19 stycznia 2015 □ 8 stron

CitiWeekly

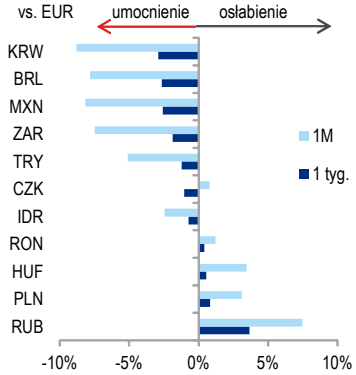
Decyzje banków centralnych w centrum uwagi

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

- W tym tygodniu EBC prawdopodobnie zdecyduje się na wprowadzenie programu skupu aktywów o wielkości co najmniej 600 mld €, co powinno zaowocować pozytywną reakcją apetytu na ryzyko i umocnieniem Bundów. Ponadto ekonomiści Citi spodziewają się kolejnych programów QE w przyszłości.
- Decyzja szwajcarskiego banku centralnego (SNB) o rezygnacji z obrony franka doprowadziła do gwałtownego umocnienia CHF wobec innych walut, w tym złotego,co przełożyło się na wzrost zadłużenia i obciążenia spłatą kredytów walutowych gospodarstw domowych. Sądzimy, że wpływ zmian w szwajcarskiej polityce pieniężnej na konsumpcję w Polsce będzie jednak niewielki i zostanie zrekompensowany przez niedawny spadek cen paliw. Gdyby SNB zdecydował się na jeszcze głębsze cięcia stóp, wpływ ten byłby jeszcze mniejszy. W Europie Środkowej Węgry są tym razem dobrze chronione przed negatywnym wpływem silnego franka. Spodziewamy się, że kurs złotego wobec franka pozostanie na osłabionym poziomie przez dłuższy czas. Aby frank zaczął szybko tracić na wartości sytuacja w strefie euro musiałaby się szybciej ustabilizować lub SNB musiałby podjąć ponownie agresywne działania w celu osłabienia waluty.
- Spośród krajów regionu istotne publikacje danych są zaplanowane wyłącznie w Polsce. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu produkcji przemysłowej i budowlanej w grudniu za sprawą większej liczby dni roboczych. Spodziewamy się też odreagowania wzrostu płac i niewielkiego przyspieszenia wzrostu zatrudnienia.
- Publikowane w minionym tygodniu dane o inflacji zaskoczyły w dół zarówno w Polsce, na Węgrzech, w Czechach i Rumunii. Zaskoczeniem były niskie ceny żywności, a ponadto odnotowano głębokie (choć oczekiwane) obniżki cen paliw.
- Na ostatnim posiedzeniu RPP zasygnalizowała możliwość obniżek stóp procentowych. Oczekujemy, że stopy mogą spaść o 50pb, ale ze względu na mocnego CHF decyzja ta może zostać opóźniona do marca.

Wykres 1. Zmiany kursów walut



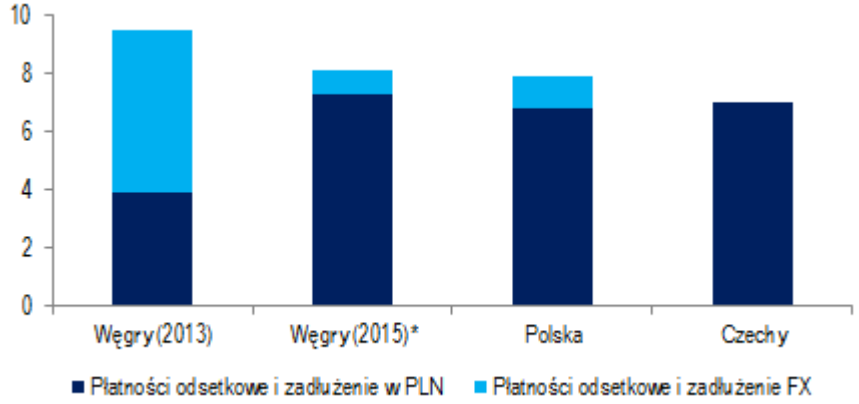
Według stanu na dzień 16.01.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,32	3,79	5,68	1,14	1,50	0,05	1,53	2,35	0,65	2,70
I KW 16	4,16	3,98	5,63	1,05	1,50	0,05	1,72	2,80	1,25	3,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX, stóp NBP i WIBOR z dn. 16.1.2015 r. Pozostałe prognozy z dn. 1.12.2014 r.

Wykres 2. Koszty obsługi długu gospodarstw domowych (% dochodu do dyspozycji)



Źródło: Eurostat, narodowe banki centralne, Reuters, Citi Handlowy.

Spis treści **Nr str.**

- Podsumowanie 1
- Kalendarz publikacji 2
- Zapowiedź tygodnia 2
- Miniony tydzień 3
- Tabela z prognozami 7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
19 sty		**PONIEDZIAŁEK**					
	USA	Dzień Martina Luthera Kinga					
20 sty		**WTOREK**					
03:00	CN	PKB	%	IV kw.		7.2	7.3
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	I		40.0	34.9
14:00	**PL**	**Płace**	**% r/r**	**XII**	**3.4**	**3.1**	**2.7**
14:00	**PL**	**Zatrudnienie**	**% r/r**	**XII**	**1.0**	**1.0**	**0.9**
21 sty		**ŚRODA**					
14:00	**PL**	**Produkcja przemysłowa**	**% r/r**	**XII**	**4.2**	**4.9**	**0.3**
14:00	**PL**	**Produkcja budowlana**	**% r/r**	**XII**	**5.4**	**4.3**	**-1.6**
14:00	**PL**	**PPI**	**% r/r**	**XII**			
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	% m/m	XII		1.054	1.035
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów	% m/m	XII		1.040	1.028
22 sty		**CZWARTEK**					
12:00	**PL**	**Aukcja obligacji zależna od sytuacji rynkowej**					
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	I	0.05%	0.05%	0.05%
14:00	**PL**	**Minutes RPP**					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	XI			316
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	I		-10.5	-11.5
23 sty		**PIĄTEK**					
		Forum Ekonomiczne w Davos					
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	I		51.7	51.2
09:30	DE	Wstępny PMI dla usług	pkt	I		52.5	52.1
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	I		51.0	50.6
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	I		52.0	51.6
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	I		54.0	53.9
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	% m/m	XII		0.4	0.6
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	XII		5.05	4.93

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

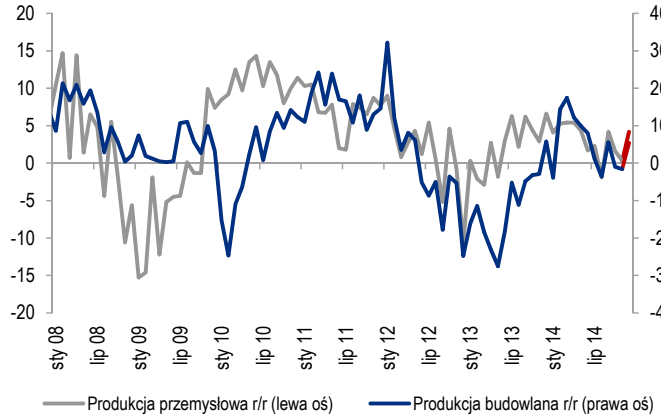
Rynek pracy

Po słabszych danych o wynagrodzeniu za listopad wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw najprawdopodobniej przyspieszył do 3,4% r/r, podczas gdy wzrost zatrudnienia przyspieszył do 1% r/r.

Produkcja

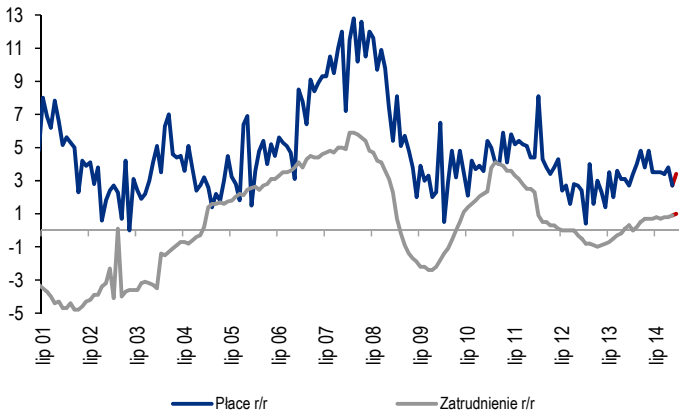
Korzystny efekt liczby dni roboczych powinien przyczynić się do przyspieszenia wzrostu produkcji przemysłowej w grudniu. Według naszych szacunków produkcja w przemyśle wzrosła o 4,2% r/r, wobec jedynie 0,3% r/r w listopadzie. Słabsza waluta oraz poprawa zaufania w sektorze przedsiębiorstw w Niemczech są ważnymi czynnikami przyczyniającymi się do wyższej produkcji.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Płace i zatrudnienie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Inflacja w regionie

Polska: W grudniu inflacja spadła do -1% r/r głównie za sprawą niskich cen paliw oraz cen żywności. Odczyt ten był zgodny z naszym szacunkiem oraz nieznacznie poniżej konsensusu. Z kolei inflacja netto wzrosła do 0,5%. To pokazuje, że deflacja wynika głównie z czynników „niebazowych". Z kolei fundamentalna presja cenowa jest minimalna biorąc pod uwagę, że ponad połowa koszyka inflacyjnego notuje ujemny wzrost cen. W najbliższych miesiącach deflacja może się pogłebić i sądzimy, że inflacja może obniżyć się w kierunku -1,2% do -1,5% r/r w lutym i marcu. Okres deflacji rozszerzy się przynajmniej do lipca a nawet do sierpnia, podczas gdy roczna zmiana cen w 2015 r. najprawdopodobniej nie przekroczy -0,1% r/r.

Węgry: Inflacja na Węgrzech spadła w grudniu do -0,9% r/r z 0,7% w listopadzie, znacznie poniżej oczekiwań Citi i rynkowego konsensusu (-0,6%). Niższe od oczekiwań ceny paliw i żywności, spadek cen usług powiązanych z transportem, a także nieoczekiwana obniżka cen alkoholu zniosły wpływ usunięcia z rocznego indeksu CPI 10%-owej obniżki cen regulowanych w listopadzie 2013 r. Sezonowo wyrównana inflacja bazowa spadła w grudniu do 0,8% z 1,2% w listopadzie. Mimo rosnacych ryzyk w dół dla inflacji RPP najprawdopodobniej utrzyma neutralne nastawienie w związku z utrzymującą się dużą zmienności na rynku FX oraz z podwyższonym ryzykiem zewnętrznym, podczas gdy dług zewnętrzny jest zbliżony do 50% PKB, z czego 29% jest denominowane w walucie obcej.

Czechy: Inflacja spadła w grudniu do 0,1% r/r głównie za sprawą spadających cen paliw oraz częściowo niższą kontrybucję akcyzy na tytoń.

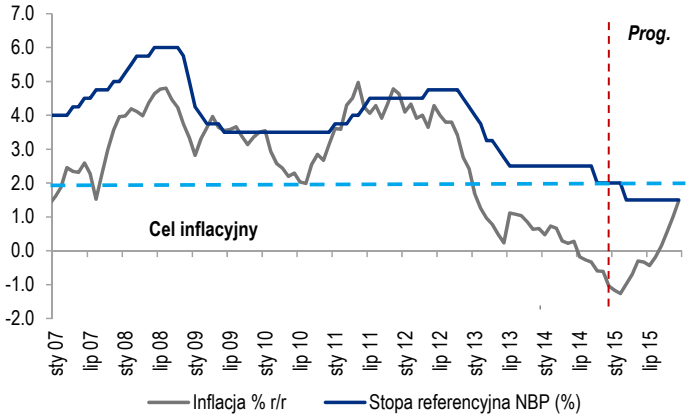
Niskie ceny ropy sugerują wzrost CPI w 2015 r. na poziomie 0,5-0,6% r/r wobec dotychczasowej prognozy Citi na poziomie 1,2% r/r. Reakcją czeskiego banku centralnego na spadek inflacji będzie najprawdopodobniej późniejsza rezygnacja z obrony minimalnego kursu EURCZK na poziomie 27, która obecnie najbardziej prawdopodobna jest w IV kw. 2016 r.

Rumunia: Wzrost cen konsumentów wyniósł w grudniu 0,8% r/r, tj. nieco niżej niż oczekiwał tego rynek (0,9% r/r). Z kolei średnioroczny wzrost cen w 2014 r. wyniósł 1,1% r/r (wobec 4% w 2013 r.), co jest historycznie niskim poziomem. Do niższego odczytu inflacji przyczyniły się ceny żywności oraz paliw. Sądzimy, że bank centralny może zdecydować się na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej biorąc pod uwagę spadek grudniowy odczyt inflacji i w związku z tym oczekujemy obnizki stóp procentowych o 25 pb na lutowym posiedzeniu. Z kolei nowy Raport o inflacji publikowany w lutym pomoże ocenić możliwość dalszego łagodzenia polityku pieniężnej w kolejnych miesiącach.

Stopy procentowe w Polsce

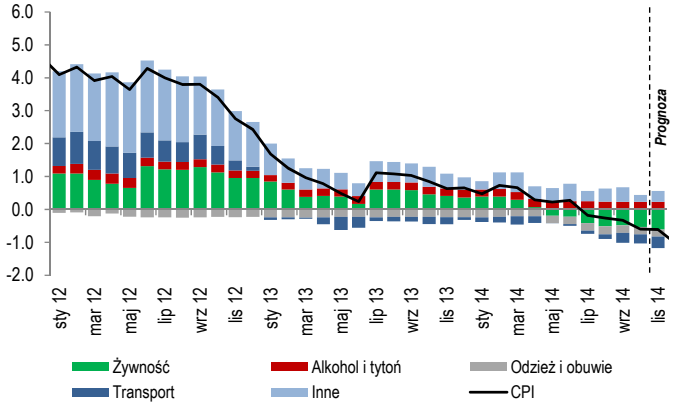
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w styczniu RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie (stopa referencyjna na poziomie 2%). Oficjalny komunikat był bardziej gołębi niż w grudniu i zasygnalizował otwarte drzwi do dalszych obniżek stóp procentowych. Rada po raz pierwszy użyła w komunikacie sformułowania „deflacja" i stwierdziła, że jeśli deflacja i odchylenie inflacji od celu inflacyjnego będzie trwało dłużej niż wczesniej oczekiwano a dane z gospodarki potwierdzą spowolnienie to Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej. Prezes NBP M. Belka powiedział, że temat przedłużającej się deflacji jest istotny dla większości członków Rady i może być czynnikiem prowadzącym do działania ze strony RPP.

Wykres 3. Polska - Prognoza stóp procentowych i inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Polska – Składowe inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Sądzimy, że środowisko niskiej inflacji jest argumentem za dalszym złagodzeniem polityki pieniężnej, ale podjęcie takiej decyzji przez RPP komplikuje ruch szwajcarskiego banku centralnego o porzuceniu obrony minimalnego kursu EUR/CHF na poziomie 1,20. Decyzja SNB doprowadziła do wzrostu kursu CHFPLN o ok. 17%, oraz nieco mniejszego wzrostu rat kredytowych płaconych przez gospodarstwa domowe w związku zaciągnietymi kredytami hipotecznymi w CHF. Sądzimy, że RPP

może być zaniepokojona tym, że dodatkowe znaczne obniżki stóp procentowych mogą prowadzić do dalszego osłabienia złotego. Ponieważ członkowie RPP zwykle przywiązują uwagę do kwestii stabilności systemu finansowego, będzie to ograniczać ich skłonności do szybkiego dostarczenia obniżek stóp procentowych. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy dalszą redukcję stóp o 50 pb, głównie ze względu na niską inflację i mimo utrzymania dosyć wysokiego wzrostu gospodarczego. Jednak sądzimy, że mogą one zostać odłożone w czasie przynajmniej do marca i ich realizacja będzie zależała od sytuacji na rynku walutowym. Jeśli złoty będzie się dalej osłabiał, RPP może utrzymać parametry polityki pieniężnej na niezmienionym poziomie.

Bilans obrotów bieżących

Deficyt obrotów bieżących w Polsce obniżył się w listopadzie do 0,27 mld € z 0,47 mld € w październiku, co było poniżej rynkowych oczekiwań na poziomie 450 mln € oraz poniżej naszej zrewidowanej prognozy (0,8 mld €). Deficyt handlowy wzrósł do 96 mln €, czemu towarzyszyło osłabienie wzrostu eksportu do 2,3% r/r z 4,1% r/r w październiku oraz stabilizacja wzrostu importu na poziomie 4,7% r/r. Pogorszenie bilansu handlowego było znacznie mniejsze niż oczekiwano biorąc pod uwagę dane GUS o obrotach w handlu zagranicznym.

Ponadto, saldo dochodów pierwotnych także było lepsze od oczekiwań i pokazało poprawę zarówno w ujęciu miesięcznym jak i rocznym. Deficyt obrotów bieżących skumulowany za 12 miesięcy obniżył się w listopadzie do 1,3% PKB z 1,4% w październiku, ale utrzymuje się w przedziale 1,3-1,4% PKB od lipca 2014 r. i wciąż jest pokryty przez napływ kapitału długoterminowego. Spodziewamy się stopniowego wzrostu deficytu w kolejnych miesiącach, ale w wolniejszym tempie niż wcześniej oczekiwaliśmy, głównie za sprawą spadających cen ropy.

Gwałtowne umocnienie CHF po decyzji SNB

Decyzja szwajcarskiego banku centralnego o rezygnacji z obrony franka doprowadziła do gwałtownego umocnienia CHF wobec innych walut, w tym złotego. Chwilowo kurs CHF/PLN wzrósł do niemal 5,2 aby potem powrócić do około 4,2. Zmiany te mają znaczenie dla Polski i innych krajów regionu głównie ze względu na zadłużenie gospodarstw domowych w obcej walucie.

W Polsce wartość kredytów frankowych to około 38 mld CHF, a więc nieco poniżej 8% PKB (stan na listopad – przy obecnym kursie poziom ten może być o około 20% wyższy). Powoduje to automatyczny wzrost wartości kredytu oraz miesięcznych rat, choć często pomijanym faktem jest to, że rzeczywisty wzrost rat będzie mniejszy dzięki obniżce stóp w Szwajcarii. Wraz z rezygnacją z obrony kursu SNB postanowił bowiem obniżyć cel dla trzymiesięcznego Liboru jeszcze głębiej poniżej zera (od minus 1,25% do minus 0,25%). Dzięki temu w Polsce ostateczny wzrost obciążenia spłatą kredytów powinien być mniejszy niż 0,15% PKB. Biorąc to pod uwagę uważamy, że wpływ zmian w szwajcarskiej polityce pieniężnej na konsumpcje w Polsce będzie niewielki i zostanie zrekompensowany przez niedawny spadek cen paliw. Gdyby SNB zdecydował się na jeszcze głębsze cięcia stóp, wpływ ten byłby jeszcze mniejszy.

W przeszłości krajem naszego regionu o największej ekspozycji na ryzyko CHF były Węgry. Tym razem jednak sytuacja wygląda inaczej w związku z przeprowadzoną niedawno operacją „zamrożenia" kursu CHF/HUF dla kredytobiorców. Kredyty walutowe mają zostać bowiem przewalutowane na forinta począwszy od lutego, jednak operacja będzie dokonana po historycznym (i korzystnym dla kredytobiorców) kursie. Ponieważ węgierskie banki zabezpieczyły swoje pozycje w listopadzie, naszym zdaniem Węgry są tym razem dobrze chronione przed negatywnym wpływem silnego franka (gospodarstwa domowe posiadają jeszcze kredyty w CHF na kwotę zaledwie 1,8% PKB). Jeżeli chodzi o pozostałe kraje naszego regionu to Czechy w ogóle nie udzielały takich kredytów, a w Rumunii były one relatywnie mało popularne.

Spodziewamy się, że kurs złotego wobec franka pozostanie na osłabionym poziomie przez dłuższy czas. Citi oczekuje bowiem wzrostu EUR/CHF w bardzo powolnym tempie do około 1.10 w 2016 roku. Aby frank zaczął szybciej tracić na wartości sytuacja w strefie euro musiałaby się szybciej ustabilizować lub SNB musiałby podjąć ponownie agresywne działania w celu osłabienia waluty.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	477	525	496	526	536	477
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 437	1 554	1 616	1 662	1 715	1 787
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 382	13 626	12 879	13 662	13 922	12 414
Populacja (mln)	38,1	38,2	38,5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	9,5	11,9	12,4	12.5	13.4	13.4	11.7	11.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	5,1	1,6	3,7	4.8	1.8	1.7	3.3	3.4
Inwestycje (%, r/r)	9,6	-1,2	9,7	12.2	-4.3	-3.7	10.8	6.0
Spożycie ogółem (%, r/r)	6,1	2,0	2,8	1.7	0.7	1.3	2.7	2.5
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	5,7	2,1	2,7	2.9	0.9	1.0	2.8	2.8
Eksport (%, r/r)	7,1	-6,8	12,9	7.9	4.3	5.0	4.0	3.9
Import (%, r/r)	8,0	-12,4	14,0	5.5	-0.6	1.8	6.3	3.8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	3,4	3,7	3,2	4.6	2.6	0.8	-0.8	1.5
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.1
Płace nominalne (%, r/r)	10,5	4,2	3,6	4.9	3.5	2.6	3.7	4.3
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4.50	4.25	2.50	2.00	2.00
WIBOR1M, (%, koniec okresu)	5,88	4,27	3,95	4.99	4.11	2.71	2.06	2.13
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5.91	3.73	4.34	2.55	3.20
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3.40	3.10	3.01	3.52	3.89
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2.96	3.26	3.16	3.15	3.82
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.18
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-27.06	-17.57	-7.01	-9.52	-14.93
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5.2	-3.5	-1.3	-1.8	-3.1
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-17.4	-9.2	0.9	1.2	-3.4
Eksport	178,7	142,1	165,9	184.2	181.1	197.8	207.4	198.8
Import	204,7	146,4	177,7	201.6	190.3	196.9	206.2	202.2
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	7.3	8.0	10.6	8.8	7.6
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-18.0	-16.1	-18.0	-20.2	-20.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	13.8	6.6	3.7	10.0	10.0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	89.7	100.3	99.3	100.1	102.9
Amortyzacja	32,4	24,6	32,1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-7,4	-7,9	-4.9	-3.7	-4.0	-2.9	-2.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,4	-4,6	-5,2	-2.4	-1.0	-1.5	-0.8	-0.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	52.5	52.0	53.1	46.9	47.5
Dług krajowy	34,8	36,8	38,4	35.9	35.7	37.0	29.4	29.4

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 ofertą ani 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 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. 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. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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.