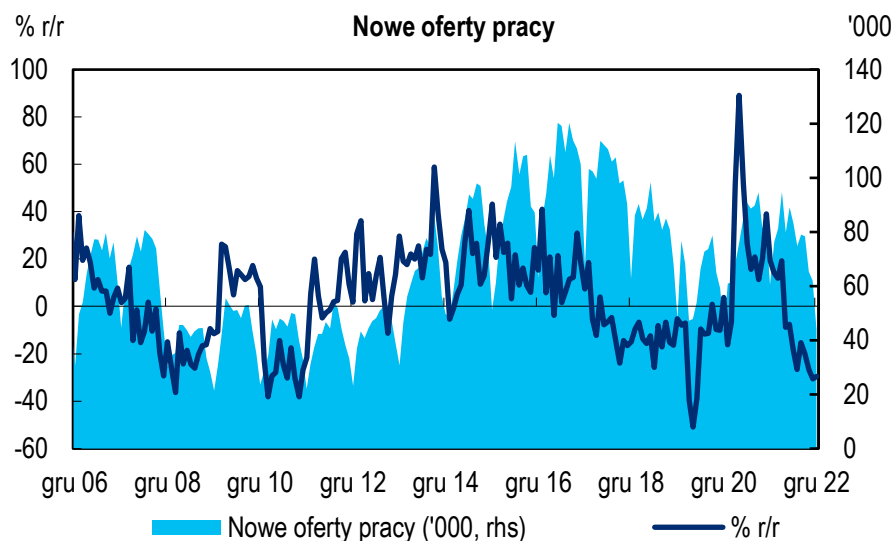
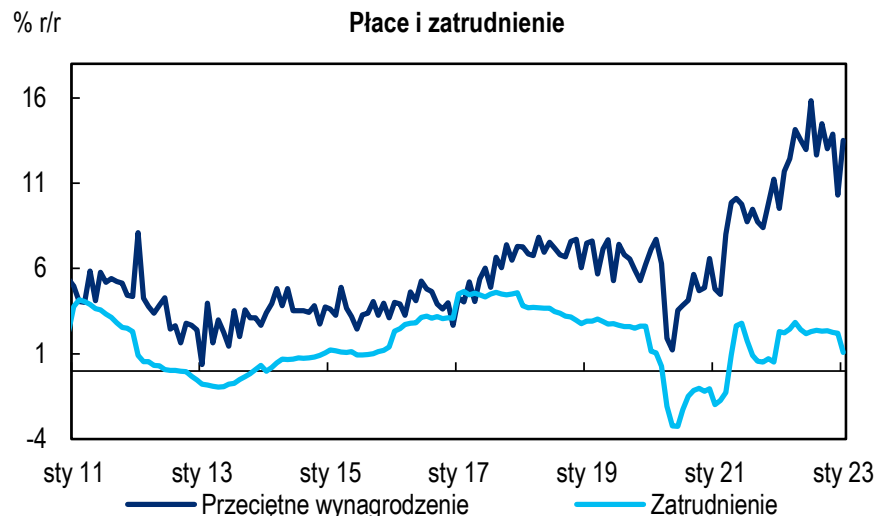
Hamowania gospodarki ciąg dalszy



Popyt konsumpcyjny w dalszym ciągu pod presją

- Najnowsze dane o aktywności ekonomicznej za styczeń wskazują na dalsze hamowanie gospodarki na początku 2023 roku. Produkcja przemysłowa nieznacznie przyspieszyła w styczniu do 2,6% r/r, lecz był to w głównej mierze efekt większej liczby dni roboczych w porównaniu do stycznia ubiegłego roku. Spadki produkcji są bardziej widoczne w branżach energochłonnych, z kolei wciąż dobrze radzą sobie firmy nastawione na eksport, m.in. w branży motoryzacyjnej i elektrycznej.
- Popyt konsumpcyjny w dalszym ciągu znajduje się pod presją spadających realnie dochodów. Sprzedaż detaliczna obniżyła się w styczniu o 0,3% r/r po wzroście o 0,2% r/r w grudniu. Wzrost sprzedaży został odnotowany jedynie w kategoriach: odzież i obuwie oraz farmaceutyki i kosmetyki. Co ciekawe, po raz pierwszy od niemal półtora roku, w ujęciu realnym spadała sprzedaż żywności.
- Nieoczekiwane odbicie nastąpiło natomiast w danych o produkcji budowlanej, która wzrosła w styczniu o 2,4% r/r z -0,8% r/r w grudniu, głównie za sprawą poprawy dynamiki budownictwa infrastrukturalnego. W dalszym ciągu wyhamowuje jednak dynamika wznoszenia budynków, która znajduje się pod presją wysokich stóp procentowych i spadku popytu na kredyt hipoteczny.

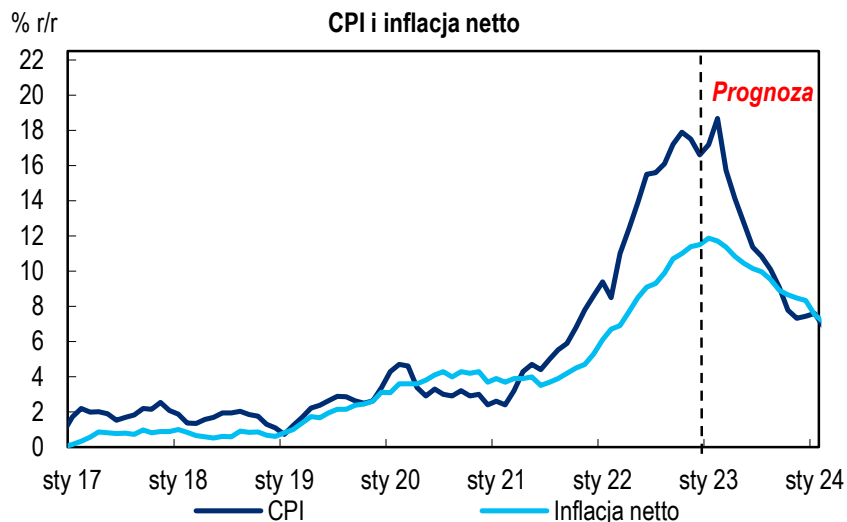
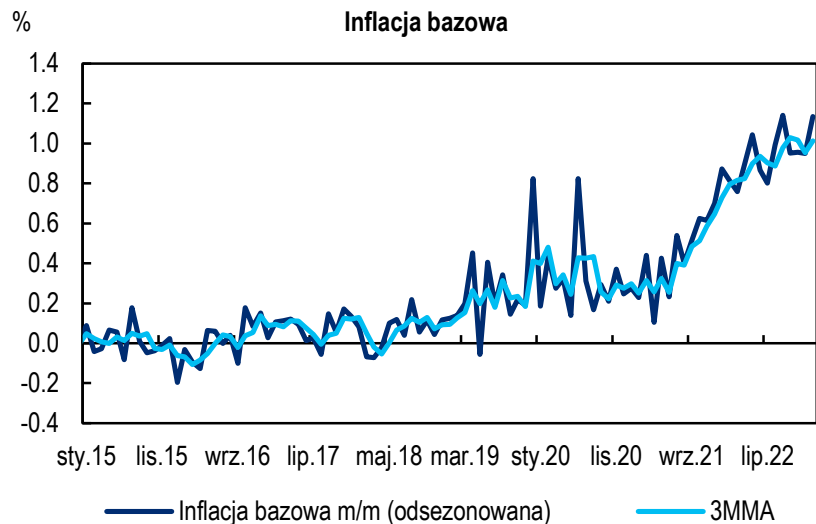
Rynek pracy



Mocne płace i rozczarowujące zatrudnienie

- W styczniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyło do 13,5% r/r z 10,3% r/r w grudniu. Istotnym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu płac w styczniu była podwyżka płacy minimalnej o blisko 16%.
- W ujęciu realnym spadek płac w sektorze przedsiębiorstw wyniósł „zaledwie” -3,1% r/r (wobec -5,4% w grudniu), co przy wciąż bardzo wysokich odczytach inflacji, świadczy naszym zdaniem o niezwykle dobrej kondycji polskiego rynku pracy i o silnym przeniesieniu szoków cenowych na żądania płacowe.
- Słabsze od oczekiwań okazały się z kolei dane o zatrudnieniu, którego tempo wzrostu obniżyło się w styczniu do 1,1% r/r z 1,8% r/r. Spowolnienie to było głównie efektem zmian metodologicznych, dokonywanych przez GUS co roku w styczniu (coroczna rewizja grupy firm, zaliczanych do badania).
- Dostępne dane potwierdzają tezę o odporności polskiego rynku pracy na spadek koniunktury gospodarczej. Spowolnienia na rynku pracy spodziewamy się głównie poprzez mniejszą ilość ofert pracy oraz przejściowy spadek realnych wynagrodzeń. Stopa bezrobocia naszym zdaniem nie powinna przekroczyć 6% na koniec roku.

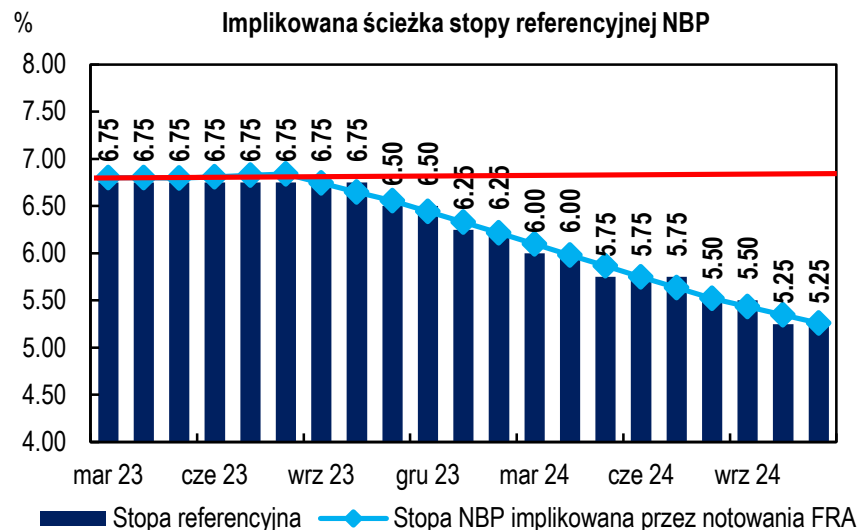
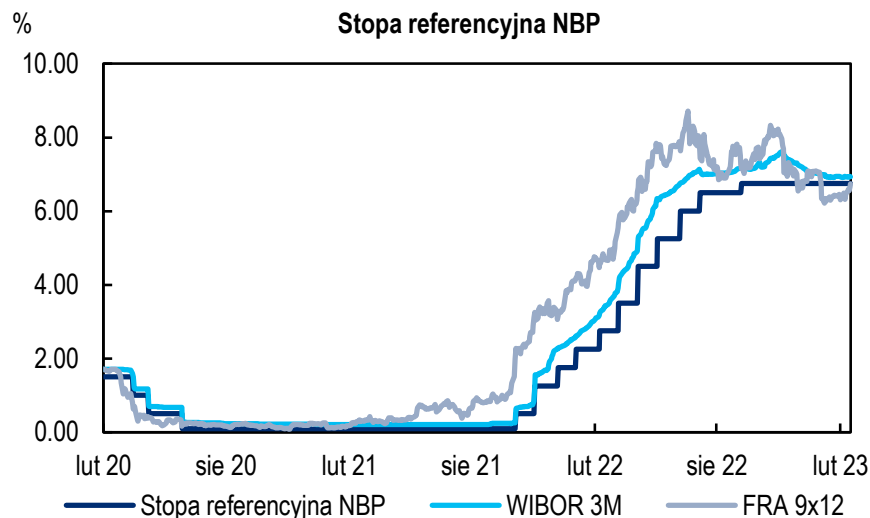
Presja cenowa wciąż silna



Inflacja bazowa nie odpuszcza

- W styczniu ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 17,2% r/r. Był to wynik znacznie wyższy niż w grudniu, lecz jednocześnie wyraźnie niższy od naszych oraz rynkowych prognoz. W sumie w ciągu ostatnich trzech miesięcy inflacja zaskoczyła w dół trzy razy, co daje pewne poczucie (złudnej) ulgi.
- W rzeczywistości niższa od prognoz inflacja to niemal wyłącznie efekt niższej dynamiki cen energii. W skład tego komponentu wchodzi gaz, energia elektryczna, ciepło węgiel itd., a więc kategorie, których ceny przez wiele miesięcy rosły w dynamicznym tempie.
- Z punktu widzenia trendów inflacyjnych kluczowe jest nie tyle zachowanie bardzo zmiennych cen energii, co raczej kształtowanie się inflacji bazowej (po wyeliminowaniu żywności, paliw oraz energii). W tym przypadku jednak nie widać żadnego przełomu – miesięczna inflacja bazowa nie odpuszcza, a w ujęciu zanualizowanym kształtuje się ona na poziomie 12-13%.
- Od wielu miesięcy nasze prognozy sugerują, że inflacja CPI zacznie spadać po lutym i ta ocena pozostaje bez zmian. Jednocześnie wciąż sądzimy, że zdecydowanie większe znaczenie będzie mieć kształtowanie się inflacji bazowej, której ścieżka spadkowa będzie znacznie bardziej płaska niż ścieżka CPI.

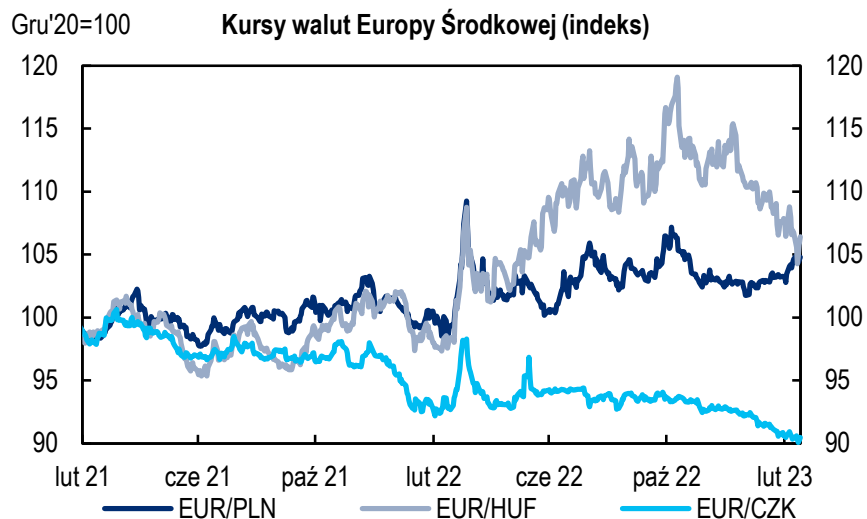
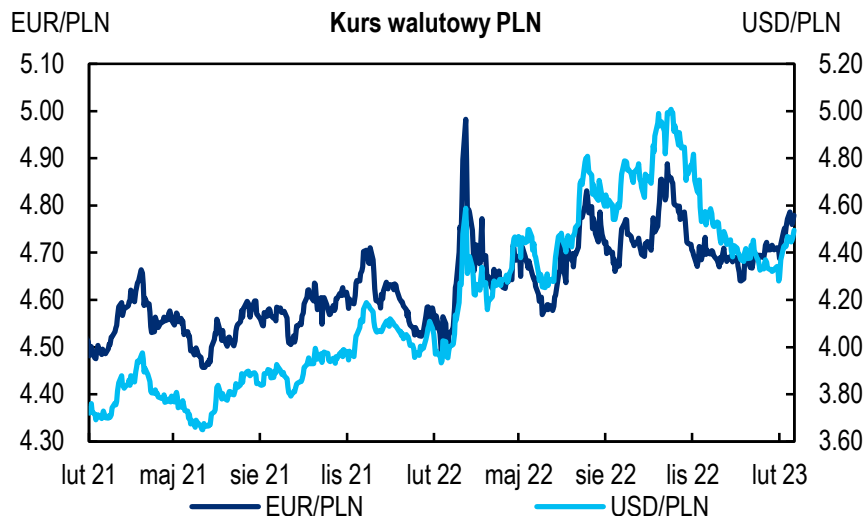
Stopy procentowe bez zmian



Byle do marca

- Luty był piątym z kolei miesiącem, w którym Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna 6,75%). Komunikat opublikowany po decyzji jest w miarę wierną kopią komunikatu sprzed miesiąca. Najwidoczniej RPP uznała, że na razie nie ma nowego przesłania do zakomunikowania rynkom.
- Z wypowiedzi prezesa NBP można próbować między wierszami odczytać sugestię, że cykl podwyżek stóp procentowych zostanie formalnie zakończony w marcu, po publikacji najnowszej projekcji inflacyjnej. W praktyce stanowiłoby to tylko oficjalne zakomunikowanie czegoś, o czym uczestnicy rynków wiedzą od dawna - cykl de facto zakończył się we wrześniu.
- Naszym zdaniem ton wypowiedzi szefa banku centralnego sugeruje, że stopy procentowe w kraju pozostaną bez zmian przez dłuższy okres, niewykluczone, że do końca roku. Nawet gdyby miało dojść do wcześniejszych obniżek, to byłyby one zapewne mniejsze niż ponad 60pb, które rynki wyceniały przed konferencją prasową RPP.
- Nasz podstawowy scenariusz pozostaje bez zmian. Zakłada on utrzymanie stopy referencyjnej na poziomie 6,75% do końca roku oraz stopniowe obniżki począwszy od początku 2024, gdy inflacja spadnie w pobliże stopy nominalnej.

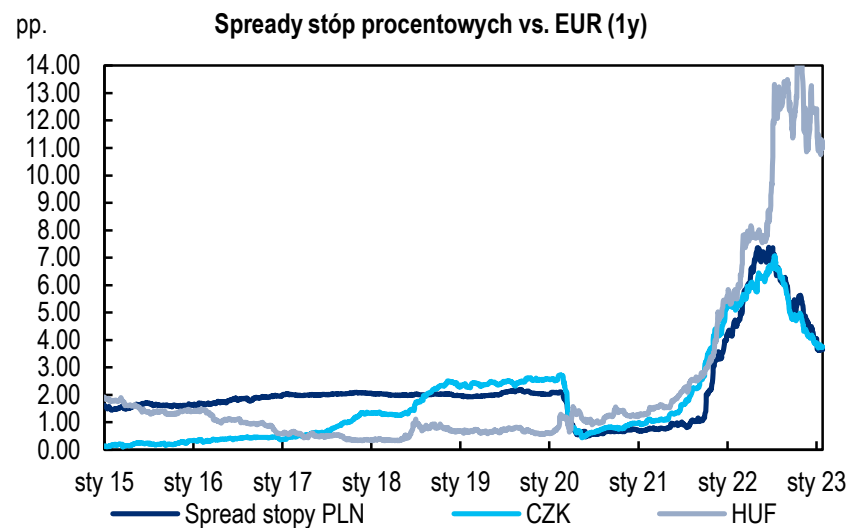
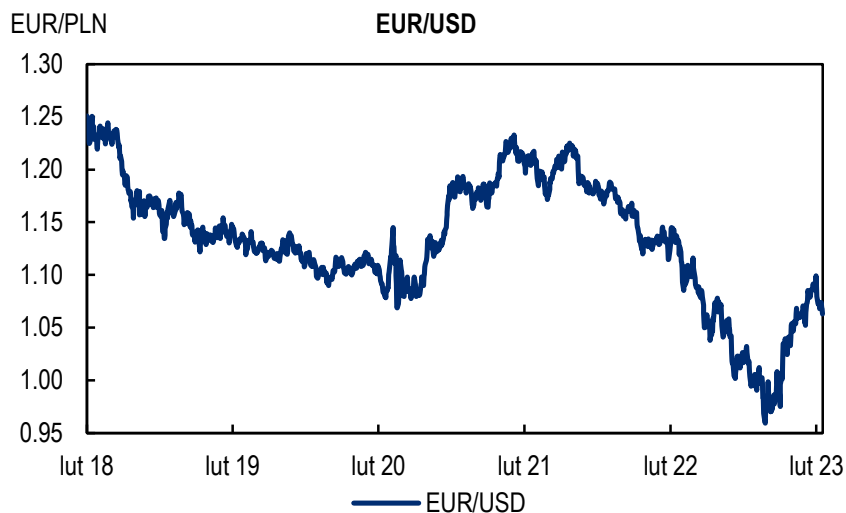
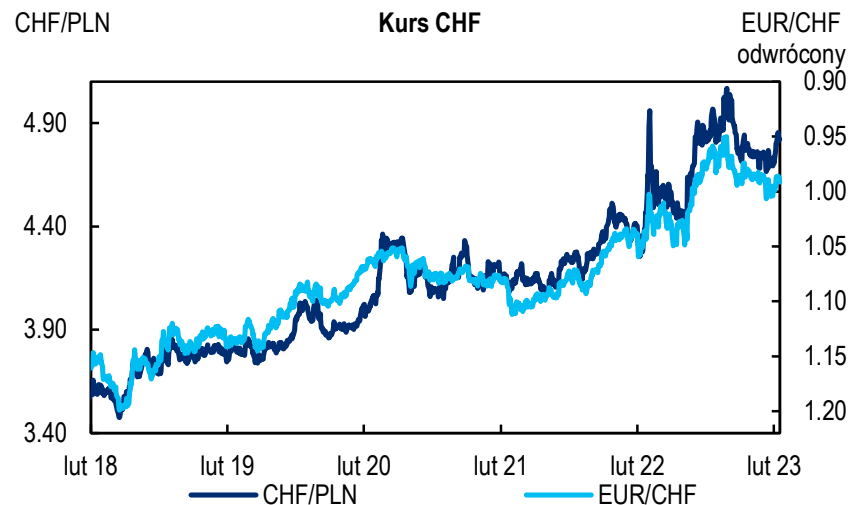
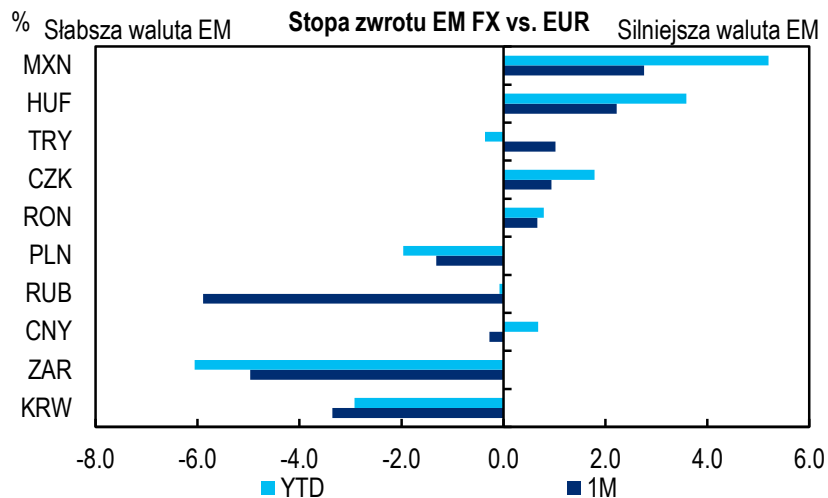
Rynek walutowy



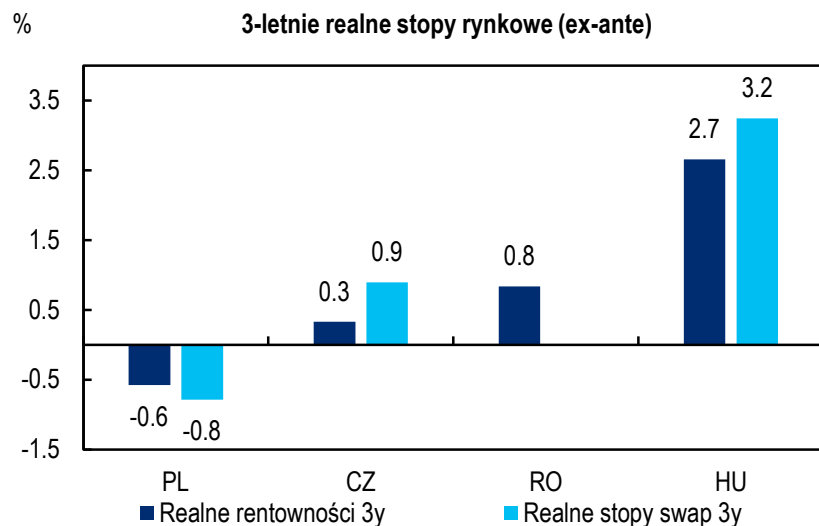
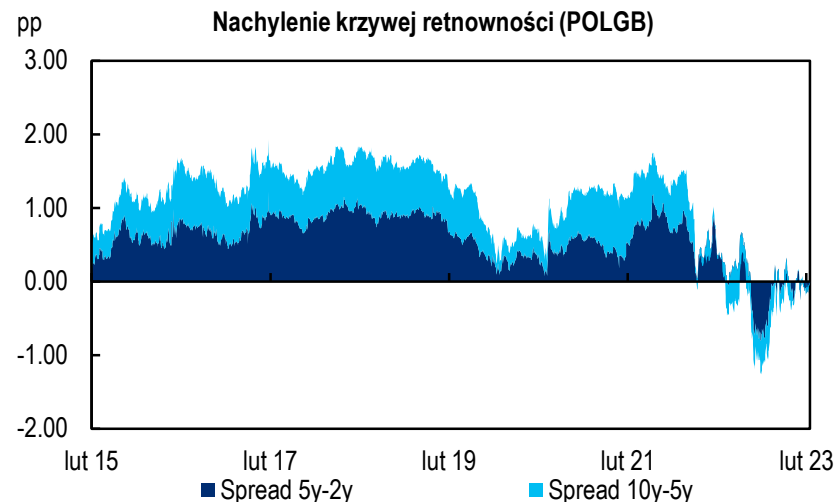
Słabszy złoty

- Głównym powodem osłabienia polskiej waluty w lutym był wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w USA po dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy i po wysokiej inflacji. Spadkowi EUR/USD towarzyszył odpływ kapitału z rynków wschodzących oraz osłabienie PLN.
- Złotemu nie pomagały też wydarzenia krajowe. Decyzja o skierowaniu przez Prezydenta ustawy o Sądzie Najwyższym do Trybunału Konstytucyjnego oznacza, że napływ funduszy unijnych z KPO się opóźni. Inwestorzy mogą teraz brać pod uwagę ryzyko, że ze względu na komplikacje prawne i dotychczasowe opóźnienia Polska może po prostu nie zdążyć wykorzystać tych środków do 2026 r. Oprócz KPO, negatywnie na postrzeganie złotego wpływało oczekiwanie na publikację opinii rzecznika TSUE w sprawie wynagrodzenia dla banków po anulowaniu umów kredytów frankowych.
- Zarówno powyższe wydarzenia, jak i fundamenty makroekonomiczne (rozczarowujący wzrost gospodarczy, wysoka inflacja, ujemne realne stopy procentowe) będą w średnim okresie ciążyć na złocie. Dlatego pomimo wygasania szoków energetycznych w najbliższych kwartałach spodziewamy się stabilizacji EUR/PLN na podwyższonym poziomie 4,70-4,80, a nie powrotu kursu do poziomów sprzed pandemii.

Rynek walutowy



Rynek stopy procentowej



Rentowności w górę

- Od publikacji naszego ostatniego raportu miesięcznego (31.01.) rentowności obligacji wzrosły na całej długości krzywej o około 40-65 pb, a sama krzywa wystromiła się. Na wzrosty rentowności wpływ miały przede wszystkim czynniki globalne, związane z wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych przez Fed. Inwestorzy zaczęli obawiać się, że silna amerykańska gospodarka będzie wymagała wyższych stóp, aby ostatecznie obniżyć inflację.
- Pomimo wzrostu nominalnych rentowności, długoterminowe stopy realne w kraju pozostają na bardzo niskim poziomie. Wykres obok pokazuje nasze szacunki realnych rentowności trzyletnich, do wyliczenia których wykorzystaliśmy trzyletnie prognozy inflacji. W tym zestawieniu Polska ma najniższe i do tego głęboko ujemne realne stopy. Ich poziom w porównaniu z innymi krajami regionu jest trudny do wyjaśnienia na gruncie premii za ryzyko lub czynników fundamentalnych.
- W krótkim horyzoncie rentowności obligacji mogą wciąż rosnąć, tym bardziej, że zbliżające się wybory zwiększają ryzyko dalszego poluzowania polityki fiskalne. Niemniej w dalszej części roku spadek inflacji w kraju powinien być na tyle duży, że rentowności długoterminowych obligacji w Polsce spadną w porównaniu z obecnymi poziomami.

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	685	796	899
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 045	3 370	3 659
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 972	20 915	23 667
Populacja (mln)	38.4	38.4	38.4	38.3	38.1	38.1	38.1	38.0
Stopa bezrobocia (%)	6.6	5.8	5.2	6.3	5.4	5.2	5.9	6.5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	5.9	4.4	-2.0	6.8	4.9	1.0	3.6
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	2.1	4.6	-0.1	6.4
Spożycie ogółem (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.9	2.1	0.2	2.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.3	3.0	-0.6	2.2
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.5	4.8	4.6	5.5
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	5.8	1.4	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	7.4	5.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.8	6.1
Place nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.7	8.3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3.5	7.4	4.7	4.6	5.3	1.2	2.5	5.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	0.10	1.75	6.75	6.75	5.25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	6.77	5.26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	6.25	6.10
USD/PLN (Koniec okresu)	3.95	3.95	3.95	3.95	3.95	4.40	4.05	3.95
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.77	3.77	3.77	3.77	4.46	4.25	4.01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.29	4.29	4.29	4.29	4.29	4.69	4.70	4.70
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.18	4.18	4.18	4.18	4.69	4.74	4.70

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-21.4	-17.5	-17.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.1	-2.2	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-26.0	-22.9	-23.2
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.9	391.8	435.0
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	364.0	414.6	458.2
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	37.8	43.5	48.5
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.1	-35.4	-39.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.0	-5.4	-4.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-1.6	-3.5	-1.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.8	40.8	40.8	40.5

Prognozy długoterminowe

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.9	1.0	3.6	3.4	3.4	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.8	6.1	3.6	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.1	-2.2	-1.9	-1.8	-1.6	-1.4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.75	6.75	5.25	4.25	4.00	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	4.40	4.05	3.95	3.90	3.88	3.85
USD/PLN (Średnia)	4.46	4.25	4.01	3.98	3.88	3.86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.70	4.70	4.72	4.73	4.74
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.74	4.70	4.71	4.72	4.74



Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

maciej.bacal@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

citi handlowy[®]

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 jedyne 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.