

CitiMonthly

Rok wysokiej inflacji

- Gospodarka szybko wyszła na prostą po pandemii, jednak dotychczasowe dynamiczne tempo ożywienia będzie trudne do utrzymania w dłuższym horyzoncie. Spodziewamy się, że w przyszłym roku gospodarka będzie rozwijać się w tempie około 4,4%. Negatywnie na wzrost wpływać będą wysokie ceny energii oraz podwyżki stóp procentowych, ale jednocześnie popyt będzie stymulowany przez impuls fiskalny w postaci Polskiego Ładu.
- Inflacja osiągnęła poziomy nienotowane od około 2000 roku, ale wbrew pozorom to nie tylko efekt rosnących cen energii. Inflacja bazowa, która eliminuje wpływ cen paliw, żywności i energii odnotowuje wzrosty na poziomie około 7% (SAAR). Spodziewamy się, że inflacja CPI zacznie spadać już na początku roku dzięki obniżkom VAT i akcyzy na energię, ale inflacja bazowa będzie jeszcze przez pewien czas rosła.
- RPP odpowiedziała na wzrost inflacji znacznymi podwyżkami stóp procentowych. Aby obniżyć CPI w pobliżu celu (2,5% +/-1pkt proc.) potrzeba będzie zapewne więcej podwyżek oraz umocnienia złotego. Na razie najbardziej prawdopodobny poziom docelowej stopy w Polsce to naszym zdaniem 3%, jednak sytuacja może się zmienić w zależności od trendów na rynku FX oraz od tego, kto trafi do RPP po wygaśnięciu kadencji obecnych członków.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

tomasz.litwiniak@citi.com

Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	III kw.21R	IV kw.21P	I kw.22P	II kw.22P	III kw.22P	IV kw.22P
PKB (% r/r)	5,3	6,8	5,7	4,9	3,6	3,6
Inwestycje (% r/r, śr.)	9,3	9,2	-5,5	9,9	9,7	9,2
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,7	9,4	9,0	7,3	4,0	3,6
Inflacja (% r/r, średnia)	5,5	7,5	6,9	6,9	6,0	4,4
Stopa bezrobocia (%)	5,6	5,5	5,8	5,3	5,2	5,2
Stopa ref. NBP (%)	0,10	1,75	2,75	3,00	3,00	3,00
EURPLN	4,63	4,59	4,62	4,55	4,53	4,50
USDPLN	3,99	4,06	4,16	4,06	4,04	4,02
Rentown. obligacji 10L (%)	2,19	3,15	3,60	3,70	3,60	3,60
EURUSD	1,16	1,13	1,11	1,12	1,12	1,12
Stopa Fed (%)	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0,50	0,75	1,00
Stopa depozytowa EBC (%)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 14.12.2021 r.; R – realizacja, P – prognoza

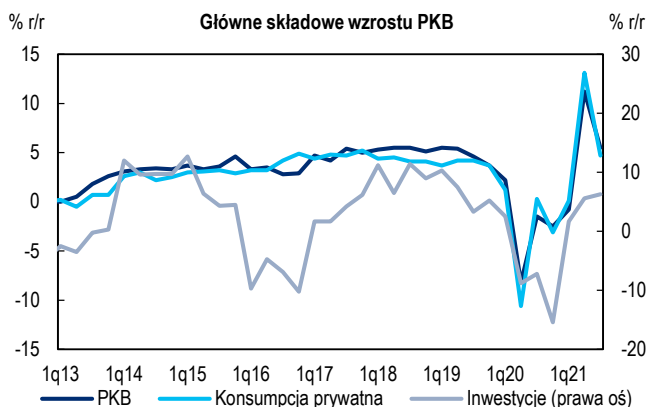
Perspektywy na 2022 r.

Szybki rzut oka na 2021

Odbicie po pandemii robi wrażenie. Większość aktualnych prognoz/szacunków wskazuje, że gospodarka w 2021 roku wzrośnie o ponad 5% (nasz szacunek 5,4%), a więc znacznie szybciej niż oczekiwano jeszcze dwanaście miesięcy temu. O tak dobrym wyniku zdecydował przede wszystkim pierwszy kwartał, w którym mimo trzeciej fali pandemii oraz częściowych obostrzeń udało się uniknąć spadku PKB (w ujęciu kw/kw). Ustawiło to korzystny punkt startowy na kolejne kwartały, umożliwiając osiągnięcie ponad pięcioprocentowego wzrostu w całym roku.

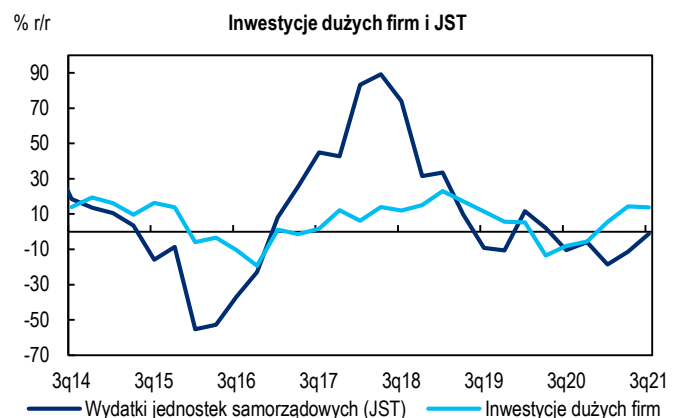
Konsumpcja była dotychczas kluczowym motorem ożywienia. Sprzyjała temu mieszanka dobrej sytuacji na rynku pracy, poprawy nastrojów konsumentów oraz odłożonego popytu. Popyt uwolniony po zniesieniu restrykcji w II kwartale br., dodatkowo finansowany wcześniejszymi „oszczędnościami” z czasu pandemii, przyczynił się do silnego wzrostu spożycia. Nasze obecne szacunki sugerują, że w całym roku 2021 konsumpcja wzrośnie o 6,6% r/r. Jednocześnie w odpowiedzi na silne odbicie popytu na świecie firmy starały się zwiększyć moce produkcyjne. Inwestycje dużych firm zwiększyły się w trzech pierwszych kwartałach roku nominalnie o 11,4% r/r. Jednocześnie inwestycje publiczne pozostały w tyle – wydatki jednostek samorządowych spadły nominalnie o ponad 8% r/r.

Wykres 1. Silne ożywienie w 2021 roku to w dużym stopniu zasługa konsumpcji...



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. ... podczas gdy w inwestycjach wydatki dużych firm kompensowały słabość inwestycji samorządów



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy

Pandemia nie daje o sobie zapomnieć

Perspektywy wzrostu w kolejnych kwartałach będą uzależnione między innymi od tego, jak będzie zmieniać się sytuacja pandemiczna. W związku z nasileniem się czwartej fali i w obliczu pojawienia się potencjalnie bardziej zaraźliwego szczepu Omicron rząd zdecydował się wprowadzić dodatkowe obostrzenia nakierowane na ograniczenie transmisji wirusa. Restrykcje zostaną wprowadzone od połowy grudnia, jednak naszym zdaniem będą miały raczej ograniczony wpływ na aktywność gospodarczą.

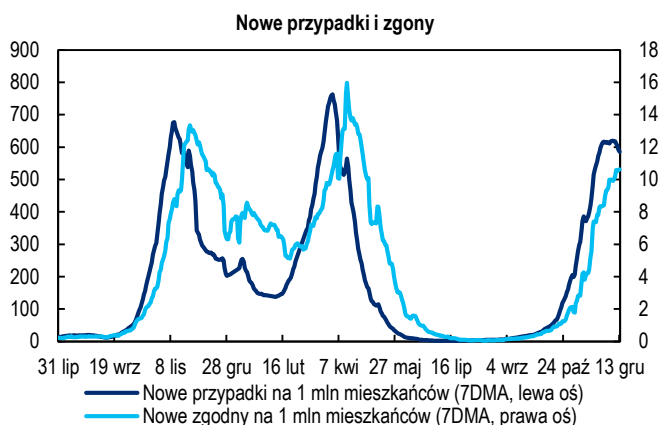
Limit obłożenia obiektów takich jak kina, restauracje, teatry, hotele oraz obiekty sanitarne zostanie obniżony do 30% z 50% maksymalnej „pojemności”. Niemniej przekroczenie limitu będzie dozwolone w przypadku weryfikacji certyfikatów szczepień. Biorąc pod uwagę, że obecnie ponad połowa populacji jest zaszczepiona i dzięki temu nie obejmują ich te ograniczenia (a w dużych miastach odsetek ten jest większy), nowe ograniczenia nie powinny mieć istotnego wpływu na aktywność gospodarczą. Kluby i dyskoteki zostaną zamknięte dla wszystkich bez względu na status zaszczepienia, jednak ograniczenie to nie obejmie Sylwestra.

Rząd planuje również wprowadzić nauczanie w trybie zdalnym w szkołach podstawowych oraz średnich od 20 grudnia do 9 stycznia. Ponieważ okres ten w znacznym stopniu pokrywa się z okresem świątecznym/noworocznym, ograniczenie to również nie powinno zmienić perspektyw aktywności gospodarczej. Po niemal dwóch latach pandemii zarówno firmy, jak i pracownicy dostosowali się do nowej rzeczywistości, a perspektywa pozostania uczniów w domu nie dezorganizuje już tak bardzo pracy, jak to miało miejsce w 2020 roku.

W dalszej perspektywie rząd planuje wprowadzić obowiązek szczepień dla lekarzy, nauczycieli i wszystkich służb mundurowych od marca 2022 roku. Biorąc jednak pod uwagę, że obowiązek ten dotyczy wąskich grup zawodowych, nie zmniejsza on niepewności dotyczącej rozwoju pandemii.

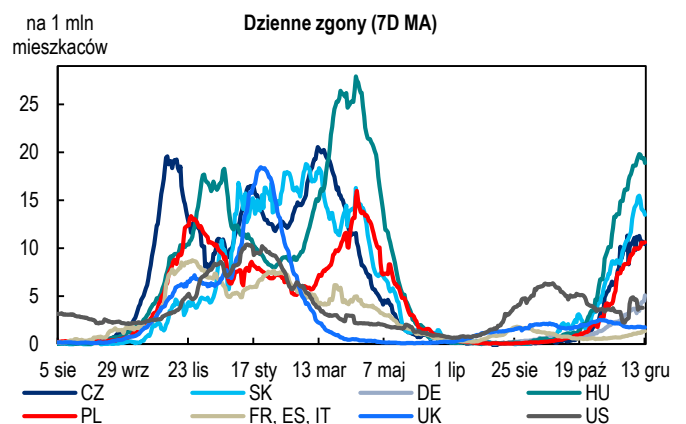
W sumie nowe restrykcje są wprowadzane dopiero pod koniec kwartału i są znacznie łagodniejsze w porównaniu z obostrzeniami obowiązującymi w poprzednich falach zachorowań oraz tymi wprowadzonymi w innych krajach regionu. Dlatego pomimo trwającej fali zachorowań i zagrożeń związanych z rozprzestrzenianiem się wariantu Omicron, przypuszczamy, że wzrost w całym IV kwartale pozostanie silny.

Wykres 3. Jesienna fala pandemii przyniosła istotny wzrost liczby przypadków COVID...



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, ourworldindata.org, Citi Handlowy

Wykres 4. ... przy wyższej niż w Europie Zachodniej liczbie zgonów



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, ourworldindata.org, Citi Handlowy

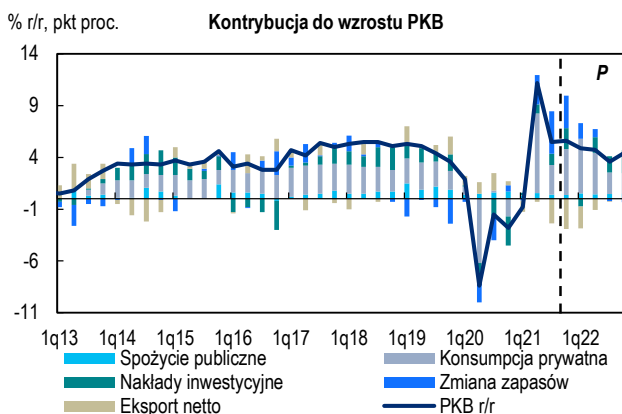
Co to oznacza dla 2022 roku?

Bardzo silne tempo ożywienia z 2021 roku zapewne nie jest do utrzymania przez cały 2022 r. Odłożony popyt uwidocznił się w pierwszych kwartałach po zniesieniu restrykcji i teraz powinien mieć już znacznie mniejsze znaczenie. Dodatkowo wzrosty cen obniżą realną dynamikę wynagrodzeń

(wątpimy w to, że podwyżki płac w pełni zrekompensują wzrost inflacji) co powinno zaciążyć na konsumpcji. Wreszcie efekty podwyżek stóp procentowych będą w trakcie roku ujawniać się, wpływając szczególnie na wzrost gospodarczy w II połowie roku.

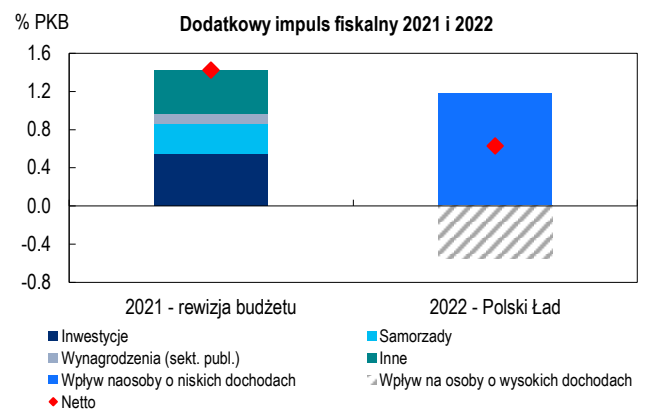
Niemniej, pomimo spowolnienia, wzrost PKB w całym 2022 roku zapewne pozostanie wysoki, przekraczając swoje długoterminowe wartości. Po pierwsze wejście w życie Polskiego Ładu będzie zapewne miało lekki pro-wzrostowy wpływ (lekki, ponieważ część impulsu doprowadzi do wzrostu inflacji). Po drugie, spodziewamy się stopniowego łagodzenia napięć w łańcuchach dostaw, co powinno ułatwić odbicie aktywności. Po trzecie, realizacja projektów z Planu Odbudowy (niezależnie czy finansowana ze środków unijnych, czy na początku tylko ze środków własnych) powinna pomóc w ożywieniu inwestycji. Wreszcie, spodziewany spadek cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych powinien (najpóźniej po zimie) wspierać odbicie w PKB.

Wykres 5. Spodziewamy się spowolnienia gospodarczego w 2022, ale do wciąż wysokich poziomów (4,4%)



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Impuls fiskalny dodatkowo wspiera wzrost (nominalnego) popytu w gospodarce



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy, że w całym 2022 roku gospodarka wzrośnie o około 4,4% r/r, a wynik ten będzie osiągnięty przy średnim wzroście kwartał-do-kwartału na poziomie 0,9%. Dla porównania w mijającym roku średni kwartałny wzrost wyniósł około 1,7%. Oznacza to, że nawet pomimo wyraźnego wyhamowania „momentum” polskiej gospodarki, wzrost w ujęciu rok-do-roku powinien pozostać wysoki.

Jest w tym duża zasługa wysokiego punktu startowego (a konkretniej - silnego tzw. efektu przeniesienia). Nawet gdyby bowiem przyjąć średni wzrost kwartałny o połowę niższy niż w naszej bazowej prognozie, PKB wzrósłby w całym roku średnio o 3,5% r/r.

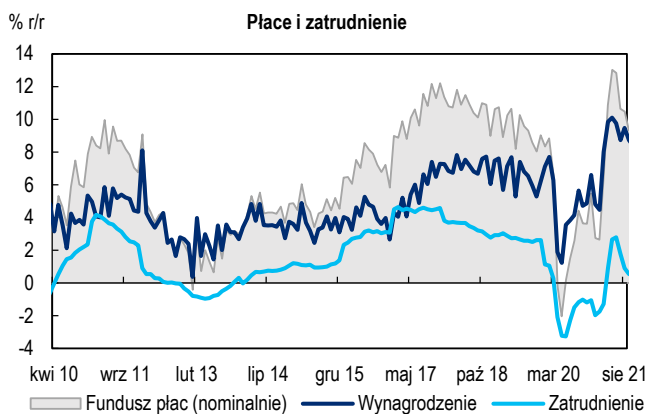
Naszym zdaniem potencjalnym zagrożeniem dla tego scenariusza są zmiany w cyklu zapasów. W reakcji na zaburzenia łańcuchów dostaw w mijającym roku firmy zwiększyły zakupy produktów, zastępując czasami model *just in time* modelem *just in case*. Jeżeli z czasem łańcuchy dostaw zostaną udrożnione, może to sprawić, że firmy z nadmiernymi zapasami mogą zdecydować się na znaczne zmniejszenie zamówień. Odbiłoby się to na aktywności gospodarczej i mogłoby stanowić potencjalny impuls recesyjny/deflacyjny.

Stopniowa normalizacja na rynku pracy

Rok 2021 był okresem nasilających się żądań płacowych. W pierwszych dziewięciu miesiącach 2021 roku wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły przeciętnie o ok. 8,2% r/r oraz o ok. 3,6% w ujęciu realnym, przy jednoczesnym wzroście zatrudnienia o ok. 0,5%. Na poprawę na rynku pracy wpłynął przede wszystkim wzrost aktywności gospodarczej po zniesieniu restrykcji w II kwartale br.

Pomimo pozytywnych trendów, w większości branż zatrudnienie nie wróciło do poziomów sprzed pandemii, co jest szczególnie widoczne w sektorach najbardziej wrażliwych na sytuację epidemiczną. W zakwaterowaniu i gastronomii zatrudnienie jest wciąż o ok. 12 tys. etatów niższe, porównując sytuację w III kwartale br. do analogicznego okresu w 2019 roku. Na dodatek w handlu zatrudnionych jest ok. 15 tys. mniej osób, a w przemyśle nadal „brakuje” ok. 35 tys. pracowników.

Wykres 7. Dynamika płac wyraźnie wzrosła, napędzana niskim bezrobociem i wysoką bieżącą inflacją



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Zmiany wynagrodzeń były silnie skorelowane ze zmianami zatrudnienia w wielu branżach



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Ponadto, na podstawie danych z ostatnich dziewięciu miesięcy można zidentyfikować sekcje gospodarki, w których realny wzrost wynagrodzeń był najbardziej wrażliwy na zmiany zatrudnienia. Najsilniejsza, a zarazem pozytywna korelacja widoczna jest w kategoriach takich jak zakwaterowanie i gastronomia oraz transport i gospodarka magazynowa. Podobna relacja między wzrostem płac i zatrudnieniem, zauważalna jest też w niektórych podkategoriach handlu, takich jak handel pojazdami samochodowymi oraz handel hurtowy. Nieco słabsza, lecz nadal pozytywna, współzależność odnotowana została w przemyśle, gdzie zarówno zatrudnienie jak i płace wyraźnie wzrosły na skutek zniesienia restrykcji.

Niemniej, biorąc pod uwagę cały okres epidemii w Polsce (a nie tylko 2021 r), korelacje występujące w handlu, transporcie oraz zakwaterowaniu i gastronomii są nieco słabsze. Powodem mogą być liczne zwolnienia na samym początku epidemii, przy nieco mniej gwałtownych redukcjach wynagrodzeń. Z kolei w przemyśle współzależność okazała się być nawet silniejsza, prawdopodobnie ze względu na mniejszą wrażliwość tej kategorii na wprowadzone restrykcje i mniejszą skalę zwolnień. Jednakże, z wyżej wymienionych sekcji gospodarki jedynie transport cechował się wyższym

poziomem zatrudnienia od tego w październiku 2019 roku (o ok. 17 tys. etatów).

Silne żądania płacowe

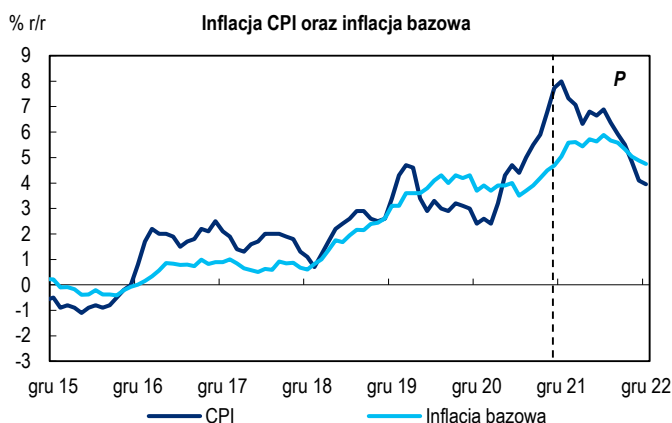
Powyższe szacunki, łącznie z naszymi prognozami wysokiej inflacji w 2022 r., wskazują na utrzymanie się presji płacowej w najbliższym okresie. Jest to zgodne z ostatnimi wynikami ankiety przeprowadzonej przez NBP (październik 2021 r.), gdzie ok. 73% badanych firm odczuwało presję płacową (+10 pp. kw/kw), z czego ok. 50% zamierza podnieść wynagrodzenia.

Oczekujemy, że w 2022 roku dynamika płac utrzyma się na wysokim poziomie i w skali roku wyniesie ok. 8,3%. Ryzyko dla tej prognozy jest przechylone w górę, jednak sądzimy, że przyspieszenie płac będzie mniejsze niż przyrost inflacji. Innymi słowy, w obliczu rosnącej inflacji dynamika płac realnych obniży się w porównaniu z 2021 rokiem. Co prawda wysoka inflacja będzie zachęcać do formułowania wysokich żądań płacowych, jednak ponieważ negocjacje płacowe w Polsce są przeprowadzane w sposób zdecentralizowany (m.in. ze względu na niski stopień uzwiązkowienia) mało prawdopodobne jest aby przyrost dynamiki płac rzeczywiście odpowiadał przyrostowi średniej inflacji.

Inflacja na szczytach

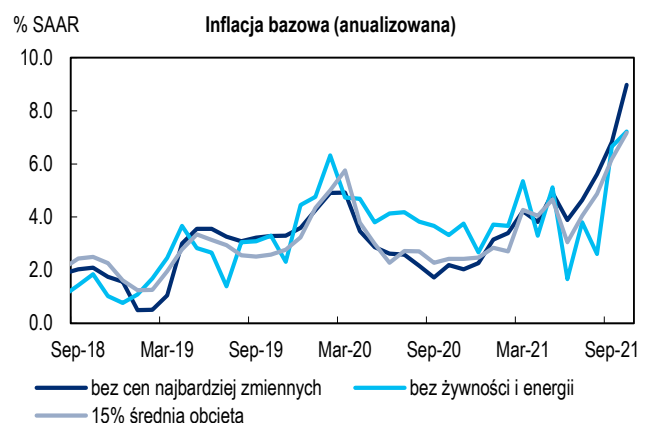
Po raz pierwszy od bardzo dawna inflacja stała się tematem dyskusji nie tylko ekonomistów, lecz tematem powszechnego zainteresowania. Nic dziwnego, skoro w listopadzie sięgnęła ona 7,7%, a w grudniu może osiągnąć 8%. Ostatni raz, gdy wzrosty cen utrzymywały się na podobnych poziomach na listach przebojów królowała Britney Spears z „*Oops! I did it again*”.

Wykres 9. Inflacja CPI zapewne wyraźnie spadnie, ale inflacja bazowa może jeszcze przez jakiś czas rosnąć



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Dynamika inflacji bazowej (ok. 7% r/r po aktualizacji) pokazuje, że problem inflacyjny nie sprowadza się tylko do cen energii



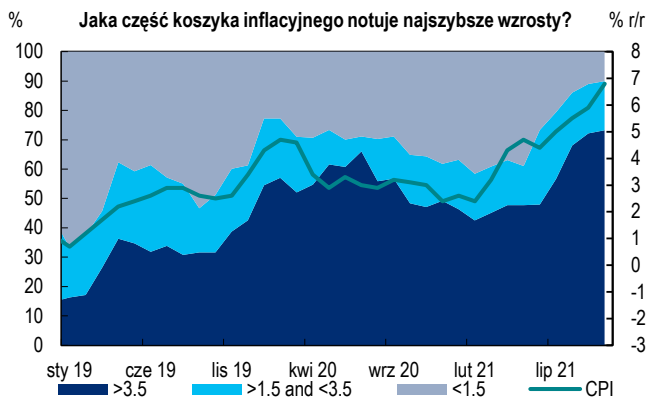
Źródło: GUS, Citi Handlowy

W powszechnym przekonaniu wysoka inflacja to efekt czynników zewnętrznych, w tym cen energii. Takie spojrzenie jest jednak daleko idącym uproszczeniem. Co prawda ceny energii odgrywają dużą rolę, jednak nawet po ich wyeliminowaniu problem inflacyjny nie znika. Inflacja bazowa, która wyklucza ceny związane z energią i żywnością rosła w ostatnich trzech miesiącach w tempie około 0,6% m/m (dane odsezonowane). Przyjmując,

że w kolejnych miesiącach wzrost ten nie nabierze tempa, tak znaczne podwyżki cen w ujęciu miesięcznym oznaczałyby podwyżki w ujęciu rok-do-roku o około 7% (dane zannualizowane). Trudno uznać to za akceptowalny poziom.

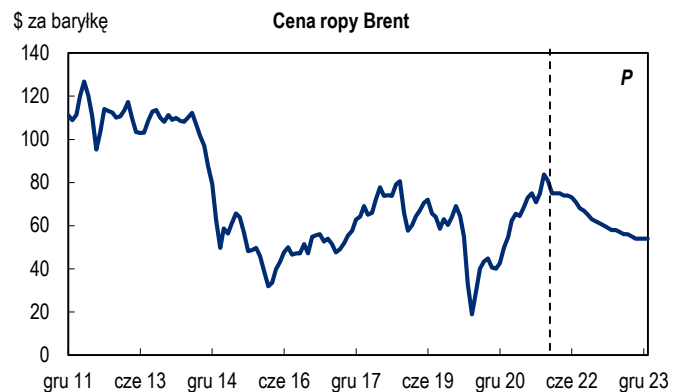
Na ścieżkę inflacji w przyszłym roku wpłynie tarcza antyinflacyjna oraz wyjątkowo silne efekty bazy. Biorąc to wszystko pod uwagę spodziewamy się, że inflacja odnotuje najwyższy poziom w grudniu, a następnie zacznie spadać. Sprzyjać temu może również spadek cen ropy naftowej w przyszłym roku. Dzięki efektom bazy wskaźnik CPI może spaść do około 4% pod koniec 2022 roku (średniorocznie wynosząc ok. 6%). W odróżnieniu od inflacji CPI, inflacja bazowa, a więc obliczona po wyeliminowaniu cen żywności, paliw oraz energii, będzie rosła do mniej więcej połowy roku i zacznie spadać dopiero później, w miarę jak wpływ spowolnienia popytu i podwyżki stóp procentowych zacznie się uwidaczniać.

Wykres 11. Przeważająca część koszyka inflacyjnego notuje wzrosty cen o ponad 3,5% (górną granicę celu RPP)



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 12. Ceny ropy naftowej najprawdopodobniej spadną w 2022, pomagając obniżyć inflację

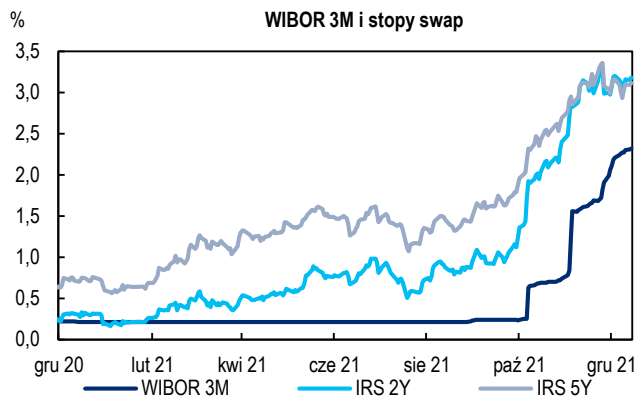


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Polityka pieniężna – stopniowo w kierunku 3%

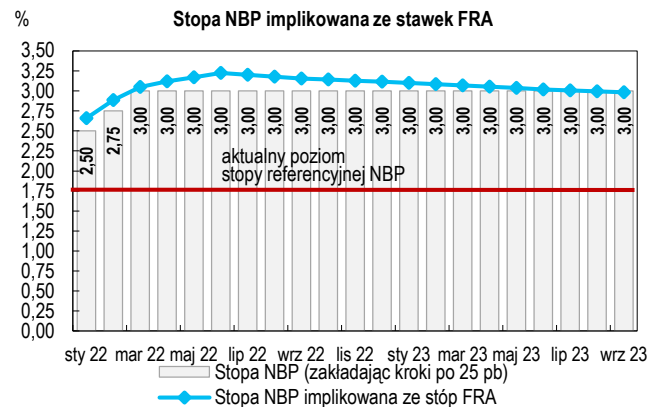
Walka z inflacją rozpoczęła się, ale zbyt szybko się nie zakończy. Po wielu miesiącach niskich stóp procentowych i bardzo łagodnej retoryki, w październiku bank centralny zaczął cykl podwyżek. W ciągu trzech miesięcy stopa referencyjna wzrosła o 1,65 punktu procentowego do 1,75%, przekraczając w ten sposób poziom sprzed pandemii. Wnioskując z wypowiedzi samych członków RPP można przypuszczać, że w styczniu dojdzie do kolejnej podwyżki, prawdopodobnie o 0,5 pkt. do 2,25%.

Wykres 13. Podwyżki stóp procentowych w ostatnich miesiącach popchnęły WIBOR3M w okolice 2,3%



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Rynek FRA wycenia scenariusz kolejnych podwyżek w 2022 roku



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Dokładne tempo podwyżek po styczniu jest trudniejsze do określenia. Na początku roku wygasa kadencja większości członków RPP, a więc osób które podejmują decyzje w sprawie stóp procentowych. Na tym etapie nie znamy jeszcze nazwisk osób które zastąpią obecną Radę, ale wiadomo, że przynajmniej dwóch członków zostanie wybranych przez Senat. Wnioskując z wypowiedzi przedstawicieli Senatu, można przypuszczać, że osoby te będą prezentować bardziej „jastrzębie” poglądy niż obecna większość w RPP. Powinno to zwiększyć presję na kolejne podwyżki. Z drugiej jednak strony samo wygasanie kadencji dotychczasowych członków RPP oraz proces wyboru następców może przyczynić się do spowolnienia podwyżek ze względów organizacyjnych (nowi członkowie mogą w swoim pierwszym miesiącu nie chcieć popierać znacznych podwyżek).

Z czasem presja na podwyżki stóp procentowych będzie się zmniejszać. Od stycznia inflacja zapewne zacznie stopniowo się obniżać (pierwsze wskazujące na to dane będą dostępne w połowie lutego), co pozwoli RPP na nieco spokojniejsze podejście do kwestii inflacji. W związku ze znaczną skalą dotychczasowych podwyżek i w związku ze spadkiem CPI na początku roku, Rada może zdecydować się przejść do podwyżek w mniejszych krokach – po 0,25 pkt.

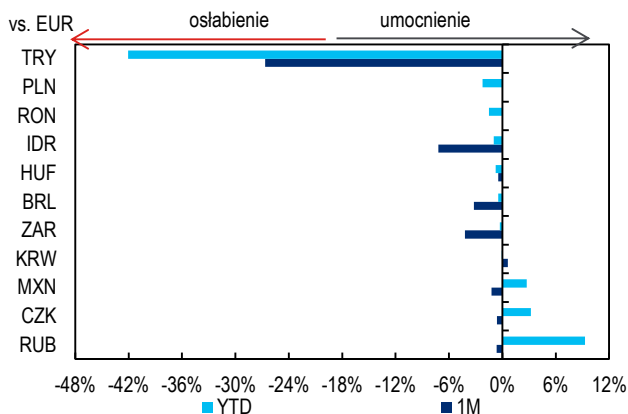
Docelowy poziom stóp procentowych widzimy na poziomie przynajmniej 3%, przy czym mógłby zostać on osiągnięty w II kwartale 2022 r. Niemniej ostateczna wartość może się różnić w zależności od zmian kursu złotego. Jak sygnalizowaliśmy w naszych dotychczasowych raportach, aby skutecznie obniżyć inflację RPP musi pozwolić lub doprowadzić do umocnienia złotego. Jeżeli PLN pozostałby słaby, skala podwyżek powinna być odpowiednio większa.

Lepsze perspektywy dla złotego w II poł. roku

Wbrew przewidywaniom sprzed roku ostatnie miesiące stały pod znakiem słabszego złotego. Jednym z czynników negatywnie wpływającym na waluty gospodarek wschodzących było umocnienie dolara na międzynarodowych rynkach. Poza tym czynnikiem różnicującym krajową walutę od forinta czy czeskiej korony była łagodniejsza polityka pieniężna, długi okres utrzymywania stóp procentowych na rekordowo niskim poziomie i bank centralny preferujący słabą walutę.

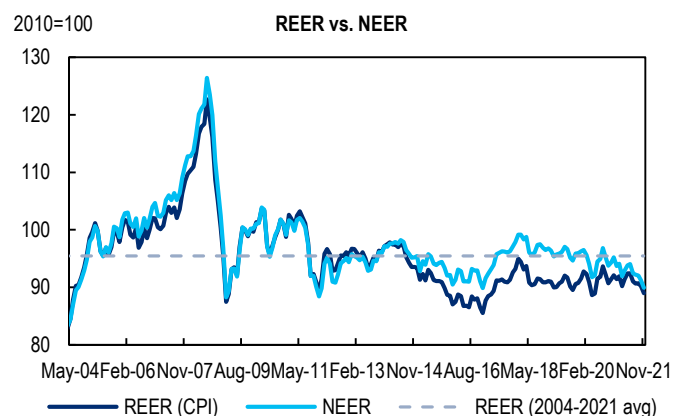
Choć program szczepień nie zakończył się osiągnięciem poziomu zbiorowej odporności, to pozwolił na mniejszą skalę restrykcji i mocniejszy wzrost PKB. Nie przełożyło się to istotnie na złotego. Złoty osiągnął w listopadzie najsłabszy poziom wobec euro od 2009 r. Z drugiej strony osłabienie REER deflowanego inflacją nie było tak duże. Jednak dynamiczny wzrost inflacji i nasilenie presji na osłabienie złotego doprowadziły do zmiany retoryki banku centralnego, który zaczął preferować mocniejszego złotego.

Wykres 15. Kurs złotego był jedną ze słabszych walut EM wobec euro w 2021 r.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Kurs NEER i REER są ok. 7-8% słabsze od wieloletnich średnich



Źródło: Haver, Citi Handlowy

Sądzymy, że w 2022 warunki do umocnienia złotego będą bardziej sprzyjające w II połowie roku. Oczekujemy głębszego niż sygnalizuje konsensus rynkowy spowolnienia wzrostu gospodarczego i utrzymania ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących. Negatywnie na złotego będzie oddziaływać także oczekiwane umocnienie dolara wobec euro, które zwykle jest negatywnie skorelowane z siłą walut regionu Europy Środkowej oraz wzrosty rentowności obligacji amerykańskich, które mogą być negatywne dla aktywów gospodarek wschodzących.

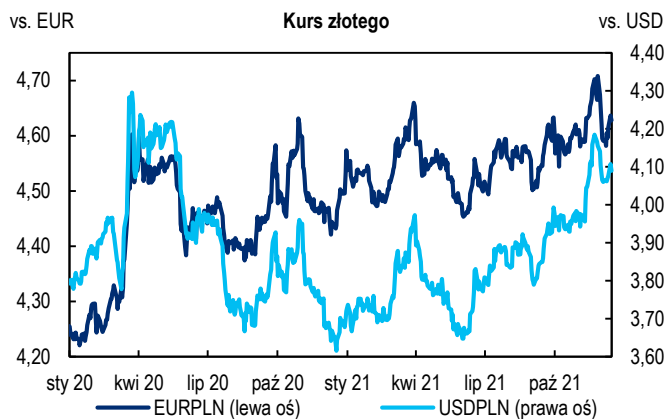
Co prawda Ministerstwo Finansów może wykorzystać środki unijne i wymienić je na rynku w przypadku deprecjacji złotego to jednocześnie występuje potencjalne ryzyko związane z brakiem napływu środków z unijnego funduszu odbudowy, a nawet z perspektywy unijnej 2021-2027. Niepewność związana z napięciami z UE może podwyższać zmienność złotego zarówno w związku z wzrostem awersji do ryzyka, perspektywą negatywnego wpływu na wzrost PKB jak i mniejszym napływem walut na rachunki Ministerstwa Finansów.

Wsparciem dla złotego będzie przede wszystkim dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej i preferowanie mocniejszego złotego przez NBP. Zakładamy, że dalsze podwyżki stóp procentowych, w łącznej skali odpowiadającej oczekiwaniom rynkowym, przełożą się na dalszy wzrost dysparytetu krótkoterminowych stóp procentowych wobec euro. To będzie ograniczać skalę osłabienia złotego w I kwartale, a będzie sprzyjać jego aprecjacji w kolejnych miesiącach, podobnie jak spodziewane odwrócenie spadkowego trendu EURUSD. Ponadto korzystniejsza warunki do umocnienia złotego mogą nastąpić po złagodzeniu napięć z UE wraz z napływem środków unijnych. Złotemu sprzyjać może również względna atrakcyjność cenowa polskich aktywów dla inwestorów zagranicznych, szczególnie biorąc pod

uwagę to, że złoty pozostaje na słabych poziomach, a rentowności obligacji są wysokie. Spread 10-letnich rentowności wobec obligacji amerykańskich jest na najwyższych poziomach od 2017 r., a wobec niemieckich na najwyższych poziomach od 2014 r., co stwarza okazję do wyhamowania lub przynajmniej częściowego odwrócenia 5-letniego trendu spadkowego zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku długu.

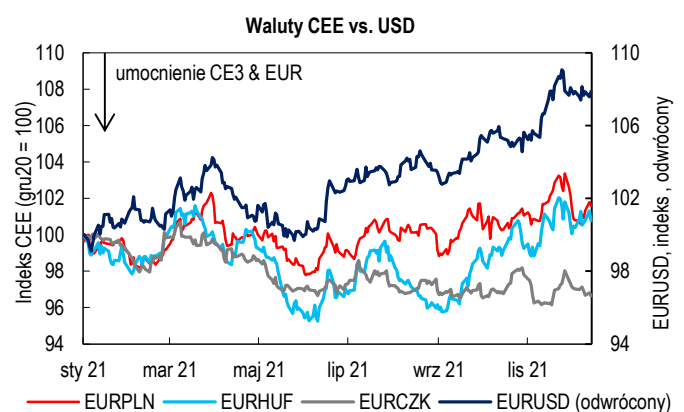
Oczekujemy, że złoty umocni się wobec euro w kierunku 4,50 na koniec 2022 r. i 4,02 wobec dolara.

Wykres 17. Kurs EURPLN i USDPLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Dalsze umacnianie dolara może negatywnie wpływać na złotego w I kw. 2022 r.



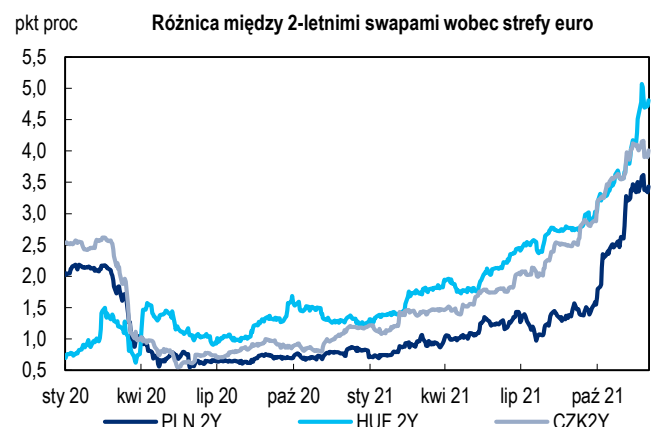
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Zmienność kursu EURPLN może stopniowo się obniżać



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. Wysoki dysparytet stóp wobec strefy euro może zacząć korzystnie oddziaływać na złotego



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Rok pod znakiem wyższych rentowności

Spodziewamy się dalszego stopniowego wzrostu stóp rynkowych i wystromienia krzywej obligacji. Spodziewamy się, że dalsze podwyżki stóp procentowych przez RPP oraz utrzymując się inflacja oraz inflacja netto na wysokich poziomach przełożą się na wzrost stóp rynkowych na całej krzywej w I połowie roku. Jednocześnie zakładamy zgodnie z prognozami Citi znaczny wzrost rentowności na bazowych rynkach długu, co może wywierać

presję także na krajowe obligacje długoterminowe. W rezultacie spodziewamy się stopniowego wystromienia krzywej obligacji oraz spadku spreadów szczególnie wobec obligacji amerykańskich z najwyższych poziomów od wielu lat. W drugiej połowie roku wraz ze spadkiem inflacji presja na wzrost rentowności może być mniejsza.

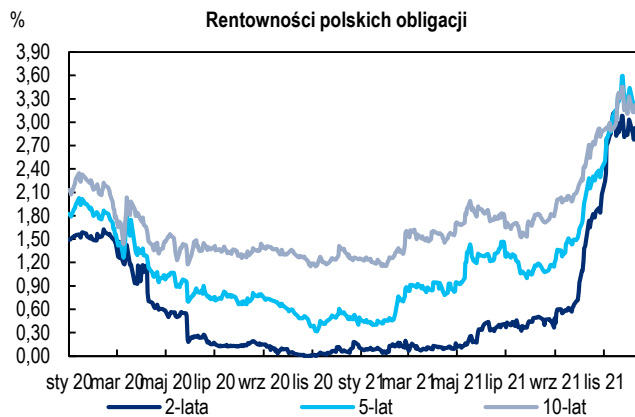
Zakładamy, że mimo spowolnienia gospodarczego Ministerstwo Finansów nie będzie miało trudności z emisją obligacji, a potrzeby pożyczkowe będą podobnie jak w ubiegłym roku niższe od wstępnych szacunków (212 mld zł). Wsparciem dla wyników budżetowych będzie wysoka inflacja. Ministerstwo Wobec znacznie niższych potrzeb pożyczkowych w tym roku resort finansów prawdopodobnie prefinansował znacznie większą część tegorocznych potrzeb (ok. 20-30%) niż oficjalnie szacuje (11%). Proces finansowania potrzeb pożyczkowych będą wspierać wysokie depozyty zgromadzone przez Ministerstwo Finansów (ok. 150 mld zł po listopadzie). W rezultacie spready kredytowe asset swap mogą się obniżyć nawet mimo braku dalszej obecności NBP na rynku. Ryzykiem w tym kontekście jest możliwość zwiększenia wydatków fiskalnych. Oczekujemy zwiększonej emisji obligacji w I kwartale.

Tabela 2. Prognozy stóp procentowych i rentowności

	Bieżący poziom (14 grudnia)	I kw. 22P	II kw. 22P	III kw. 22P	IV kw. 22P	I kw. 23P	II kw. 23P
Stopa Fed	0,25	0,25	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50
LIBOR \$ 3M	0,21	0,15	0,15	0,15	0,45	0,65	0,90
2-letnia obligacja (USA)	0,66	0,65	0,80	0,96	1,15	1,15	1,15
5-letnia obligacja (USA)	1,23	1,47	1,64	1,75	1,85	1,85	1,85
10-letnia obligacja (USA)	1,44	2,07	2,13	2,20	2,25	2,25	2,25
Stopa EBC	0	0	0	0	0	0	0
Stopa depozytowa EBC	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
EURIBOR 3M	-0,61	-0,55	-0,54	-0,52	-0,50	-0,48	-0,46
2-letnia obligacja (DE)	-0,68	-0,65	-0,65	-0,63	-0,60	-0,55	-0,50
5-letnia obligacja (DE)	-0,59	-0,50	-0,50	-0,45	-0,42	-0,35	-0,25
10-letnia obligacja (DE)	-0,37	-0,15	-0,15	-0,10	-0,05	0,05	0,15
Stopa NBP	1,75	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
WBOR 3M	2,32	3,15	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20
2-letnia obligacja (PL)	2,81	3,15	3,10	3,00	3,00	2,90	2,90
5-letnia obligacja (PL)	3,23	3,45	3,50	3,40	3,40	3,40	3,30
10-letnia obligacja (PL)	3,21	3,60	3,70	3,60	3,60	3,50	3,50

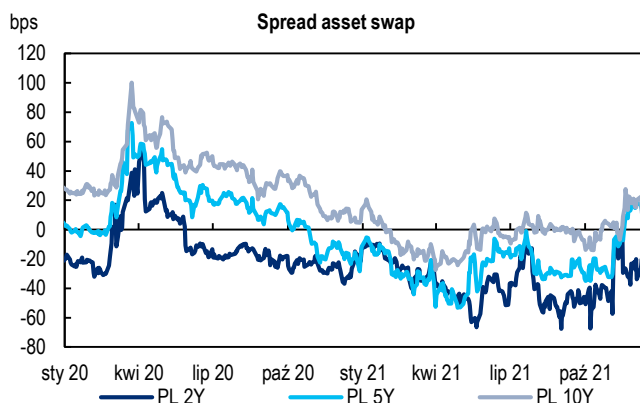
Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 21. W 2021 r. doszło do znacznego wzrostu rentowności ...



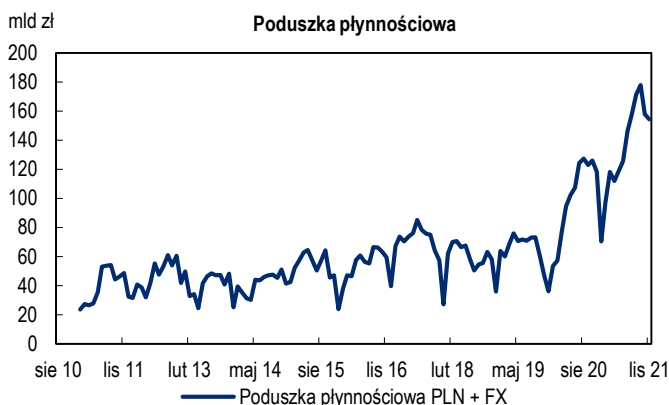
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 23. Spready kredytowe asset swap wzrosły



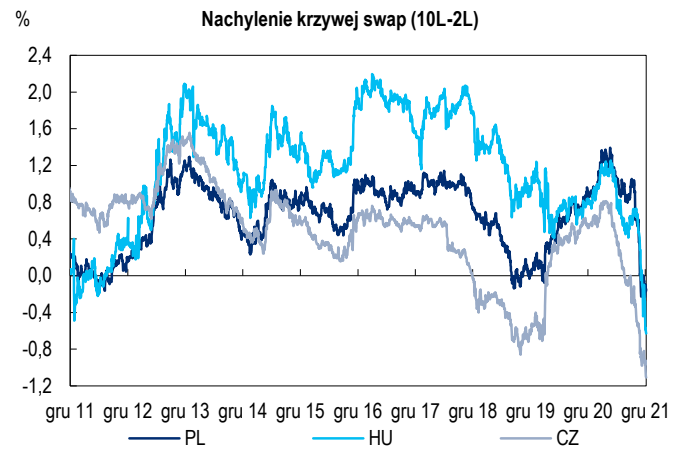
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 25. Depozyty resortu finansów pozostają wysokie



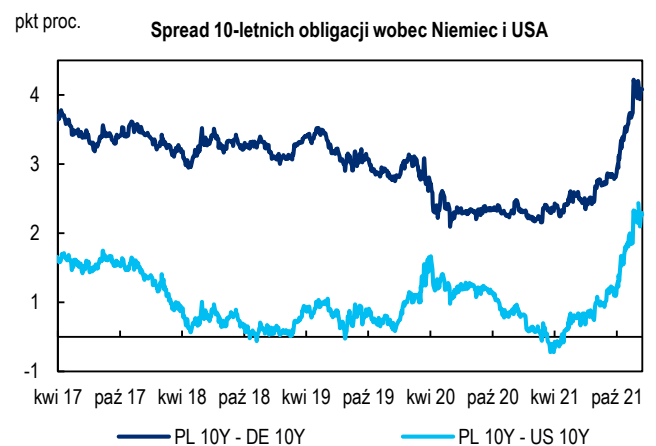
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 22. oraz wypłaszczenia krzywych rentowności podobnie jak w całym regionie



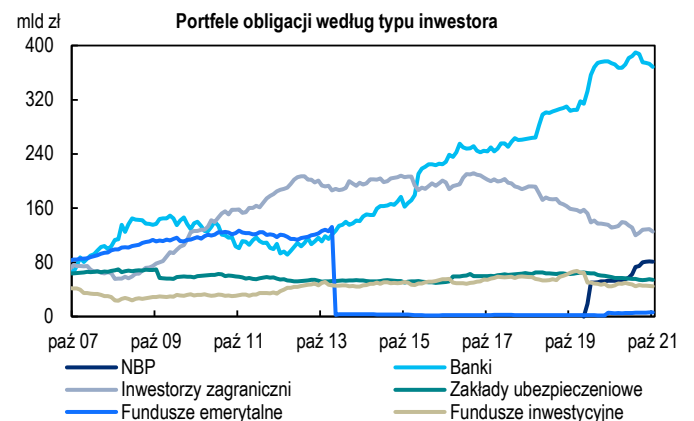
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 24. Spready wobec rynków bazowych wzrosły do najwyższych poziomów od lat



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Banki najprawdopodobniej pozostaną głównym nabywcą obligacji



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2020			2021									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,7	18,1	9,5	13,0	8,7	7,8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	3,1	-1,6	-4,5	-5,4	4,0	18,2	-9,4	-0,9	3,8	-4,2	-2,7	10,9	2,3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	1,6	7,2	12,7	0,5	2,5	20,6	50,2	32,2	19,2	9,4	13,1	7,8	5,5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-5,8	-4,9	3,4	-10,1	-16,9	-10,8	-4,2	4,7	4,5	3,2	10,2	4,2	4,2
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-2,3	-5,3	-0,8	-6,0	-3,1	15,2	21,1	13,9	8,6	3,9	5,4	5,1	6,9
Stopa bezrobocia (%)	6,1	6,1	6,3	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8
Inflacja (% m/m)	0,1	0,1	0,1	1,3	0,5	1,0	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	0,7	1,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	11,8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,5	0,0	0,3	1,0	1,0	1,6	0,7	0,9	0,9	1,5	0,7	0,9	1,8
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1.550	1.298	751	2.034	652	71	1.269	-531	-378	-1.551	-1.441	-1.339	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,4	1,7	1,4	0,9	0,4	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	1993	2212	587	1286	736	694	1362	121	714	-761	-1279	-111	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	23425	23574	20196	20089	21428	24703	23450	22596	23654	22466	21680	24537	-
Eksport (% r/r)	5,8	12,4	17,0	1,0	5,6	27,7	68,6	40,5	22,7	13,1	18,9	12,2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	21432	21362	19609	18803	20692	24009	22088	22475	22940	23227	22959	24648	-
Import (% r/r)	-2,4	6,2	14,6	-3,7	6,0	23,6	58,3	52,4	34,7	21,5	31,6	21,5	-
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	17,0	16,1	16,4	16,8	16,3	14,4	11,2	9,0	7,4	8,8	9,1	8,6	8,6
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,5	9,5	10,9	10,8	10,8	10,1	9,4	6,9	6,4	6,7	7,0	6,9	6,8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	26,5	25,0	19,0	20,1	21,2	20,4	15,2	10,6	4,8	7,6	7,9	6,9	7,8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3,6	2,6	2,9	2,1	1,4	1,1	1,4	2,4	2,9	4,0	4,2	4,3	4,4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-3,2	-4,5	-4,9	-5,0	-5,2	-8,4	-7,5	-5,2	-4,7	-1,9	-1,5	-0,2	0,9
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	0,10	0,10	-	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50
WIBOR 3M (średnio)	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22	0,23	0,49
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,23	0,23	0,74
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,10	0,04	0,05	0,01	-0,01	0,04	-0,01	0,09	0,08	0,02	0,01	0,16	1,54
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,01	0,05	0,10	0,06	0,16	0,09	0,11	0,31	0,39	0,45	0,49	0,82	2,07
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	0,38	0,49	0,47	0,46	0,88	0,84	0,95	1,28	1,28	1,08	1,20	1,57	2,41
EUR/PLN (koniec okresu)	4,62	4,48	4,61	4,54	4,52	4,66	4,57	4,48	4,52	4,57	4,54	4,63	4,62
USD/PLN (koniec okresu)	3,96	3,74	3,76	3,75	3,72	3,97	3,77	3,67	3,80	3,84	3,84	3,99	3,97
EUR/USD (koniec okresu)	1,17	1,20	1,23	1,21	1,21	1,17	1,21	1,22	1,19	1,19	1,18	1,16	1,16
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	12,1	13,2	85,0	-6,6	-0,9	3,4	-9,2	-9,4	-28,0	-35,3	-43,4	-47,6	-51,9
Def. budżetowy skum. (% planu)	11,0%	12,1%	77,7%	-6,1%	-0,8%	3,1%	-8,4%	-8,6%	-25,6%	-32,3%	-39,7%	-43,5%	-47,5%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	472	528	588	597	598	649	682	758
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.587	2.860	3.065
PKB per capita (USD)	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.018	17.904	19.907
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,7	5,2	4,9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,4	4,4	3,8
Inwestycje (% r/r)	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	6,0	5,5	7,1
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	5,6	5,1	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,6	5,9	3,8
Eksport (% r/r)	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	11,4	6,9	7,7
Import (% r/r)	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	16,9	9,6	7,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,0	4,0	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,0	6,1	3,5
Plące nominalne (% r/r)	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,4	8,3	6,9
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	3,6	7,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	3,00	2,75
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,72	3,20	2,95
Rentowność obligacji 10-letnich	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,15	3,60	3,40
USD/PLN (Koniec okresu)	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,02	3,94
USD/PLN (Średnia)	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,08	3,98
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,59	4,50	4,45
EUR/PLN (Średnia)	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,56	4,56	4,47
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,4	-2,4	-0,9	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,4	-0,1	0,3
Saldo handlu zagranicznego	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	2,7	6,0	10,0
Eksport	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	330,5	356,3	382,1
Import	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	327,8	350,3	372,2
Saldo usług	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	27,5	27,5	29,8
Saldo dochodów	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,5	-30,9	-33,6
Rezerwy międzynarodowe	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	160,0	175,0	189,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-3,9	-3,0	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,7	-2,0	-1,9
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	43,9	41,3	40,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2,5	5,4	4,4	3,8	3,8	3,5	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	5,0	6,0	3,5	2,6	2,5	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2,9	-0,4	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0,10	1,75	3,00	2,75	2,50	2,50	2,75
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	4,06	4,02	3,94	3,76	3,51	3,51
USD/PLN (Średnia)	3,90	3,86	4,08	3,98	3,85	3,61	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,61	4,59	4,50	4,45	4,40	4,35	4,35
EUR/PLN (Średnia)	4,44	4,56	4,56	4,47	4,42	4,37	4,37

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

Tomasz Litwiniak

Praktykant

tomasz.litwiniak@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 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.
