

## Komentarz Specjalny

### Co NBP może jeszcze zrobić?

- NBP stoi przed koniecznością zacieśnienia polityki pieniężnej, aby ograniczyć inflację. Dotychczas niemal cały wysiłek nakierowany był na podwyżki stóp procentowych, które w krótkim czasie wzrosły z prawie zera do 6%. Choć daleko idące, działania te nie wyczerpują palety instrumentów dostępnych dla Rady Polityki Pieniężnej.
- W 2020 roku bank centralny sięgnął po niestandardowe instrumenty i rozpoczął program skupu obligacji, a więc program ilościowego luzowania polityki pieniężnej (QE). Dzięki tym działaniom w ciągu dwóch lat aktywa krajowe Narodowego Banku Polskiego wzrosły o ok. 150 mld złotych, a analitycy banku centralnego sami [szacują](#), że pozwoliło to podnieść inflację w 2021 roku o około 0,5 pkt. proc.
- W obliczu bardzo wysokiej inflacji i szybkich podwyżek stóp procentowych nadszedł moment, aby przynajmniej rozważyć możliwość wycofania się z ówczesnego pakietu stymulacyjnego. Temat ilościowego zacieśnienia polityki pieniężnej (QT) pojawia się powoli w dyskusjach uczestników rynkowych, ale na razie jest to temat niszowy. W niniejszym tekście rozważamy kilka możliwości przeprowadzenia zarówno QT, jak i ograniczenia nadpłynności sektora bankowego.
- Sam fakt publikacji tego raportu nie oznacza, że spodziewamy się szybkiego rozpoczęcia programu QT w Polsce. Uważamy jednak, że uporządkowanie podstawowych informacji o tym, jak zacieśnienie ilościowe mogłoby wyglądać i jakie miałyby konsekwencje byłoby korzystne dla uczestników rynku.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

---

## Jak może wyglądać zacieśnienie ilościowe?

Poniżej rozważamy kilka możliwości przeprowadzenia ilościowego zacieśnienia polityki pieniężnej (QT), jak i ograniczenia nadpłynności sektora bankowego.

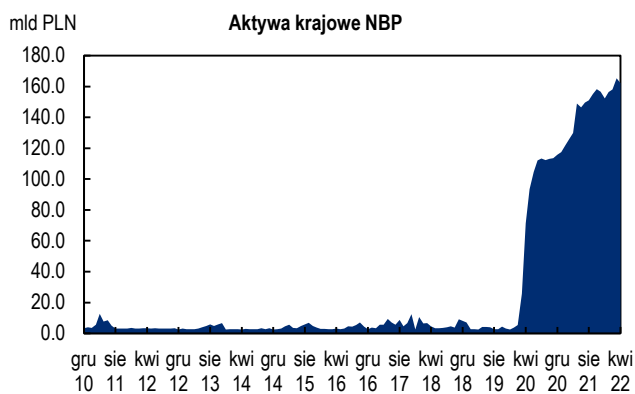
*Aby zrozumieć efekty poszczególnych działań konieczne jest rozróżnienie między pieniądzem banku centralnego (tzw. rezerwami) a pieniądzem wykorzystywanym przez firmy i gospodarstwa domowe (depozyty). Różnice te opisujemy w Ramce na stronie 3. Czytelnicy zaznajomieni z tematem mogą pominąć tę część raportu.*

### Punkt startowy

Po kryzysie 2007/2008 banki centralne na świecie kilkakrotnie, bez wielkiego skutku, próbowały za pomocą luzowania ilościowego pobudzić wzrost i inflację. Wówczas programy QE prowadziły do wzrostu tzw. pieniądza rezerwowego i w efekcie mogły skłaniać banki do zakupu innych aktywów (innych obligacji, akcji), ale ich wpływ na wzrost gospodarczy i inflację był umiarkowany. Efektem była raczej inflacja cen aktywów niż inflacja cen towarów.

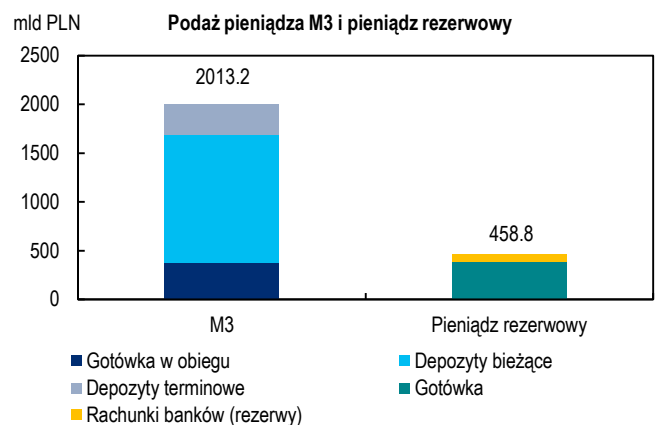
Zmiana nastąpiła w 2020 roku, po wybuchu pandemii. Wówczas programy QE zostały wykorzystane, aby pośrednio pomóc sfinansować bardzo duże wydatki rządowe. Środki pozyskane przez rządy były przeznaczane na wsparcie dla gospodarstw domowych i firm, trafiając bezpośrednio do gospodarki i pozwalając uniknąć spadku podaży pieniądza i deflacji.

Wykres 1. QE przyczyniło się do wzrostu aktywów krajowych NBP o około 150 mld zł w ciągu dwóch lat



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 2. Podaż pieniądza przekroczyła 2 biliony zł



Źródło: NBP, Citi Handlowy

W Polsce mechanizm wyglądał w przybliżeniu następująco. Po pierwsze sektor publiczny emitował obligacje, które miały finansować wydatki. Po drugie, obligacje te były kupowane przez banki komercyjne, podobnie jak to zwykle ma miejsce. Ponieważ jednak możliwość zakupu dużych ilości obligacji bywa w przypadku instytucji finansowych ograniczona, w normalnej sytuacji banki nie mogłyby zaabsorbować tak znacznej podaży obligacji. W tym miejscu program QE ze strony NBP okazał się wybawieniem – NBP regularnie kupował obligacje od banków, dzięki czemu te ostatnie ponownie mogły kupić nowe obligacje. Ten cykl był wielokrotnie powtarzany, dzięki

czemu rynek papierów skarbowych zachował płynność, a rząd mógł zapewnić sektorowi prywatnemu wsparcie w postaci tarcz finansowych.

Za każdym razem, gdy NBP kupował od banków obligacje, rosła podaż pieniądza rezerwowego (o różnicy między pieniądza rezerwowym a depozytami – por. poniższa Ramka). Jednocześnie jednak, banki kupowały w dużej skali obligacje skarbowe i obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa, a sektor publiczny z kolei wydawał te pieniądze w gospodarce. W rezultacie rosła również podaż pieniądza, z którego korzystają firmy i gospodarstwa domowe.

Właśnie dlatego, że środki trafiały do gospodarki, program QE z 2020 roku okazał się skuteczniejszy w pobudzaniu PKB i inflacji niż podobne programy z poprzednich lat. O ile po 2007/2008 luzowanie ilościowe prowadziło głównie do przyrostu rezerw, które nie miały zastosowania w „zwykłym” obrocie gospodarczym, o tyle tym razem efektem był przyrost depozytów firm i osób prywatnych.

Z punktu widzenia obecnej sytuacji najważniejsze jest to, że skoro luzowanie ilościowe okazało się skuteczne w pobudzaniu wzrostu PKB i inflacji, odwrócenie tego procesu ma szansę pomóc w ograniczaniu inflacji.

#### **Ramka. Pieniądz banku centralnego vs. pieniądz jaki znamy**

Jakakolwiek dyskusja na temat mechanizmów i konsekwencji ilościowego luzowania/zacieśnienia polityki pieniężnej (QE/QT) wymaga rozróżnienia między pieniądzem banku centralnego, a pieniądzem, który jest używany w „zwykłym” obrocie gospodarczym.

**Co traktujemy jako pieniądz?** Firmy i konsumenci na co dzień używają pieniądza pod postacią gotówki lub depozytów (te ostatnie są wykorzystywane przy dokonywaniu przelewów bankowych i podobnych płatności). W sumie cały zasób tak zdefiniowanego pieniądza, nazywanego przez ekonomistów M3, wynosił na koniec 2021 roku około 2 bln zł, z czego 17% stanowiła gotówka (340 mld zł).

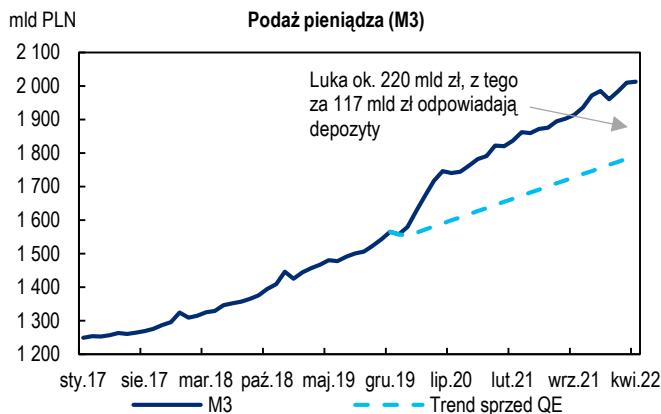
**Co wpływa na podaż pieniądza?** Podaż pieniądza zmienia się na skutek działań kredytowych banków – gdy banki komercyjne udzielają kredytów, rosną jednocześnie depozyty firm/gospodarstw domowych. Tym samym powiększa się podaż pieniądza. Podaż pieniądza może również spadać gdy firmy, konsumenci lub rząd spłacają kredyty. Bank centralny nie ma jednak wpływu na wielkość tak zdefiniowanej podaży pieniądza.

**Na co wpływa bank centralny?** NBP ma wpływ na podaż tak zwanego pieniądza rezerwowego, który jednak różni się od tego co powszechnie uważamy za pieniądz. Jest to pieniądz, który jest wykorzystywany do rozliczeń między bankami komercyjnymi oraz bankiem centralnym. W skład tego pieniądza nie wchodzi depozyty firm i gospodarstw domowych, ale gotówka oraz środki, które banki trzymają na rachunku w NBP (tzw. rezerwy).

Rezerwy służą do rozliczeń pomiędzy bankami i bankiem centralnym i można je porównać do żetonów. Dla sektora niebankowego (gospodarstw domowych i przedsiębiorstw) są one bezużyteczne, bo mogą być używane tylko przez instytucje posiadające rachunki w banku centralnym. Bank centralny ma pełną kontrolę nad tym, ile wynosi podaż pieniądza rezerwowego, ponieważ nikt inny niż bank centralny tego pieniądza nie może kreować. Powstaje on gdy bank centralny skupuje waluty (np. wymienia fundusze z UE na złote) lub gdy kupuje inne aktywa (obligacje w ramach QE). Z drugiej strony pieniądz rezerwowy znika z systemu gdy bank centralny odsprzedaje waluty lub aktywa.

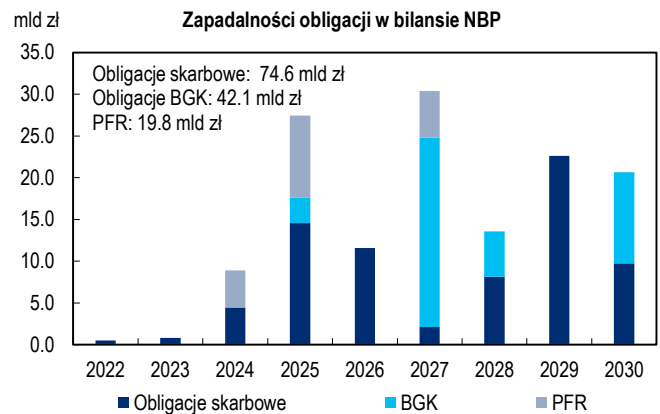
**Kluczowe (i często niezbyt intuicyjne) jest to, że pomimo podobnej nazwy („pieniądz”) oba rodzaje pieniądza są odmiennymi tworam.** Częścią wspólną jest tylko i wyłącznie gotówka. Poza nią nie ma jednak możliwości, aby pieniądz rezerwowy wykorzystywany przez banki do rozliczeń z NBP przedostał się do podaży pieniądza wykorzystywanej przez firmy i konsumentów. Podobnie w drugą stronę – pieniądz z depozytów firm i konsumentów nie może przedostać się do pieniądza rezerwowego. Bank centralny i banki komercyjne wykorzystują do rozliczeń „żetonów”. Sektor niefinansowy używa do płatności depozytów i gotówki.

**Wykres 3. Jeżeli NBP chciałby „odwrócić” QE, mogłoby to wymagać zacieśnienia ilościowego na kwotę ok. 110-120 mld z**



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP

**Wykres 4. Obligacje NBP zaczną zapadać w większej skali dopiero od 2025 roku**



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Jeżeli spadek podaży pieniądza miałby być konieczny do obniżenia presji cenowej w gospodarce, podstawowe pytanie sprowadza się do tego, jak głęboki musiałby on być. Biorąc pod uwagę trend wzrostowy podaży pieniądza M3 przed rozpoczęciem QE i obecnie, nadwyżka podaży pieniądza sięga około 220 mld zł, na co składa się niemal po równo „nadmierny” przyrost gotówki w obiegu i „nadmierny” przyrost depozytów (wykres 3). Nawet przyjmując optymistycznie, że wzrost gotówki odzwierciedla tylko i wyłącznie efekt przezornościowy (utrzymywanie gotówki w związku z pandemią i wojną), pozostawia to ponad 110 mld zł nadwyżki w depozytach.

Naszym zdaniem trudno jednoznacznie ocenić jak duża powinna być redukcja podaży pieniądza w konsekwencji QT, ale kwota 110 mld zł stanowi pierwsze przybliżenie. Z braku alternatywy będziemy traktować tę wartość jako punkt startowy. Tym bardziej, że w obecnej dyskusji najważniejsza jest nie tyle skala, co fakt, że już samo rozpoczęcie QT miałoby istotne znaczenie dla uczestników życia gospodarczego.

### Różne oblicza QT

Bank centralny dokonuje ilościowego zacieśnienia polityki pieniężnej, gdy świadomie i z premedytacją prowadzi do zmniejszenia swojego bilansu. W praktyce oznacza to, że bank centralny sprzedaje posiadane przez siebie obligacje. Tak jak nie każde QE okazywało się silnie proinflacyjne, nie każde QT musi być silnie deflacyjne. Reakcja gospodarki oraz inflacji zależy nie tylko od samej decyzji banku centralnego, lecz również od tego co się później stanie z obligacjami. Poniżej rozważamy kilka opcji pojawiających się w debacie publicznej.

### 1) NBP bezpośrednio sprzedaje obligacje

Bank centralny może w każdej chwili samodzielnie zdecydować o sprzedaży obligacji i przez to o zmniejszeniu swojego bilansu. Gdyby NBP sprzedał obligacje bankom komercyjnym głównym efektem byłby spadek pieniądza rezerwowego, gdyż banki oddałyby rezerwy („żetony”) do NBP, a w zamian uzyskałyby po stronie aktywów obligacje odkupione od NBP. Najprawdopodobniej banki komercyjnej nie chciałyby zachować wszystkich obligacji na swoich bilansach, tylko próbowałyby sprzedać je sektorowi niebankowemu (krajowe i zagraniczne fundusze). Doprowadziłoby to ostatecznie do zmniejszenia depozytów, wzmacniając negatywny wpływ na inflację i aktywność.

Jednocześnie jednak podaż obligacji ze strony NBP zapewne przyczyniłaby się w obecnej sytuacji rynkowej do znacznego wzrostu rentowności, prowadząc do napięcia na rynku obligacji i wzrostu kosztów finansowania dla MF. Jeżeli rzeczywiście – jak szacujemy - konieczne jest zmniejszenie podaży pieniądza o ponad 110 mld zł, proces ten byłby wykonalny tylko w dłuższym, wieloletnim horyzoncie. Podaż obligacji na regularnych przetargach MF sięga kilku miliardów złotych. Dodanie dodatkowych kilku miliardów podaży przez NBP mogłoby mieć bowiem bardzo istotne konsekwencje dla krzywej rentowności.

### 2) Obligacje po prostu zapadają lub MF je wcześniej wykupuje

Najbardziej naturalnym sposobem na dokonanie zacieśnienia ilościowego jest poczekanie aż obligacje posiadane przez NBP po prostu zapadną. W takiej sytuacji środki pozyskane przez Ministerstwo Finansów z podatków zostałyby przeznaczone na wykup obligacji i w rezultacie trafiłyby do NBP, co automatycznie doprowadzi do zmniejszenia podaży pieniądza. Spadek podaży pieniądza M3 oznaczałby, że dokonane w ten sposób zacieśnienie miało potencjalnie istotny wpływ na inflację i wzrost.

Takie rozwiązanie wymagałoby jednak wiele czasu – zapadalności obligacji są rozłożone na lata (wykres 4) i dlatego spadek podaży pieniądza byłby powolny. Z punktu widzenia walki z bieżącą inflacją taki ruch byłby mało skuteczny. Oczywiście proces byłby szybszy gdyby MF zdecydowało się na wykup obligacji przed terminem, ale ten scenariusz wydaje się bardzo mało prawdopodobny gdyż wiązałby się ze znacznym zacieśnieniem polityki fiskalnej.

### 3) Emisja obligacji NBP dla banków

Jedną z potencjalnych możliwości jest wyemitowanie przez NBP długoterminowych obligacji dla banków komercyjnych. W rezultacie banki zwiększyłyby na swoich bilansach wielkość posiadanych papierów NBP, płacąc za nie rezerwami. Efektem byłby spadek nadpłynności sektora bankowego, ale nie zmieniłoby to nic w wielkości podaży pieniądza M3 (gdyż z systemu zniknęłyby rezerwy, a nie depozyty). Z tego powodu takie działania nie odwróciłyby skutków wcześniejszego QE i nie miałyby istotnego wpływu na inflację i aktywność. Jedyny widoczny efekt byłby w postaci stworzenia konkurencji dla obligacji skarbowych, co mogłoby stanowić impuls dla wzrostu ich rentowności.

#### 4) Emisja obligacji NBP dla sektora niebankowego

Gdyby NBP zdecydował się na emisję papierów skarbowych nie dla banków, lecz dla sektora niebankowego, efekty byłyby zgoła inne. Firmy i gospodarstwa domowe zapłaciłyby za obligacje depozytami (a nie rezerwami), co miałyby bezpośredni wpływ na zmniejszenie podaży pieniądza M3. NBP zyskałby przynajmniej częściową kontrolę nad M3, jednak byłoby to za cenę zaangażowania się w prowadzenie bankowości dla firm i gospodarstw domowych.

Jeżeli chodzi o stronę techniczną, naszym zdaniem w praktyce zapadalność nowych obligacji NBP musiałaby zostać zsynchronizowana z zapadalnościami obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez SP. W ujęciu netto oznaczałoby to spadek podaży pieniądza już teraz (w momencie zakupu obligacji przez gospodarstwa domowe i firmy), ale pozwoliłoby uniknąć dalszego zacieśnienia ilościowego w momencie gdy zapadać będą obligacje skarbowe posiadane przez NBP.

W przeciwieństwie do rozwiązań z poprzednich punktów, emisja obligacji NBP dla sektora niebankowego nie musiałaby mieć silnego wpływu na rentowności obligacji rządowych. Gospodarstwa domowe nie inwestują powszechnie w obligacje hurtowe i dlatego konkurencja ze strony obligacji NBP miałaby umiarkowane znaczenie dla rynku. Jeżeli chodzi o oprocentowanie takich instrumentów, wystarczyłoby aby znajdowało się ono na poziomie porównywalnym do oprocentowania detalicznych obligacji skarbowych.

Możliwość emisji obligacji przez NBP została w tym roku zasygnalizowana przez Ludwika Koteckiego z Rady Polityki Pieniężnej, ale na razie nie jest jasne, czy opcja ta jest popierana przez innych przedstawicieli RPP. Biorąc pod uwagę dotychczasowe sceptyczne podejście NBP do tematu CBDC (co wymagałoby zaangażowania banku centralnego w bankowość dla sektora niefinansowego), można przypuszczać, że bank centralny byłby niechętny pomysłowi emisji obligacji dla sektora niebankowego.

#### 5) Emisja obligacji detalicznych przez MF

Najczęściej dyskutowaną w debacie publicznej opcją „ściągnięcia pieniądza z rynku” jest pomysł emisji obligacji detalicznych przez Ministerstwo Finansów. Rozwiązanie to ma szansę podnieść oprocentowanie depozytów i skłonić oszczędzających do większego zaangażowania w papiery skarbowe, jednak nie stanowi ono zacieśnienia ilościowego i nie stanowi sposobu walki z inflacją. Z punktu widzenia banku centralnego nowe obligacje MF nie wpływają bowiem na podaż pieniądza.

Emisja obligacji detalicznych prowadzi wyłącznie do przetasowań na rachunkach. W rezultacie dochodzi do zwykłego przesunięcia środków z depozytów gospodarstw domowych na rachunek MF. Ponieważ budżet praktycznie natychmiast wykorzystuje te środki aby sfinansować wydatki, depozyty z rachunku MF od razu wracają do systemu. Jeżeli chodzi o inne efekty makroekonomiczne - oprocentowanie obligacji detalicznych jest znacznie niższe niż rentowność obligacji sprzedawanych inwestorom, a więc emisja tych papierów pomaga MF taniej finansować deficyt. Nie ogranicza ona jednak presji inflacyjnej.

## **Podsumowanie**

W debacie publicznej pojawia się wiele działań, które miałyby doprowadzić do obniżenia inflacji. Naszym zdaniem najskuteczniejszy sposób zacieśnienia ilościowego wiązałaby się z: 1) bezpośrednią sprzedażą przez bank centralny obligacji posiadanych obecnie przez NBP; lub 2) emisją przez NBP obligacji dla sektora niebankowego. Na tym etapie nie widać jednak sygnałów, które świadczyłyby o gotowości NBP do wprowadzenia w życie któregokolwiek z tych rozwiązań. Pierwsze z nich mogłoby wiązać się z istotnym wzrostem rentowności i napięciami na rynku długu. Drugie z nich wymagałoby działań daleko wychodzących poza te, które NBP dotychczas rozważał.

## 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 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 jedynego 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 tożsamy 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.