

## CitiWeekly

### RPP trzyma gołębią linię

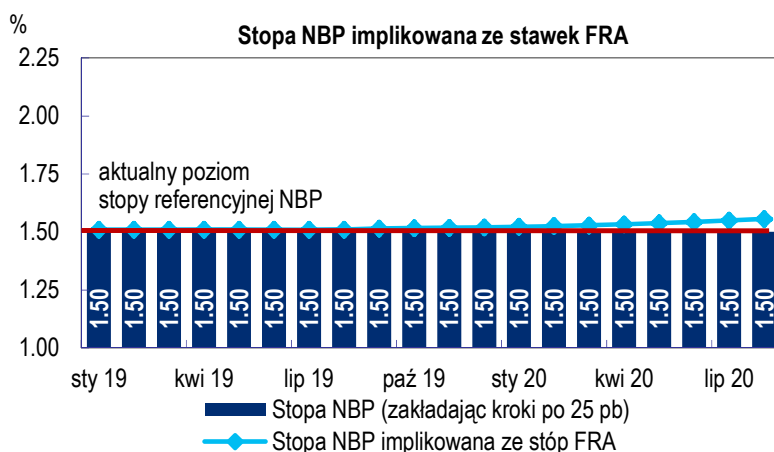
- Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła stóp procentowych i utrzymała gołębi przekaz na kwietniowym posiedzeniu. RPP dostrzegła osłabienie w głównych gospodarkach oraz zmianę retoryki Fed i EBC na bardziej gołębią. Jednocześnie Rada zwróciła uwagę na jedynie umiarkowane spowolnienie w Polsce, przy wsparciu konsumpcji prywatnej przez rynek pracy i bardzo dobre nastroje konsumentów. RPP oczekuje utrzymania się inflacji w pobliżu celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, a stabilność stóp procentowych ma pozwolić na zrównoważony wzrost gospodarczy.
- Prezes NBP A. Głapiński był optymistycznie nastawiony wobec perspektyw wzrostu i nie był zaniepokojony inflacją. W trakcie konferencji prasowej Prezes NBP stwierdził, że wzrost może wynieść w tym roku nawet 4,5%, powyżej wyniku z marcowej projekcji NBP przy mniejszym niż w przeszłości wpływie spowolnienia w Niemczech na polską gospodarkę. Jednocześnie dodał, że bardziej obawiałby się o spowolnienie wzrostu niż wzrost inflacji nie dostrzegając napięć na rynku pracy. A. Głapiński stwierdził, że nie obawia się nadmiernego wzrostu deficytu fiskalnego w wyniku wprowadzenia pakietu fiskalnego. Bardziej gołębi J. Żyżyński stwierdził, że jest jeszcze duża przestrzeń do wzrostu płac. Z kolei bardziej jastrzębi K. Zubelewicz stwierdził, że skumulowany wpływ stymulacji fiskalnej może być większy, ale wpływ na inflację może być jedynie przejściowy, co sprawiłoby, że ewentualna reakcja Rady byłaby spóźniona.
- Podtrzymujemy opinię, że stopy procentowe w Polsce pozostaną niezmiennione do 2022 r., to jest do końca kadencji RPP. Taki pogląd wspierają komentarze Prezesa NBP, który zwrócił uwagę, że taki scenariusz jest prawdopodobny, o ile warunki gospodarcze nie będą znacząco odbiegać od obecnie prognozowanych. Nasz bazowy scenariusz opieramy na założeniu stopniowego spowolnienia wzrostu gospodarczego, inflacji pozostającej pod kontrolą z ograniczonym wpływem łagodzenia fiskalnego, gołębiej reakcji funkcji RPP oraz stabilizacji stóp w strefie euro co najmniej do I kw. 2021 na poziomie 0%, a w USA przez nieokreślony czas na poziomie 2,5%.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

|          | €/zł | \$/zł | £/zł | €/€  | NBP  | EBCdepo | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|----------|------|-------|------|------|------|---------|----------|----------|----------------|
| II KW 19 | 4,27 | 3,71  | 5,08 | 1,15 | 1,50 | -0,40   | 1,72     | 0,05     | 2,85           |
| II KW 20 | 4,26 | 3,46  | 5,01 | 1,23 | 1,50 | -0,40   | 1,72     | 0,45     | 2,85           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 27.03.2019 r.

Wykres 1. Rynek wycenia, że stopy NBP pozostaną stabilne na długo



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

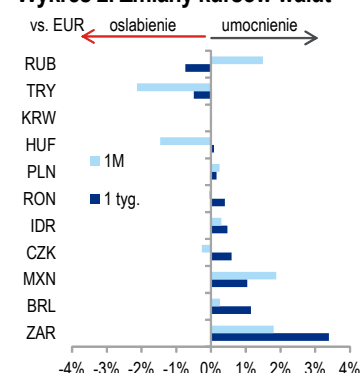
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

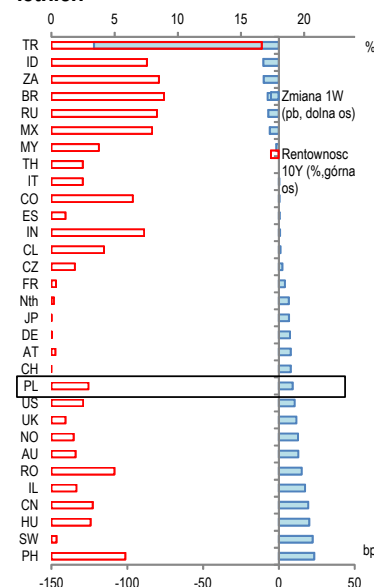
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 5.4.2019 r.  
Źródło: Reuters.

| Spis treści            | Nr str. |
|------------------------|---------|
| - Podsumowanie         | 1       |
| - Tydzień w wykresach  | 2       |
| - Kalendarz publikacji | 3       |
| - Tabela z prognozami  | 4       |

## Tydzień w wykresach

**Wykres 4. Zbliża się termin wyjście Wielkiej Brytanii z UE i rośnie prawdopodobieństwo wyborów**

| Scenariusz Brexitu                                                                                                                                                       | Stopy Banku Anglii | Rentowności obligacji | Funt |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|-----------------------|------|
| Brak porozumienia - ryzyko spadku ścieżki PKB o 5 pkt proc w ciągu 2-3 lat                                                                                               | ---                | ---                   | ---  |
| Uzgodnione warunki wyjścia, ale nie kształt przyszłych relacji                                                                                                           | +                  | +                     | +    |
| Relacje w stylu kanadyjskim - brak cel na towary, ale bariery dla usług                                                                                                  | +                  | +                     | +    |
| Relacje stylu ukraińskim i tureckim - wspólny rynek na towary, ale nie dla usług. Obowiązują regulacje unijne                                                            | +                  | +                     | -    |
| Relacje w stylu norweskim - wspólny rynek na towary i usługi. Wk. Brytania bez prawa wpływu na zasady                                                                    | ++                 | ++                    | ++   |
| Odwroćcie Brexitu                                                                                                                                                        | +++                | +++                   | +++  |
| Przejście władzy przez radykalnych przeciwników UE - ryzyko gorszych relacji z UE, włączając w to twardy Brexit                                                          | -                  | -                     | -    |
| Przejście władzy przez J. Corbyna i Partię Pracy - łagodniejszy Brexit lub jego wycofanie, ale z ryzykiem dużych wydatków fiskalnych i nacjonalizacją sektora prywatnego | +++                | +++                   | ---  |
| Rządowa koalicja za pozostaniem w UE: Łagodniejszy Brexit lub jego wycofanie                                                                                             | +                  | +                     | +    |

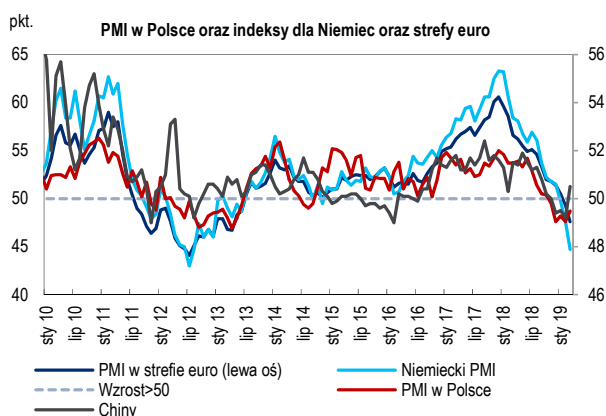
w zależności od pytania (1) wyjścia z porozumieniem lub bez (2) wyjście z porozumieniem lub wycofanie się z Brexitu

Drugie referendum

- Wielka Brytania wystąpiła do UE z wnioskiem o wydłużenie negocjacji związanych z jej wyjściem z Unii Europejskiej do 30 czerwca zamiast 12 kwietnia, z założeniem, że parlament brytyjski zaaprobuje odpowiednie porozumienie do 23 maja, tj. terminu wyborów do europarlamentu. Jednak UE wielokrotnie wyrażała pogląd, że ewentualne wydłużenie procesu powinno być znacznie dłuższe i w tym tygodniu te kwestie będą poruszane na kolejnym szczycie unijnym w sprawie Brexitu.
- Impas w parlamencie brytyjskim najprawdopodobniej doprowadzi naszym zdaniem do dłuższego wydłużenia negocjacji nad Brexitem i wcześniejszych wyborów przy mniejszym ryzyku „twardego Brexitu”. Wcześniejsze wybory mogą w rezultacie doprowadzić także do kolejnego referendum, wzmocnienia skrzydła przeciwników UE lub przejścia władzy przez Partię Pracy.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy; „+” oznacza wzrost/umocnienie, a „-” oznacza spadek/osłabienie

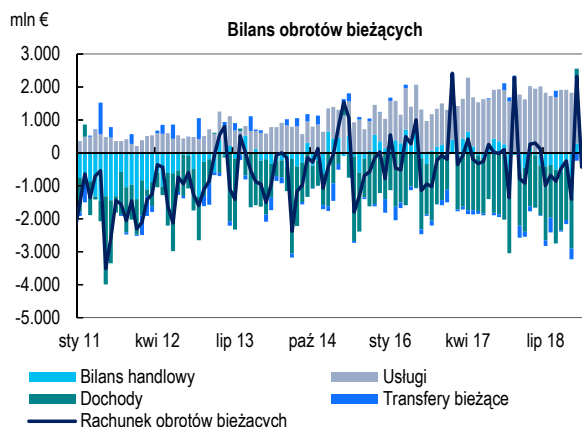
**Wykres 5. EBC bez zmian, odbicie PMI dla przemysłu w Chinach i dobre dane o zatrudnieniu w USA**



- Nie oczekujemy zmian w parametrach polityki pieniężnej EBC w tym tygodniu. M. Draghi może odpowiadać za to na pytania dotyczące skali operacji pożyczek dla banków TLTRO czy planów na wypadek twardego Brexitu.
- Dane o zamówieniach w przemyśle niemieckim za marzec rozczarowały podobnie jak PMI dla przemysłu. Z drugiej strony produkcja przemysłowa zaskoczyła pozytywnie za sprawą wchodzącej w jej skład produkcji budowlanej, co było pozytywną niespodzianką ostatnich obniżek prognoz PKB dla Niemiec.
- Powiewem optymizmu było odreagowanie indeksu PMI dla przemysłu i usług w Chinach, które może sygnalizować, że program stymulacyjny wprowadzony przez chińskie władze zaczyna działać. Lepsze od oczekiwań było także zatrudnienie poza rolnictwem.

Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy

**Wykres 6. Słabszy bilans obrotów bieżących w lutym, a agencje ratingowe neutralnie o pakiecie fiskalnym**



- Spodziewamy się pogorszenia salda obrotów bieżących w lutym do -0,5 mld EUR z +2,2 mld EUR głównie za prawa mniejszego napływu środków unijnych oraz pogorszenia salda towarowego.
- Ministerstwo Finansów sprzedało na aukcji zamiany obligacje za ok. 4,6 mld zł. Po aukcji resort finansów ma sfinansowane ok. 66% potrzeb pożyczkowych.
- Zdaniem S&P pakiet fiskalny nie doprowadzi do przekroczenia przez deficyt fiskalny progu 3%. Jednocześnie S&P oczekuje wzrostu PKB w tym roku o 4% i 3,4% w 2020 r. Nie oczekujemy zmiany ratingu A- przez S&P pod koniec tego tygodnia, ani przez Moody's (A2) pod koniec kolejnego. Wcześniej niezmienny rating pozostawił także Fitch (A-).

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz. publikacji          | Kraj  | Informacja                      | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|---------------------------|-------|---------------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>8 kwi PONIEDZIAŁEK</b> |       |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 08:00                     | DE    | Eksport                         | % r/r     | II    | -0,3          | -0,4              | 0                  |
| 09:00                     | CZ    | Produkcja przemysłowa           | % r/r     | II    | --            | 1,5               | -1,1               |
| 16:00                     | USA   | Zamówienia w przemyśle          | % m/m     | II    | --            | -0,5              | 0,1                |
| <b>9 kwi WTOREK</b>       |       |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 09:00                     | HU    | Inflacja CPI                    | % r/r     | III   | 3,4           | 3,4               | 3,1                |
| <b>10 kwi ŚRODA</b>       |       |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 09:00                     | CZ    | Inflacja CPI                    | % r/r     | III   | 3             | --                | 2,7                |
| 13:45                     | EUR   | Decyzja ECB                     | %         | IV    | 0             | 0                 | 0                  |
| 14:30                     | USA   | Inflacja CPI                    | % m/m     | III   | 0,3           | 0,3               | 0,2                |
| 20:00                     | USA   | Minutes FOMC                    |           |       |               |                   |                    |
|                           | UE-UK | Szczyt unijny w sprawie Brexitu |           |       |               |                   |                    |
| <b>11 kwi CZWARTEK</b>    |       |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 03:30                     | CN    | Inflacja                        | % r/r     | III   | --            | 2,3               | 1,5                |
| 14:30                     | USA   | Liczba nowych bezrobotnych      | tys.      | tyg.  | --            | --                | 202                |
| <b>12 kwi PIĄTEK</b>      |       |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 04:00                     | CN    | Eksport                         | % r/r     | III   | --            | 7,3               | -20,8              |
| 09:00                     | HU    | Produkcja przemysłowa           | %         | II    | --            | --                | 4,4                |
| 11:00                     | EUR   | Produkcja przemysłowa           | % m/m     | II    | -1,1          | -0,5              | 1,4                |
| 14:00                     | PL    | Rachunek bieżący                | mIn EUR   | II    | -425          | -350              | 2316               |
| 14:00                     | PL    | Eksport                         | mIn EUR   | II    | 17927         | 18000             | 18493              |
| 14:00                     | PL    | Import                          | mIn EUR   | II    | 18584         | 18138             | 18214              |
| 16:00                     | USA   | Indeks nastrojów Michigan       | pkt       | IV    | 96,5          | 98                | 98,4               |
|                           | PL    | Decyzja S&P w sprawie ratingu   |           |       |               |                   |                    |
|                           | UK-UE | Deadline Brexitu                |           |       |               |                   |                    |

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                            | 2013      | 2014       | 2015      | 2016      | 2017       | 2018P       | 2019P      | 2020P     |
|--------------------------------------------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|-------------|------------|-----------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |           |            |           |           |            |             |            |           |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 524       | 546        | 477       | 471       | 526        | 585         | 612        | 702       |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1.657     | 1.720      | 1.799     | 1.858     | 1.982      | 2.111       | 2.237      | 2.364     |
| PKB per capita (USD)                       | 13.622    | 14.200     | 12.415    | 12.271    | 13.696     | 15.236      | 15.973     | 18.320    |
| Populacja (mln)                            | 38,5      | 38,5       | 38,5      | 38,4      | 38,4       | 38,4        | 38,3       | 38,3      |
| Stopa bezrobocia (%)                       | 13,4      | 11,5       | 9,8       | 8,2       | 6,6        | 5,8         | 5,6        | 6,1       |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |           |            |           |           |            |             |            |           |
| Realny wzrost PKB (% r/r)*                 | 1,6       | 3,3        | 3,8       | 3,1       | 4,8        | 5,1         | 4,1        | 3,5       |
| Inwestycje (% r/r)                         | -1,1      | 10,0       | 6,1       | -8,2      | 3,9        | 7,3         | 4,7        | 5,0       |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 0,8       | 2,8        | 2,8       | 3,5       | 4,5        | 4,3         | 5,0        | 3,6       |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 0,3       | 2,6        | 3,0       | 3,9       | 4,9        | 4,5         | 5,4        | 3,8       |
| Eksport (% r/r)                            | 6,1       | 6,7        | 7,7       | 8,8       | 8,2        | 5,6         | 6,1        | 6,6       |
| Import (% r/r)                             | 1,7       | 10,0       | 6,6       | 7,6       | 8,7        | 6,3         | 7,0        | 7,5       |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |           |            |           |           |            |             |            |           |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | 0,7       | -1,0       | -0,5      | 0,8       | 2,1        | 1,1         | 2,1        | 2,4       |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | 0,9       | 0,0        | -0,9      | -0,6      | 2,0        | 1,6         | 1,5        | 2,4       |
| Płace nominalne (% r/r)                    | 2,6       | 3,7        | 3,5       | 3,8       | 4,1        | 5,9         | 7,1        | 7,0       |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)     | 4,5       | 7,6        | 7,4       | 4,9       | 3,4        | 7,0         | 7,9        | 7,0       |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)   | 2,50      | 2,00       | 1,50      | 1,50      | 1,50       | 1,50        | 1,50       | 1,50      |
| WIBOR3M, (% koniec okresu)                 | 2,71      | 2,06       | 1,72      | 1,73      | 1,72       | 1,72        | 1,72       | 1,72      |
| Rentowność obligacji 10-letnich            | 4,34      | 2,52       | 2,95      | 3,63      | 3,30       | 2,81        | 3,05       | 3,30      |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,01      | 3,52       | 3,95      | 4,19      | 3,48       | 3,74        | 3,61       | 3,32      |
| USD/PLN (Średnia)                          | 3,16      | 3,15       | 3,77      | 3,94      | 3,77       | 3,61        | 3,69       | 3,44      |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,15      | 4,26       | 4,29      | 4,40      | 4,18       | 4,29        | 4,26       | 4,25      |
| EUR/PLN (Średnia)                          | 4,20      | 4,18       | 4,18      | 4,36      | 4,25       | 4,26        | 4,27       | 4,26      |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |           |            |           |           |            |             |            |           |
| Rachunek bieżący                           | -6,7      | -11,4      | -2,7      | -2,5      | 0,8        | -4,0        | -8,9       | -12,1     |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)            | -1,3      | -2,1       | -0,6      | -0,5      | 0,2        | -0,7        | -1,5       | -1,7      |
| Saldo handlu zagranicznego                 | -0,4      | -4,3       | 2,5       | 3,2       | 1,5        | -5,7        | -13,9      | -18,9     |
| Eksport                                    | 198,1     | 210,7      | 191,1     | 196,4     | 228,2      | 252,6       | 265,6      | 301,8     |
| Import                                     | 198,5     | 215,0      | 188,6     | 193,1     | 226,6      | 258,2       | 279,4      | 320,7     |
| Saldo usług                                | 10,1      | 12,1       | 12,1      | 15,4      | 20,3       | 25,9        | 29,9       | 34,6      |
| Saldo dochodów                             | -15,8     | -18,6      | -16,3     | -18,7     | -21,1      | -22,7       | -23,3      | -25,9     |
| Rezerwy międzynarodowe                     | 99,3      | 94,1       | 89,4      | 109,5     | 108,0      | 110,4       | 117,4      | 126,4     |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |           |            |           |           |            |             |            |           |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)  | -4,1      | -3,7       | -2,7      | -2,2      | -1,4       | -0,4        | -1,9       | -2,7      |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz.  | -1,6      | -1,8       | -0,9      | -0,5      | 0,2        | 1,1         | -0,4       | -1,1      |
| Dług publiczny (Polska metodologia)        | 53,3      | 48,1       | 48,8      | 51,9      | 48,5       | 46,8        | 45,9       | 46,3      |
| <b>Prognozy kwartalne</b>                  |           |            |           |           |            |             |            |           |
|                                            | II kw. 18 | III kw. 18 | IV kw. 18 | I kw. 19P | II kw. 19P | III kw. 19P | IV kw. 19P | I kw. 20P |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 5,1       | 5,1        | 4,9       | 4,4       | 4,0        | 4,0         | 4,2        | 3,5       |
| Inwestycje (% r/r)                         | 4,7       | 9,9        | 6,7       | 6,6       | 5,1        | 3,5         | 4,5        | 4,9       |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 4,9       | 4,5        | 4,3       | 4,8       | 5,3        | 5,8         | 5,8        | 4,9       |
| Stopa bezrobocia (% koniec kwartału)       | 5,8       | 5,7        | 5,8       | 6,0       | 5,5        | 5,3         | 5,6        | 5,9       |
| Inflacja (% r/r, średnia)                  | 1,7       | 2,0        | 1,4       | 1,2       | 1,4        | 1,4         | 1,8        | 2,6       |

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność 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.