

CitiMonthly

Czekając na odwilż

- Po wielu niespodziankach mijającego roku utrzymuje się niepewność dotycząca trendów w 2017 r. W poniższym raporcie przedstawiamy cztery kluczowe tematy, które naszym zdaniem będą dominować dyskusję w najbliższych miesiącach.
- **Wielka zmiana w USA** - Wynik wyborów rozbudził oczekiwania, że łagodniejsza polityka fiskalna pomoże rozpędzić amerykańską gospodarkę. Naszym zdaniem oczekiwania te są nadmiernie optymistyczne, a przynajmniej przedwczesne. W naszym scenariuszu nie spodziewamy się istotnego impulsu wzrostowego z amerykańskiej gospodarki w 2017 roku. Naszym zdaniem pozytywny efekt ujawni się dopiero w 2018 r.
- **Banki centralne zdejmują stopę z gazu** – Fed pozostaje na dotychczasowej ścieżce zacieśniania polityki pieniężnej i najprawdopodobniej podniesie stopy o 0,25 pkt. procentowego w grudniu 2016 roku oraz łącznie o kolejne 0,5 pkt. w przyszłym roku. Strategia zakupów aktywów przez EBC sprowadza się za to do „więcej i dłużej, ale w mniejszych krokach”.
- **Czy jest szansa na odbicie gospodarcze?** Nakłady inwestycyjne w kraju mają szansę ustabilizować się lub nieznacznie wzrosnąć. Nasze zestawienie pokazuje, że w 2017 roku można spodziewać się wyraźnego odbicia inwestycji w infrastrukturę kolejową oraz wzrostu FDI. Dodając do tego utrzymujące się wysokie tempo wzrostu konsumpcji, wzrost gospodarczy może przyspieszyć do około 2,9% w 2017 roku.
- **3, 2, 1... Odliczanie do wzrostu inflacji** – Na odbicie inflacji czekano długo, ale wiele wskazuje, że w końcu staje się ono rzeczywistością. Jeżeli ceny paliw nie spadną gwałtownie, inflacja powinna w najbliższych miesiącach wzrosnąć do około 1,5%. Sprzyjać temu będzie rosnąca inflacja za granicą oraz nasilające się żądania płacowe.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

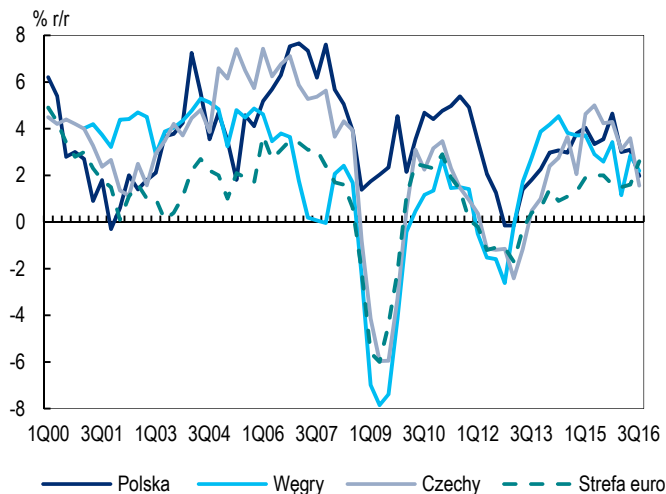
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

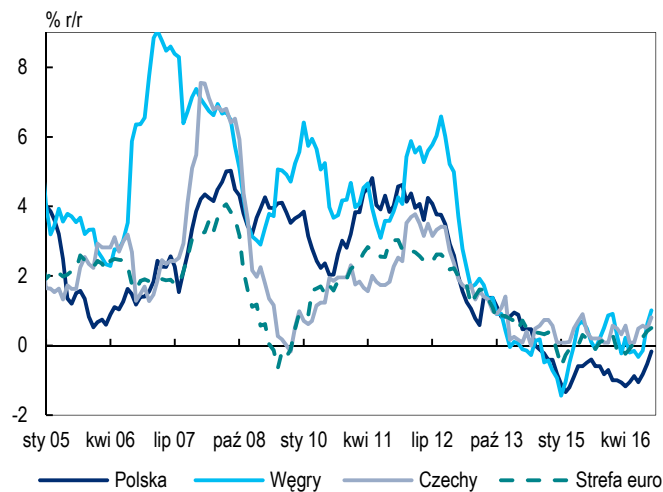
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



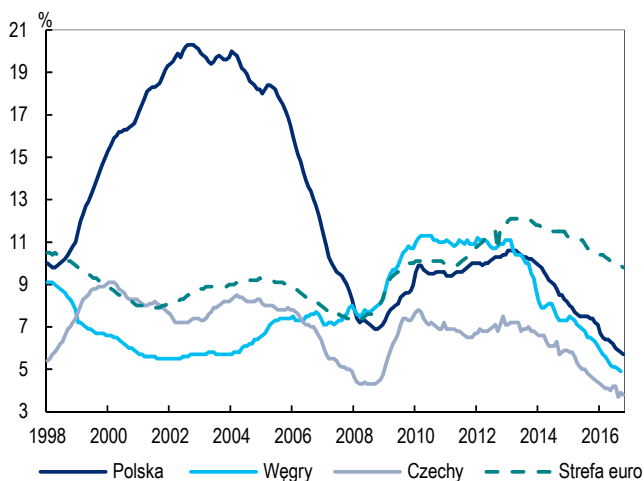
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



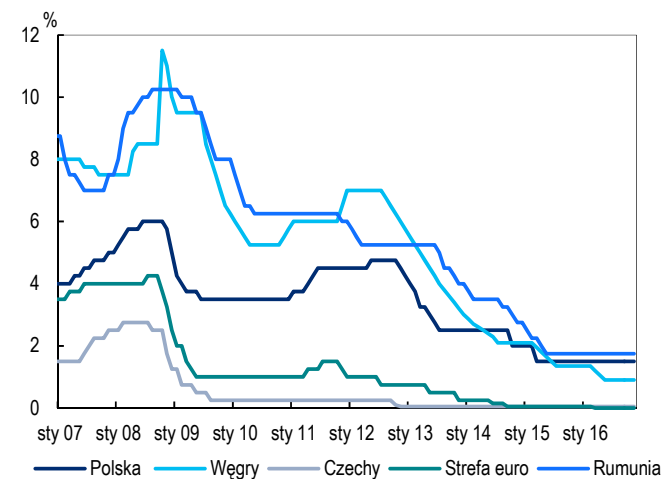
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



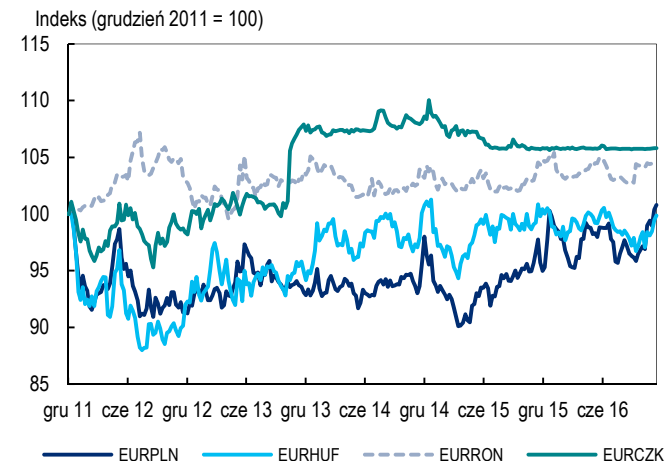
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



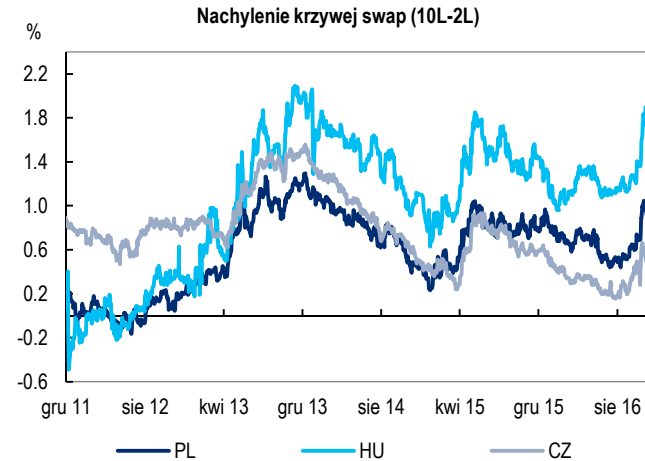
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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 2017 r.

Czekając na odwilż

Poniżej przedstawiamy najważniejsze tematy, które mogą zadecydować o kształtowaniu się sytuacji gospodarczej w kraju w 2017 r.. Raport zawiera również tabele z szczegółowymi prognozami na lata 2017-2018.

Temat 1. Wielka zmiana w USA

Zwycięstwo Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich w Stanach Zjednoczonych doprowadziło do gwałtownych zmian na rynkach finansowych, rozbudzając jednocześnie nadzieje i obawy wśród inwestorów. To, jak będzie wyglądać polityka gospodarcza za oceanem może być istotnym wyznacznikiem zmian na europejskich rynkach, w tym również w Polsce. Pomimo bardzo dużej niepewności, poniżej staramy się podsumować najistotniejsze trendy:

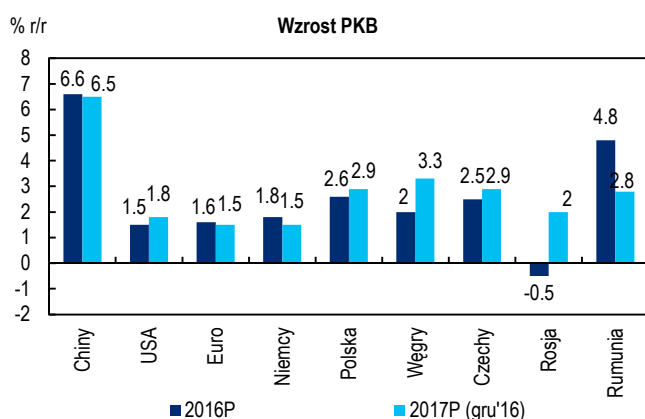
Obniżki podatków - Prezydent elekt Trump w swojej kampanii wyborczej zapowiedział reformę podatków dochodowych, polegającą na obniżeniu najwyższej stawki podatku dochodowego dla firm (prawdopodobnie do 15% z 35%) oraz zmniejszenia liczby progów w podatku od osób fizycznych. Chociaż rynki finansowe wydają się wyceniać scenariusz pobudzenia fiskalnego i związanego z tym wzrostu gospodarczego i inflacji już w 2017 roku, naszym zdaniem takie założenie może być zbyt optymistyczne. Administracja prezydenta Trumpa obejmie władzę na początku 2017 roku i biorąc pod uwagę czasochłonność zmian ustawowych, obniżka amerykańskich podatków dochodowych może wejść w życie najwcześniej pod koniec roku. Oznacza to, że pozytywne efekty dla wzrostu gospodarczego i inflacji w Stanach ujawnią się dopiero w 2018 roku.

Transfer zysków amerykańskich firm – Inna kluczowa propozycja D. Trumpa dotyczy stworzenia zachęt podatkowych dla firm, które zdecydują się na transfer wypracowanych za granicą zysków z powrotem do kraju. Możliwe rozwiązanie zakłada, że zyski trzymane za granicą mogą zostać opodatkowane preferencyjną stawką 10% po ich przekazaniu do Stanów Zjednoczonych. Ekonomisci Citi szacują, że kwota ta może stanowić równowartość około 2,5 biliona dolarów. Nie wiadomo, jak duża część z tych środków jest utrzymywana w dolarze, ale kwoty, które zostaną przewalutowane, będą miały wpływ na rynek walutowy. Naszym zdaniem jest to główna przyczyna dynamicznego umocnienia dolara po wyborach w Stanach. W przeciwieństwie do obniżek podatków, preferencyjne opodatkowanie transferu zysków może nastąpić już w 2017 r., tym bardziej, że w Kongresie i Senacie najprawdopodobniej będzie konsensus co do konieczności przeprowadzenia tej zmiany.

Program wydatków infrastrukturalnych – Prezydent elekt Trump planuje wydać w ciągu 10 lat około 550 mld dolarów na poprawę infrastruktury. Doświadczenia poprzednich administracji pokazują, że tego typu programy są w praktyce trudne do realizacji i ich ostateczna wartość może być mniejsza od planów.

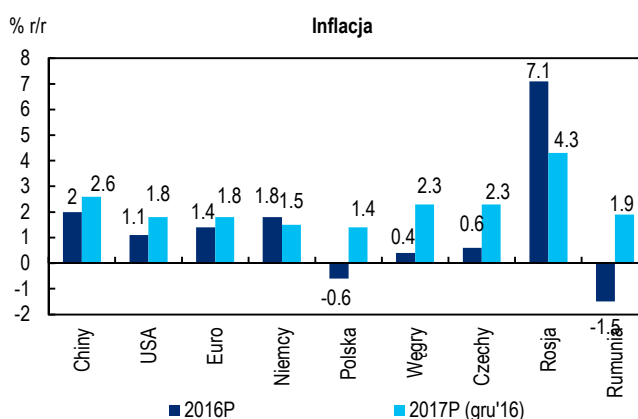
Powyższe zmiany oznaczają, że wbrew oczekiwaniom niektórych inwestorów impuls fiskalny w 2017 roku będzie niewielki (a może być nawet ujemny). Niemniej w 2018 roku pozytywny impuls sięgnie 1,1 punktu proc. i po około 0,1 pkt. w kolejnych latach. Oznacza to, że wzrost gospodarczy w 2017 roku nie będzie się nadmiernie różnił od dotychczasowych prognoz, a nawet może być nieco niższy ze względu na siłę dolara. Z kolei w 2018 roku wzrost może być o około 1 punkt wyższy, niż dotychczas oczekiwaliśmy oraz o kolejne 0,5 pkt. w 2019 i 2020 r. Innymi słowy – światowa gospodarka może liczyć na wsparcie w postaci ożywienia w USA, ale raczej dopiero w 2018 r.

Wykres 7. Wzrost gospodarczy w 2017 roku w wielu gospodarkach będzie zbliżony do 2016 roku, za wyjątkiem Rosji



Źródło: prognozy Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 8. Za to inflacja powinna wzrosnąć u największych partnerów handlowych (za wyjątkiem Rosji)



Źródło: prognozy Citi Research, Citi Handlowy

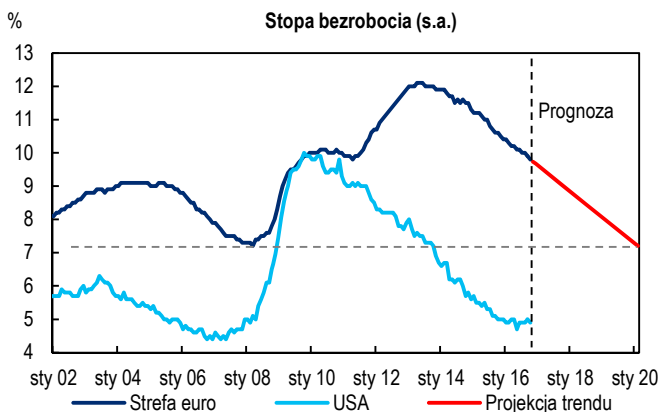
Temat 2. Banki centralne ściąają nogę z gazu

Rok 2017 może zakończyć cykl łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne w krajach rozwiniętych zapoczątkowany w 2008 r. Od tamtego czasu średnia stopa procentowa w krajach rozwiniętych spadła o blisko 400 pkt bazowych, podczas gdy bilans banków centralnych potroił się w relacji do PKB. W kierunku ograniczenia łagodzenia polityki pieniężnej działa kilka przesłanek. Po pierwsze inflacja stopniowo rośnie a ryzyko deflacji zmniejsza się wraz z domykaniem się luki popytowej. Po drugie polityka fiskalna staje się bardziej łagodna. Po trzecie maleje przekonanie wśród uczestników rynku finansowego, że nadzwyczajne działania w polityce pieniężnej są efektywne, a jednocześnie rośnie obawa o konsekwencje i efekty uboczne nieustannej stymulacji. W związku z tym oczekujemy, że programy stymulacyjne nie będą już powiększane. Proces odchodzenia od wyjątkowo akomodacyjnej polityki pieniężnej będzie rozłożony w czasie gdyż zmiany w polityce fiskalnej również postępują powoli, moce produkcyjne nie są wciąż w pełni wykorzystane, a wzrost inflacji może nie być trwały. W związku z tym banki centralne mogą na razie czekać, domyślnie bardziej akceptując scenariusz w którym gospodarka stopniowo się „przegrzewa”, niż scenariusz w którym wzrost zostaje zduszony zbyt wcześniej. Za taką strategią przemawia również fakt, że zadłużenie rządowe jest wysokie i tym samym wysokie są koszty obsługi długu.

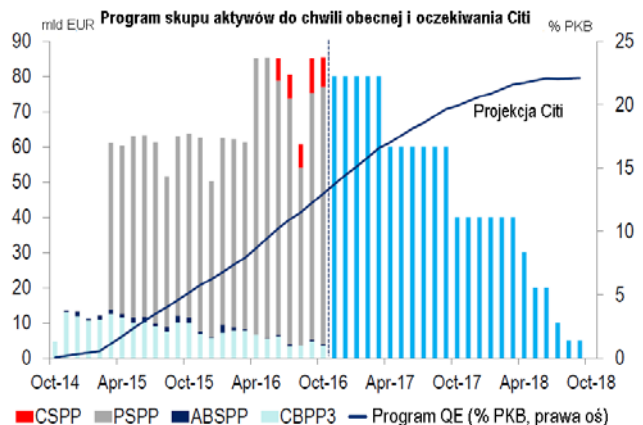
Fed kontynuuje podwyżki stóp

Złagodzeniu polityki fiskalnej przy utrzymującej się dobrej sytuacji na rynku pracy będzie towarzyszyć stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej w USA. Sądzymy, że Fed nie zmieni obecnego stanowiska o stopniowej normalizacji polityki monetarnej, o ile nie będzie pełnej jasności co do profilu polityki fiskalnej. Po zmiennej I połowie 2016 r., obecnie amerykańska gospodarka jest na bardziej stabilnej ścieżce wzrostu o ok. 2%, co jest wystarczająco szybkim tempem aby zamknąć lukę popytową i przyczynić się do narastania presji płacowej. Spodziewamy się podwyżki stóp na grudniowym posiedzeniu FOMC oraz systematycznych podwyżek w latach 2017-2020 (po dwie podwyżki w każdym roku). Dostrzegamy także ryzyko większej liczby podwyżek stóp w latach 2018-2021, jeśli wzrost gospodarczy i inflacja zaskoczą pozytywnie. Z drugiej strony, mocny dolar może ograniczać zarówno wzrost inflacji, jak i wzrost gospodarczy.

Wykres 9. Stopa bezrobocia w USA znajduje się blisko poziomów sprzed kryzysu, natomiast dla strefy euro ten poziom zostanie osiągnięty dopiero ok. 2020 r. Wykres 10. EBC będzie kontynuował skup aktywów najprawdopodobniej do września 2018 r.



Źródło: Eurostat, Citi Research, Citi Handlowy



Źródło: EBC, Citi Research, Citi Handlowy, *CSPP – Corporate Sector Purchase Programme, PSPP – Public Sector Purchase Programme, ABSPP – Asset Backed Securities Purchase Programme, CBPP3 – Third Covered Bond Purchase Programme

Skup obligacji przez EBC w coraz mniejszej skali

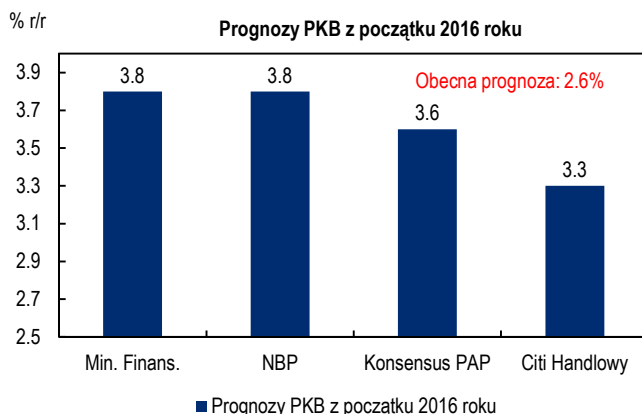
Europejski Bank Centralny utrzyma akomodacyjną politykę pieniężną w kolejnym roku, biorąc pod uwagę kruchość wzrostu i inflacji. Jednocześnie jednak stopniowy wzrost inflacji po dwóch latach deflacji będzie najprawdopodobniej wiązał się ze stopniową zmianą w komunikacji EBC. Naszym zdaniem, zgodnie z zapowiedzią na grudniowym posiedzeniu, EBC będzie kontynuował skup rozszerzonego zakresu aktywów (obligacje o zapadalnościach od 1 do 30 lat o rentownościach także poniżej stopy depozytowej) w kolejnych miesiącach, a od kwietnia zmniejszy skalę programu skupu aktywów do 60 mld € miesięcznie. Ponadto sądzymy, że EBC zdecyduje się na kolejne wydłużenie programu skupu aktywów do września 2018 r., choć w 2018 r. najprawdopodobniej Europejski Bank Centralny będzie stopniowo ograniczał kwotę zakupywanych aktywów. Zgodnie z naszymi prognozami pierwsza podwyżka stóp w strefie euro nastąpi pod koniec 2019 r.

Temat 3. Czy jest szansa na odbicie gospodarcze?

Chociaż na początku roku nasze prognozy wzrostu gospodarczego były wyraźnie niższe niż przewidywania NBP, Ministerstwa Finansów oraz konsensusu rynkowego, skala spowolnienia w 2016 roku okazała się dla nas i tak dużym zaskoczeniem (Wykresy 11-12). Z niemal czteroprocentowego wzrostu w 2015 roku gospodarka wyhamowała do około 2,4-2,6% w 2016 r. Nawet jeżeli w ostatnich miesiącach roku pojawią się oznaki ożywienia, co wcale nie jest takie pewne, wzrost w ujęciu rocznym może w IV kw. wynieść zaledwie 2% (jeżeli z kolei takiego ożywienia nie będzie, wzrost może nawet nie przekroczyć 1,5% r/r).

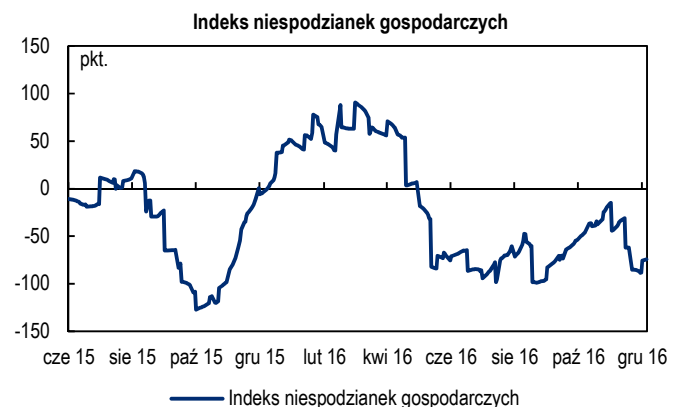
Powyższe słabe wyniki gospodarcze wywołują pytania o perspektywy wzrostu w 2017 r. Prognozy NBP oraz Ministerstwa Finansów ponownie sugerują, że w najbliższych kwartałach można liczyć na wzrost gospodarczy o ponad 3,5%. Niemniej, podobnie jak w mijającym roku, również teraz tego typu przewidywania wydają się nadmiernie optymistyczne.

Wykres 11. Skala tegorocznego spowolnienia przekroczyła nasze – i tak ostrożne na tle konsensusu - przewidywania



Źródło: GUS, Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 12. Negatywne niespodzianki utrzymują się od kwietnia/maja i na razie nie widać przełomu

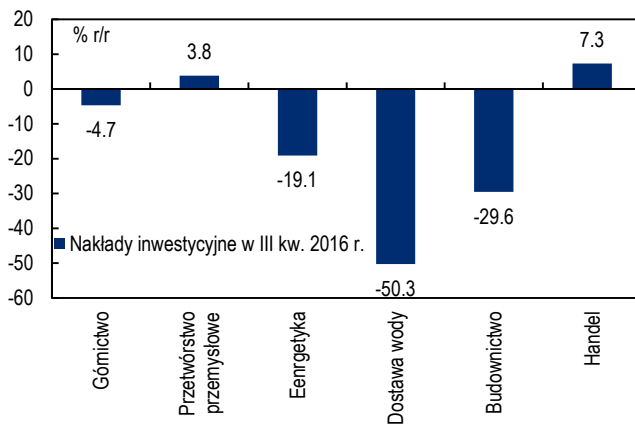


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Co stoi za spowolnieniem?

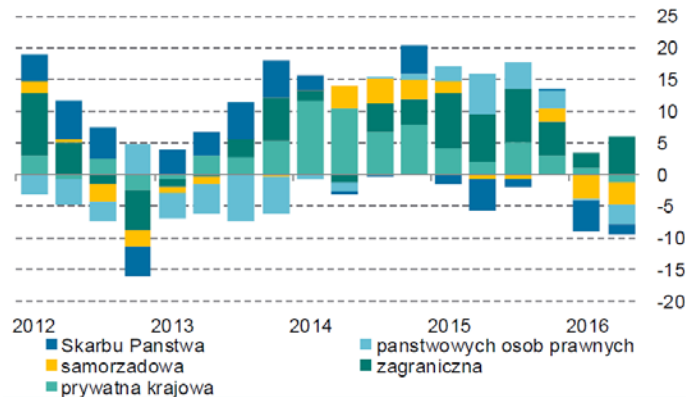
Główną przyczyną obecnego spowolnienia jest słabość inwestycji, która jest szczególnie widoczna w energetyce, budownictwie oraz firmach wodno-kanalizacyjnych (Wykres 13). Spoglądając na rozbić danych po sektorach własności, inwestycje są zaniżane przez firmy państwowe, firmy z udziałem skarbu państwa oraz samorządy (Wykres 14). Niemniej osłabienie widać również w krajowych przedsiębiorstwach prywatnych oraz (w mniejszym stopniu) w firmach zagranicznych. Okazuje się więc, że spadek aktywności inwestycyjnej nie ogranicza się do wąskiej grupy firm, lecz ma bardziej powszechny charakter.

Wykres 13. Spadek inwestycji widoczny przede wszystkim w energetyce, budownictwie oraz firmach wodno-kanalizacyjnych



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. Wkład sektorów własności w stopę wzrostu inwestycji przedsiębiorstw



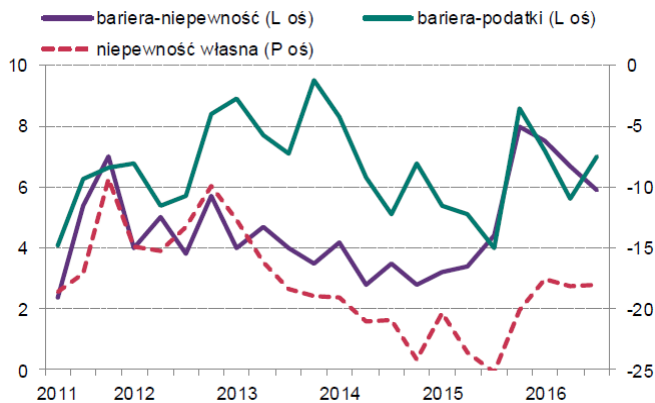
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Jest kilka czynników, które wyjaśniają niską aktywność inwestycyjną.

Po pierwsze, w oczy rzuca się bardzo wyraźny wzrost deklarowanej przez firmy niepewności dotyczącej warunków prowadzenia działalności (Wykres 15), między innymi w związku ze zmianami prawa podatkowego oraz zwiększeniem częstotliwości kontroli ze strony urzędów. Po drugie, część przedsiębiorstw może wstrzymywać się z inwestycjami w związku ze specyficznymi czynnikami wpływającymi na konkretne sektory (np. zapowiadane zaangażowanie energetyki w pomoc dla kopalń). Po trzecie, spadki inwestycji nałożyły się na początek nowej perspektywy unijnej, a więc okres, któremu zazwyczaj towarzyszy mniejsza ilość projektów finansowanych z funduszy z UE w związku z opóźnieniami w rozpisywaniu lub rozstrzygnięciu przetargów.

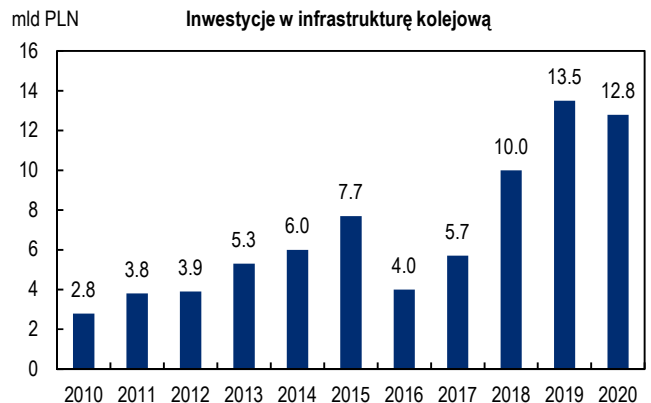
Istnieją jednak podstawy aby oczekiwać stopniowego ożywienia aktywności inwestycyjnej w 2017 roku. Spoglądając na inwestycje kolejowe, w 2016 roku spadły one o ponad 40%, jednak bieżące szacunki PKP sugerują, że w 2017 roku można spodziewać się ich wzrostu o ponad 40%, a w 2018 roku o dodatkowe 75% (Wykres 16). O ile w mijającym roku nakłady na kolei odjęły od wzrostu inwestycji około 1 punkt procentowy, o tyle w kolejnych dwóch latach będą one dodawać do wzrostu inwestycji odpowiednio 0,5 oraz 1,2 pkt. Jeżeli chodzi o inwestycje drogowe, znaczna liczba przetargów GDDKiA ma zostać rozstrzygnięta w pierwszych miesiącach 2017 roku. Początkowo przełożenie tych przetargów na wydatki inwestycyjne może być ograniczone (ze względu na formułę „projektuj i buduj”), ale pod koniec roku oraz w 2018 r. inwestycje drogowe zaczną wyraźnie rosnać w ujęciu rok-do-roku.

Wykres 15. Wzrost niepewności może ciężać nad inwestycjami



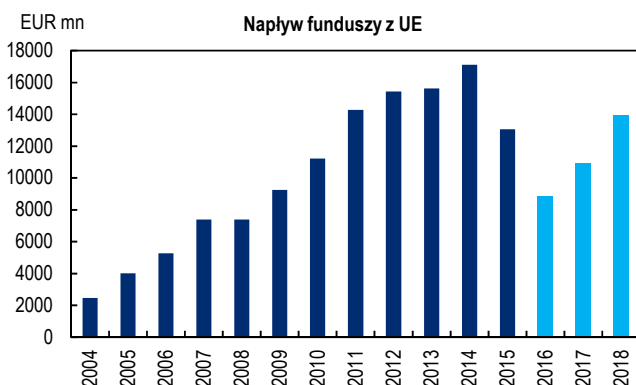
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 16. Wydatki na kolei mogą dodać do wzrostu inwestycji ogółem 0,5 pkt. proc. w 2017 roku (wobec -1 pkt. w 2016)

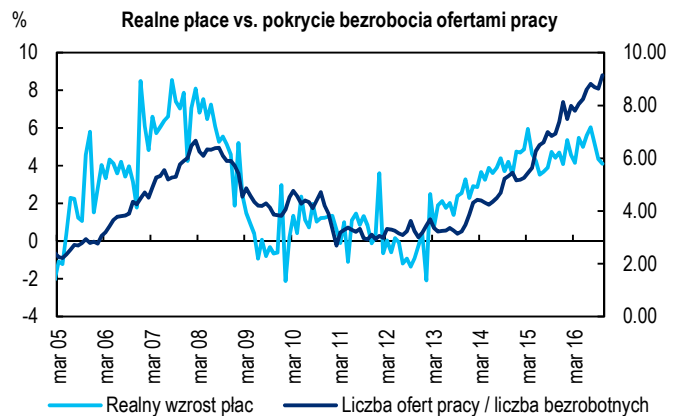


Źródło: PAP, PKP, Citi Handlowy

Wykres 17. Spadek napływu środków unijnych przekroczył oczekiwania, Wykres 18. Sytuacja na rynku pracy wciąż się poprawia jednak w przyszłym roku trend ten powinien zostać odwrócony



Źródło: MF, Citi Handlowy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Po drugie, z powyższymi zmianami związany jest również przewidywany wzrost inwestycji współfinansowanych ze środków unijnych (Wykres 17). Ministerstwo Gospodarki przedstawiło w listopadzie informacje o czterdziestokrotnym wzroście wartości środków UE w podpisanych umowach (z 1,1 mld zł w listopadzie 2015 r. do 46 mld w październiku 2016 r.). Informacja ta może sugerować wyjątkowe odbicie w inwestycjach, ale naszym zdaniem dane te rysują nadmiernie optymistyczny obraz. Kwoty te dotyczą środków wyłącznie z perspektywy lat 2014-2016, podczas gdy w 2015 roku wykorzystywano jeszcze fundusze z poprzedniej perspektywy. Z tego względu porównywanie kwot Ministerstwa Rolnictwa w ujęciu rok do roku może być mylące, gdyż rzeczywista dynamika funduszy unijnych z obu perspektyw budżetowych (a nie tylko tej najnowszej) jest zapewne niższa. Niemniej szybki przyrost podpisanych umów sugeruje, że w I połowie 2017 roku można spodziewać się przynajmniej umiarkowanej poprawy dynamiki inwestycji.

Wreszcie po trzecie, sygnałów potencjalnego ożywienia inwestycji można doszukiwać się w inwestycjach przedsiębiorstw zagranicznych. W ostatnich miesiącach wyraźnie wzrosła liczba ogłoszonych projektów zagranicznych inwestycji w kraju. Według naszych

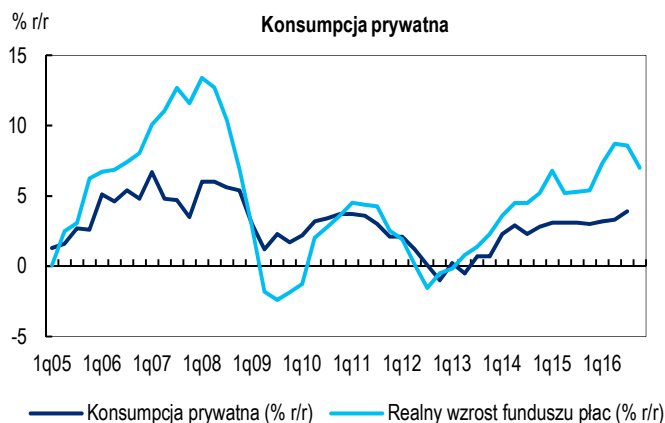
szacunków tylko w okresie od października do 7 grudnia ogłoszono projekty FDI o wartości zbliżonej w sumie do około 8 mld złotych, z czego w 2017 roku może zostać wydane około 3 mld zł.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oraz skalę załamania inwestycji na początku 2016 roku, nawet ich niewielkie odbicie w ujęciu kwartał do kwartału może oznaczać znaczną poprawę dynamiki inwestycji. Z tego względu szacujemy, że w całym 2017 roku inwestycje mogą minimalnie wzrosnąć o około 1-2% r/r.

Nadzieja w konsumentach

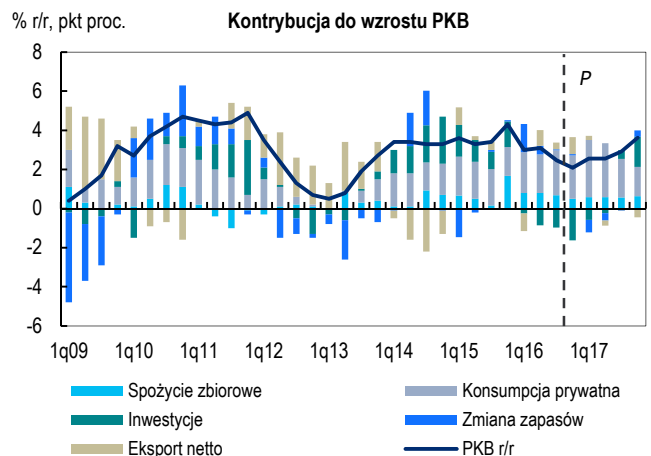
Głównym motorem wzrostu gospodarczego w kraju wciąż jest konsumpcja indywidualna. Jej dynamika jest napędzana przez dobrą sytuację na rynku pracy oraz wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych na skutek zwiększonych transferów rządowych. Program 500+ rozpoczął się w II kw., 2016 r. ale jego efekty zaczęły się ujawniać dopiero od III kw. i między innymi dzięki temu czynnikowi w minionym kwartale konsumpcja wzrosła o 3,9% r/r.

Wykres 19. Rynek pracy wsparciem dla konsumpcji



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 20. Dzięki nieco wyższym inwestycjom oraz wciąż silnej konsumpcji, wzrost PKB wyraźnie przyspieszy w II poł. 2017 roku



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Dotychczasowy wpływ programu 500+ był mniejszy niż szacowano jeszcze kilka miesięcy temu, co może próbować tłumaczyć na trzy sposoby. Po pierwsze gospodarstwa domowe mogły na trwałe zwiększyć stopę oszczędności, co oznaczałoby, że nie można liczyć na wyraźniejsze przyspieszenie konsumpcji w najbliższej przyszłości. Po drugie, konsumenci mogli wykorzystać środki do spłaty zobowiązań, co oznaczałoby, że po przejściowym okresie można spodziewać się wzmożonych wydatków konsumentów (innymi słowy „górką” dynamiki konsumpcji byłaby jeszcze przed nami). Po trzecie, nie można wykluczyć, że część gospodarstw domowych o najniższych dochodach i zarazem najwyższej skłonności do konsumpcji mogła zastąpić dochody z pracy dochodami ze świadczeń społecznych. Powyższe założenie byłoby uzasadnione gdyby program 500+ pozwolił niektórym z rodziców zrezygnować z pracy – wówczas transfery nie zwiększałyby sumy dochodów do dyspozycji, tylko wypierałyby dochody z pracy.

Biorąc pod uwagę deklaracje niektórych przedsiębiorców taki proces spadającej aktywności na rynku pracy rzeczywiście może mieć miejsce, choć trudno założyć, że jego skala jest na tyle duża aby zaważyć na całym agregacie konsumpcji. Dane za III kwartał wskazują, że aktywność zawodowa kobiet spadła w porównaniu z analogicznym kwartałem poprzedniego roku o 0,2 punktu proc. i był to pierwszy spadek od pięciu kwartałów. Lepsza ocena tej hipotezy będzie możliwa w najbliższych miesiącach gdy dostępne będą dane o stopie aktywności na rynku pracy w IV kw. 2016 roku. Do tego czasu jako najbardziej prawdopodobne wytłumaczenie traktujemy mieszankę drugiej i trzeciej hipotezy (redukcja zobowiązań i niższa aktywność dzięki 500+). Oznaczałoby to, że konsumpcja może jeszcze przejściowo przyspieszyć, choć pewnie nie do poziomu 5% r/r, który jeszcze niedawno wydawał się osiągalny. Innymi słowy oczekujemy, że w 2017 roku konsumpcja pozostanie głównym motorem wzrostu PKB, a jej dynamika może być bliska lub wyższa od poziomu z 2016 roku. Bardzo prawdopodobne jest jednak, że pod koniec przyszłego roku konsumpcja będzie już wyhamowywać (wygasanie efektu 500+), dokładnie wtedy kiedy inwestycje będą zaczynały szybciej rosnąć.

Wzrost o prawie 3%

Biorąc pod uwagę powyższe trendy w inwestycjach oraz konsumpcji w przyszłym roku można spodziewać się szybszego wzrostu gospodarczego w porównaniu z 2016 rokiem. Nasze szacunki – niestety obarczone wyjątkową niepewnością – sugerują wzrost na poziomie około 2,9% w 2017 r. Jest to wynik poniżej konsensusu, jednak jeżeli chodzi o bilans zagrożeń, widzimy szanse pozytywnej niespodzianki w stosunku do naszych przewidywań. Co prawda w miesięcznych danych trudno znaleźć silne przesłanki do optymizmu, jednak dane historyczne pokazują, że po głębokich spadkach aktywności w Polsce zazwyczaj następują zaskakująco silne odbicie.

Odbicie wzrostu w 2017 roku nie powinno jednak przesłaniać zdecydowanie mniej optymistycznych trendów średnio i długoterminowych. Spodziewamy się stopniowego wyhamowania wzrostu w średnim terminie na skutek czynników strukturalnych, w tym przede wszystkim pogarszającej się sytuacji demograficznej. Przesłanki za takim scenariuszem przedstawialiśmy już w poprzednich naszych publikacjach (*„Raport Specjalny: Ostatnie spowolnienie to dopiero początek”*, 09.09.2016), a ich konsekwencje można podsumować następująco – jeżeli nawet wzrost przekroczy 3% w 2017 roku, w kolejnych latach powtórzenie takiego „wyczynu” będzie już trudniejsze, właśnie ze względu na spadek liczby osób w wieku produkcyjnym i niską aktywność zawodową. W takim scenariuszu prognozy MF zakładające wzrost w pobliżu 3,5-4% r/r przez kilka kolejnych lat wydają się niezbyt dobrze odzwierciedlać rzeczywisty potencjał polskiej gospodarki.

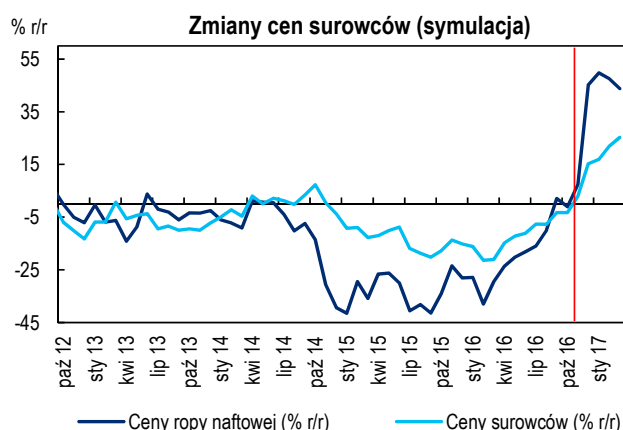
Temat 4. Odliczanie do wzrostu inflacji

Rok temu przypuszczaliśmy, że rosnąca inflacja może być jednym z głównych tematów 2016 roku, jednak gwałtowny spadek cen ropy naftowej w styczniu praktycznie przekreślił taką możliwość. Okazuje się, że temat ten nabiera na znaczeniu właśnie teraz. Przez ostatnie dwa lata inflacja wyjątkowo systematycznie zaskakiwała negatywnie, a okres „przejściowej” deflacji okazał się nadzwyczaj trwały. Chociaż kluczowym czynnikiem

obniżającym CPI był spadek cen ropy naftowej i surowców, niska presja cenowa miała również znacznie szersze podłoże i była między innymi związana z ciągłym spadkiem cen towarów importowanych. Sytuacja w tym zakresie zaczęła się jednak zmieniać i – naszym zdaniem - 2017 rok może być rokiem wyraźnego wzrostu inflacji, o ile nie dojdzie do ponownego załamania cen surowców. Nasza prognoza zakłada, że średnioroczny wskaźnik inflacji wyniesie w 2017 roku około 1,5%, a więc nieco więcej niż zakładają prognozy rynkowe. Po doświadczeniach z ostatnich dwóch lat zapowiedzi odbicia inflacji mogą brzmieć jak myślenie życzeniowe, ale naszym zdaniem jest kilka czynników uwiarygadniających taki scenariusz.

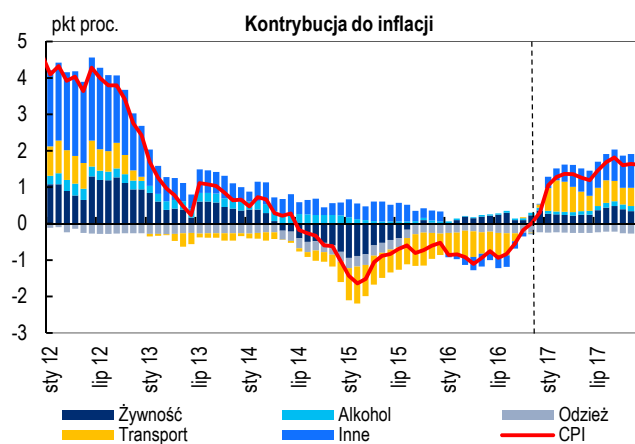
Ceny surowców – Oślawiony i często nadmiernie eksponowany efekt niskiej bazy będzie rzeczywiście odgrywał istotną rolę w najbliższych miesiącach. Już obecnie ceny ropy naftowej oraz surowców są wyższe niż rok wcześniej, kończąc długi okres dynamicznych spadków (Wykres 21). Jeżeli ceny ropy oraz kurs złotego pozostaną w najbliższych miesiącach bez zmian (na poziomie z końca listopada), powinno to dodać do rocznego wskaźnika CPI ponad 1 punkt procentowy w horyzoncie najbliższych trzech miesięcy. Nie potrzeba więc wzrostów cen surowców aby inflacja odbiła się od dna – wystarczy ich stabilizacja.

Wykres 21. Nawet jeżeli ceny ropy naftowej pozostaną na obecnym poziomie, ceny ropy będą w styczniu o 50% wyższe niż rok wcześniej



Źródło: Bloomberg, szacunki Citi Handlowy przy założeniu, że ceny ropy naftowej oraz kurs USD/PLN pozostaną na poziomie z 6.12.2016 r. (odpowiednio 53,9 USD oraz 4,16)

Wykres 22. Wyższe ceny paliw zaczynają podbijać inflację



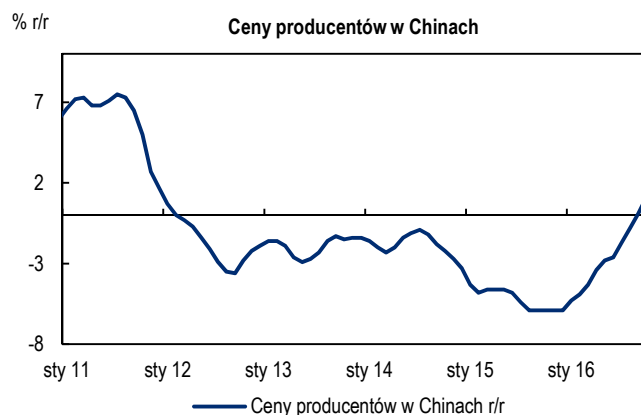
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 23. Inflacja w strefie euro już nie zaskakuje negatywnie



Źródło: Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

Wykres 24. Ceny producentów w Chinach są wyższe niż rok wcześniej

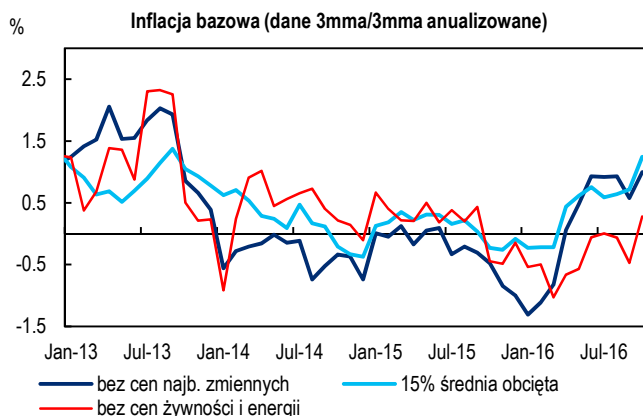


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Inflacja importowana – Jak pokazuje wykres 23, przez ponad trzy lata inflacja w strefie euro systematycznie zaskakiwała w dół. Biorąc pod uwagę silne powiązania handlowe Polski i stref euro, miało to bezpośredni wpływ na ceny towarów importowanych do kraju. Obecnie sytuacja powoli się zmienia, a inflacja w strefie euro nie tylko rośnie, ale również okazuje się wyższa niż wcześniej oczekiwano. Naszym zdaniem przyszły rok będzie okresem dalszego, stopniowego wzrostu inflacji w strefie euro, a słaba wspólna waluta tylko będzie wzmagać ten trend. Tym bardziej, że globalne trendy inflacyjne – w tym wzrost cen producentów w Chinach – wspierają te tendencje (Wykres 24).

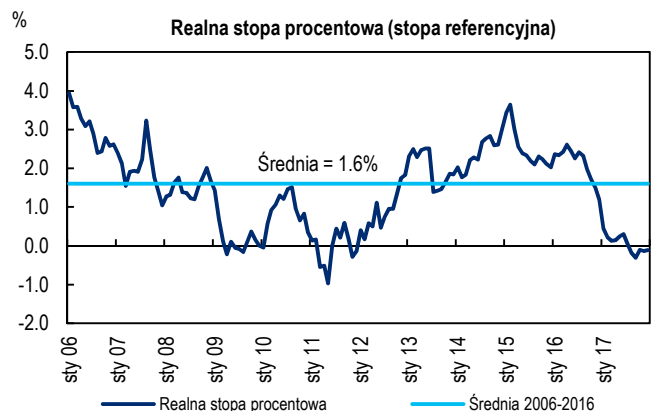
Oznaki odwrócenia trendu inflacji bazowej – Inflacja bazowa pozostaje bardzo niska, ale w danych miesięcznych widać sygnały świadczące o lekkim wzmocnieniu presji cenowej. Wskazuje na to między innymi wykres 25 pokazujący „momentum” trzech różnych miar inflacji bazowej. Warto również podkreślić, że poziom inflacji bazowej jest sztucznie zaniżany przez ceny, które nie są odzwierciedleniem sytuacji rynkowej, lecz decyzji administracyjnych. W szczególności rozszerzenie zakresu obowiązywania darmowych podręczników oraz wprowadzenie darmowych leków dla seniorów zaniżyły inflację bazową (oraz wskaźnik CPI), choć zmiany bynajmniej nie wynikają z osłabienia popytu krajowego.

Wykres 25. Inflacja bazowa wychodzi z trendu spadkowego



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych NBP

Wykres 26. Oczekujemy, że dzięki wzrostowi inflacji realna stopa procentowa spadnie do zera



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych NBP oraz GUS

Presja płacowa – W kolejnych kwartałach spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji bazowej, do czego powinna przyczyniać się stopniowo rosnąca presja płacowa. Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w pierwszych dziesięciu miesiącach roku przeciętnie o 4% r/r, przy jednoczesnym wzroście zatrudnienia o 2,9%. Sygnałów świadczących o napiętej sytuacji na rynku pracy nie brakuje. Wśród ankietowanych przez NBP firm około 57% deklaruje presję płacową, a 13% twierdzi, że wzrosła ona w porównaniu z poprzednim kwartałem. Rynek pracy staje się barierą dla coraz większej liczby firm i chociaż dotychczas sytuacja ta nie przekładała się na znaczny wzrost wynagrodzeń, problem może powoli nabierać na znaczeniu gdy inflacja zacznie rosnąć. Badania empiryczne wskazują, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych pozostają pod wpływem cen towarów, które konsumenci kupują często – paliw oraz żywności. Wraz ze wzrostem inflacji – w tym przede wszystkim inflacji

paliw – żądania płacowe powinny stopniowo rosnać, przyczyniając się do podwyżek cen.

Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy, że 2017 może być rokiem wyraźniejszego niż zakłada konsensus wzrostu inflacji. Do celu inflacyjnego na poziomie 2,5% będzie jeszcze wiele brakowało, ale sam wzrost inflacji powinien wystarczyć aby przekonać Radę Polityki Pieniężnej (RPP), że nie jest to dobry moment na obniżki stóp. Naszym zdaniem w świetle słabych danych z gospodarki nie można wykluczyć znacznie łagodniejszych („gołębich”) komentarzy przedstawicieli RPP, jednak nie oczekujemy dalszych obniżek. Wraz ze wzrostem inflacji do poziomu 1,5%, realna stopa procentowa spadnie do zera, a więc do poziomu zahaczającego o strefę dyskomfortu RPP. Naszym zdaniem w sytuacji słabego ale przyspieszającego wzrostu oraz spadających stóp realnych RPP będzie trzymać się swojej dotychczasowej strategii i w 2017 roku prawdopodobnie pozostawi stopy nominalne bez zmian. Kolejną zmianą stóp będzie zapewne podwyżka, do której może jednak dojść dopiero w 2018 r.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2015					2016							
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2.4	7.8	6.7	1.4	6.8	0.5	5.9	3.5	6.0	-3.4	7.5	3.2	-1.3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2.0	-2.6	-3.6	-8.0	6.9	6.8	-3.0	-3.6	7.3	-10.0	3.4	10.4	-2.5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2.8	9.3	8.9	1.8	8.2	1.9	8.3	5.5	7.2	-2.9	9.5	4.1	-0.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-5.2	1.2	-0.4	-8.6	-10.6	-15.8	-14.9	-13.7	-13.0	-18.8	-20.5	-15.3	-20.1
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	0.8	3.3	4.9	0.9	3.9	0.8	3.2	2.2	4.6	2.0	5.6	9.2	3.7
Stopa bezrobocia (%)	9.6	9.6	9.8	10.3	10.3	10.0	9.5	9.1	8.8	8.6	8.5	8.3	8.2
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.1	1.2	1.4	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	3.1	3.2	3.1	3.2	3.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2
Inflacja (% m/m)	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.5
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.3	-1.8	-0.8	-1.2	-1.4	-1.7	-1.2	-0.7	-0.8	-0.4	-0.1	0.2	0.6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1	0.3	0.9	0.2	-0.1	-0.3	0.3	0.5
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.3	4.0	3.1	4.0	3.9	3.3	4.6	4.1	5.3	4.8	4.7	3.9	3.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-165	28	-846	679	-652	-217	492	389	113	-635	-1,007	-999	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.7	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.8	-0.9	-1.1	-0.6	-0.5	-0.6	-0.7	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	549	357	143	439	200	337	455	318	662	-322	-478	-200	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15681	15239	13693	13157	14487	15487	15091	14003	15256	13520	13816	15312	-
Eksport (% r/r)	5.2	10.7	10.8	-1.3	5.4	0.0	4.1	0.0	5.7	-5.1	8.5	1.5	-
Import f.o.b. (mln EUR)	15132	14882	13550	12718	14287	15150	14636	13685	14594	13842	14294	15512	-
Import (% r/r)	-1.0	6.3	4.4	0.3	7.4	0.9	0.3	1.5	0.4	-6.8	10.7	3.2	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.9	9.3	9.1	10.2	10.1	8.9	11.4	11.5	11.3	10.7	10.0	9.7	8.7
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.4	9.5	9.2	9.4	9.1	9.5	10.3	10.4	11.2	10.8	10.0	9.3	9.2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	10.9	11.4	10.4	12.0	12.2	6.6	13.1	13.2	8.5	8.4	7.7	8.3	6.8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6.4	6.4	6.6	4.1	5.1	4.2	5.9	4.4	4.5	4.8	4.5	4.8	4.6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.0	7.5	7.1	11.4	10.1	7.9	10.7	8.8	6.7	7.3	5.1	5.1	5.0
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	2.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	1.73	1.73	1.72	1.71	1.69	1.68	1.67	1.68	1.70	1.71	1.71	1.71	1.71
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.73	1.72	1.72	1.70	1.68	1.67	1.67	1.68	1.69	1.71	1.71	1.71	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.56	1.57	1.47	1.42	1.38	1.37	1.43	0.00	0.00	1.56	1.49	1.57	1.58
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.65	1.61	1.58	1.54	1.46	1.45	1.52	0.00	0.00	1.64	1.64	1.77	1.81
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.09	2.08	2.23	2.39	2.22	2.20	2.28	2.30	2.25	2.29	2.15	2.35	2.51
EUR/PLN (koniec okresu)	4.26	4.27	4.29	4.42	4.34	4.24	4.38	4.44	4.45	4.44	4.36	4.29	4.31
USD/PLN (koniec okresu)	3.85	4.04	3.95	4.08	4.00	3.72	3.82	3.98	4.01	3.98	3.91	3.82	3.92
EUR/USD (koniec okresu)	1.10	1.06	1.09	1.08	1.09	1.13	1.12	1.12	1.11	1.12	1.12	1.12	1.10
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	31.1	34.5	36.1	42.6	-1.7	3.1	9.6	11.1	13.5	18.7	14.9	20.6	24.6
Def. budżetowy kum. (% planu)	67.6%	75.0%	78.5%	85.2%	-3.1%	5.7%	17.5%	20.3%	24.6%	34.1%	27.3%	37.7%	45.0%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	468	438	494
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,798	1,847	1,927	2,023
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,410	12,177	11,441	12,920
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,6	8,2	7,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,9	2,6	2,9	2,8
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	9,8	6,1	-4,9	1,8	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,7	3,7	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,7	3,8	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	8,6	6,0	5,0
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	8,4	6,5	5,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,3	1,6	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,4	2,3
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,50
WIBOR3M, (%) koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,65	1,86	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,80	3,90	4,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	4,30	4,34	3,96
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,95	4,40	4,10
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,49	4,34	4,20
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,40	4,25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,1	-1,2	-4,7	-7,3	-9,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,3	-1,0	-1,7	-2,0
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,4	0,0	-3,4	-6,1
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	190,8	193,6	183,1	205,0
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,4	193,6	186,5	211,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	11,4	10,9	11,8	11,7	13,1
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-17,7	-13,5	-14,8	-13,8	-14,8
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,9	-3,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,5	-0,8	-0,7	-1,2	-1,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	51,5	51,7	51,1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,9	2,6	2,9	2,8	2,7	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	1,4	2,3	2,4	2,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	-1,0	-1,7	-2,0	-2,0	-2,1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	2,50	2,50	2,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,92	4,30	4,34	3,96	3,64	3,37
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	4,40	4,10	3,76	3,47
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,49	4,34	4,20	4,16	4,13
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,40	4,25	4,18	4,14

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

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. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy 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. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla 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 jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo

zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.
