

## CitiWeekly

## Rosnące ryzyko Vox Populi

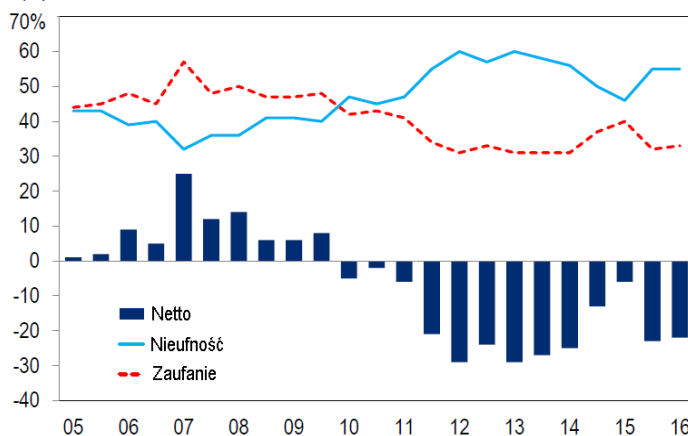
- W nadchodzącym roku sytuacja na rynkach finansowych może zależeć od rosnącego ryzyka politycznego w krajach rozwiniętych. W Europie przejawia się ono w rosnącym sceptycyzmie wobec Unii Europejskiej, wzroście poparcia dla partii alternatywnych, zwiększonej fragmentaryzacji sceny politycznej, odrzuceniu globalizacji i imigracji oraz spadku zaufania do instytucji oraz elit. Rok 2017 przyniesie szereg wyborów w krajach UE, w których powyższe nastroje mogą odegrać istotną rolę i przyczynić się do zmian funkcjonowania najbliższego otoczenia gospodarczo-politycznego Polski.
- Za znacznym wzrostem ryzyka politycznego stoi zestaw czynników gospodarczych, społecznych i kwestii bezpieczeństwa. Odzwierciedla go stagnacja realnych dochodów oraz wciąż stosunkowo wysoka stopa bezrobocia. Powyższe czynniki nałożyły się na znaczny wzrost zagrożenia dla bezpieczeństwa (związany m.in. z zamachami terrorystycznymi w Europie Zachodniej). Zdaniem ekonomistów Citi żadne z tych czynników nie minie w najbliższych kwartałach.
- Na nadchodzący rok zaplanowano wybory parlamentarne w Holandii (15 marca), prezydenckie we Francji (7 maja – 2 runda) i federalne w Niemczech (sierpień-październik). Ponadto nie wykluczone są wcześniejsze wybory w Wielkiej Brytanii i we Włoszech. W bazowym scenariuszu w kwestii Brexitu analitycy Citi oczekują, że artykuł 50 zostanie uruchomiony pod koniec marca, ale jednocześnie rządy głównych nurtów politycznych w Europie utrzymają władzę w 2017 r. (wygrana koalicji centro-prawicowej obecnego premiera M. Rutte, przegrana M. Le Pen z F. Fillon, kolejne lata rządów Angeli Merkel), oddalając ryzyko rozpadu Unii Europejskiej czy strefy euro. W związku z tym gospodarka strefy euro pozostanie stosunkowo odporna na kalendarz polityczny wspierana przez łagodną politykę pieniężną EBC. Jednak ryzyko wyniku negatywnego z punktu widzenia rynków finansowych jest stosunkowo wysokie i dostrzegamy także ryzyko w dół dla prognoz PKB dla strefy euro (obecnie 1,5% na 2017 r. i 1,6% na 2018).

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

|         | €/zł | \$/zł | £/zł | €/€  | NBP  | EBC | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|---------|------|-------|------|------|------|-----|----------|----------|----------------|
| I KW 17 | 4,46 | 4,37  | 5,25 | 1,02 | 1,50 | 0,0 | 1,73     | 0,50     | 2,30           |
| I KW 18 | 4,30 | 4,26  | 5,00 | 1,01 | 1,75 | 0,0 | 2,28     | 0,10     | 2,60           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 18.11.2016 r. Pozostałe prognozy z 26.10.2016 r.

Wykres 2. Ankieta Komisji Europejskiej odnośnie zaufania do Unii Europejskiej w krajach członkowskich (%), 2005-2016



Źródło: Komisja Europejska, Citi Research, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

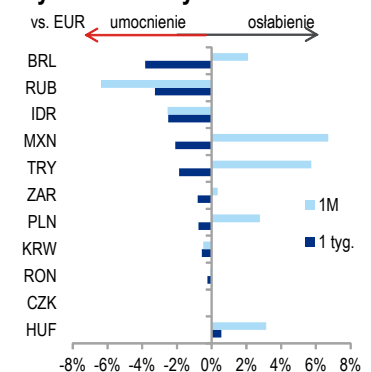
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

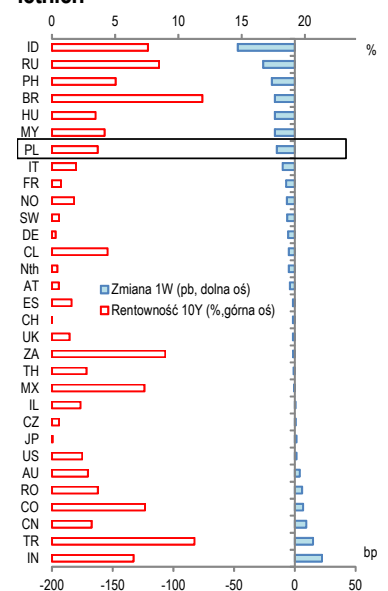
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 9.12.2016 r.  
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich

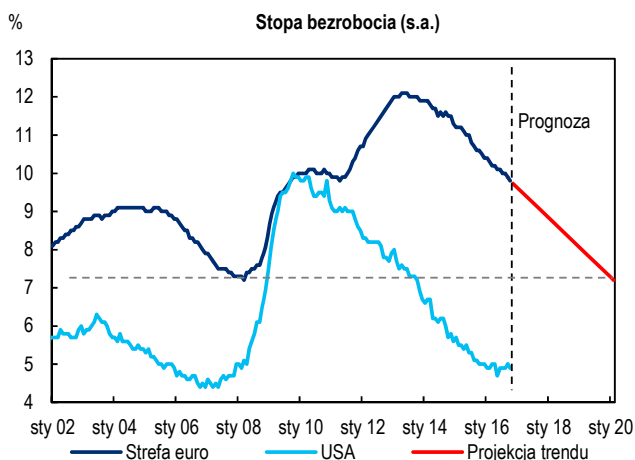


Według stanu na dzień 9.12.2016 r.  
Źródło: Reuters.

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

## Tydzień w wykresach

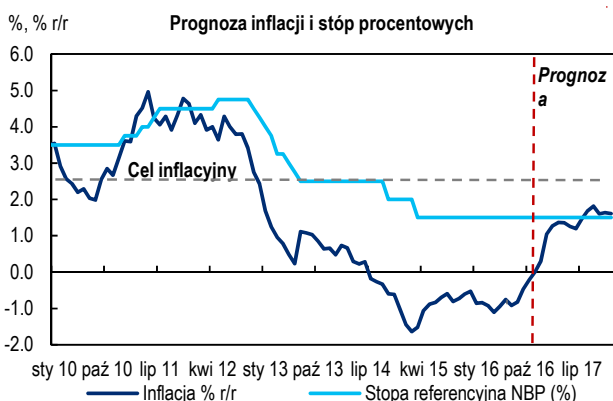
**Wykres 3. Fed podwyższa stopy, a EBC wydłuża skup aktywów**



- Głównym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Fed. Spodziewamy się podobnie jak rynek (z prawdopodobieństwem ponad 90%) podwyżki stóp o 25 pb. Ostatnie umocnienie dolara i wzrost rentowności obligacji raczej nie zaszkodzą wzrostowi w 2017 r. Ponadto jest zbyt wcześnie, aby Fed uwzględnił w swoich prognozach PKB i inflacji potencjalną stymulację fiskalną w kolejnych latach.
- Na grudniowym posiedzeniu EBC nie zmienił stóp procentowych. Jednocześnie wydłużył program skupu aktywów o 9 miesięcy do końca 2017 r. oraz rozszerzył zakres obligacji możliwych do zakupu obejmując zapadalności 1-30 lat oraz obligacje o rentownościach poniżej stopy depozytowej EBC. Spodziewamy się kolejnego wydłużenia programu do III kw.

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

**Wykres 4. Nie spodziewamy się zmian stóp procentowych do końca 2017 r.**

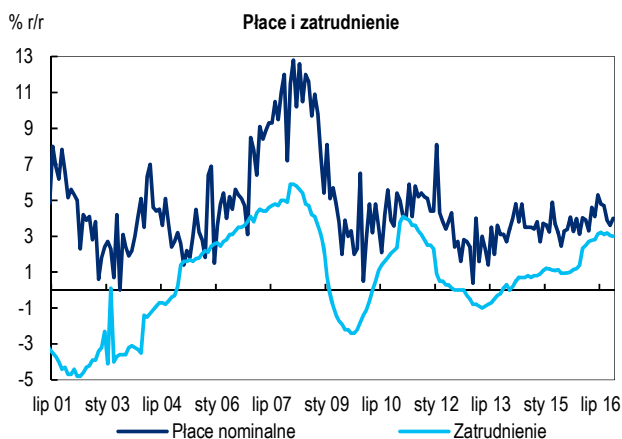


- RPP utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Rada nie okazała żadnego gołębiego sygnału pomimo serii negatywnych niespodzianek w danych, gdyż wciąż wierzy, że obecne spowolnienie jest przejściowe. Członkowie RPP w trakcie konferencji po posiedzeniu stwierdzili, że nie ulegną także ewentualnej presji politycznej, aby obniżyć stopy. Prezes NBP zasugerował, że oczekiwany spadek stóp realnych będzie formą łagodzenia polityki w razie spowolnienia.
- Naszym zdaniem stopy procentowe pozostaną bez zmian w 2017 r., a komunikat przez dużą część roku będzie zbalansowany. Obniżki byłyby możliwe jedynie, jeśli nie nastąpi ożywienie wzrostu ani odbicie inflacji.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

**Wykres 4. Oczekujemy lepszych danych o płacach i obrotach bieżących**



- Finalne dane o inflacji potwierdziły wzrost do 0%, zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS, głównie za sprawą cen żywności. Oczekujemy dalszego wzrostu inflacji do 0,3% na koniec roku i ponad 1% w I kw.
- Po dwóch miesiącach negatywnych niespodzianek spodziewamy się odegrania wzrostu płac w listopadzie do 4% r/r. Rynek pracy jest w dobrej kondycji a przedsiębiorstwa zgłaszają rosnącą presję płacową.
- Spodziewamy się poprawy bilansu obrotów bieżących w październiku do poniżej ok 0,7 mld EUR, m.in. za sprawą lepszego bilansu handlowego. Deficyt skumulowany za 12 miesięcy najprawdopodobniej wzrósł do 0,8% PKB.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

## Kalendarz publikacji

| Godz. publikacji                  | Kraj | Informacja                  | jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|-----------------------------------|------|-----------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>12 gru</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b> |      |                             |           |       |               |                   |                    |
| 14:00                             | PL   | Inflacja                    | % r/r     | XI    | 0.0           | 0.0               | -0.2               |
| <b>13 gru</b> <b>WTOREK</b>       |      |                             |           |       |               |                   |                    |
| 11:00                             | DE   | Indeks ZEW                  | pkt       | XII   | 9.0           | --                | 13.8               |
| 14:00                             | PL   | Inflacja netto              | % r/r     | XI    | 0.0           | -0.1              | -0.2               |
| <b>14 gru</b> <b>ŚRODA</b>        |      |                             |           |       |               |                   |                    |
| 11:00                             | EMU  | Produkcja przemysłowa       | % m/m     | X     | -0.2          | --                | -0.8               |
| 14:00                             | PL   | Saldo obrotów bieżących     | mIn EUR   | X     | -704          | -730              | -999               |
| 14:00                             | PL   | Eksport                     | mIn EUR   | X     | 15631         | 15385             | 15312              |
| 14:00                             | PL   | Import                      | mIn EUR   | X     | 15567         | 15494             | 15512              |
| 14:30                             | USA  | Sprzedaż detaliczna         | % m/m     | XI    | 0.3           | 0.3               | 0.8                |
| 15:15                             | USA  | Produkcja przemysłowa       | % m/m     | XI    | -0.3          | -0.3              | 0.1                |
| 20:00                             | USA  | Decyzja Fed                 | %         | XII   | 0.75          | 0.75              | 0.5                |
| <b>15 gru</b> <b>CZWARTEK</b>     |      |                             |           |       |               |                   |                    |
| 09:30                             | DE   | Wstępny PMI dla przemysłu   | pkt       | XI    | 54.0          | --                | 54.3               |
| 09:30                             | DE   | Wstępny PMI dla usług       | pkt       | XI    | 54.5          | --                | 55.1               |
| 10:00                             | EMU  | Wstępny PMI dla przemysłu   | pkt       | XI    | 53.2          | --                | 53.7               |
| 10:00                             | EMU  | Wstępny PMI dla usług       | pkt       | XI    | 53.5          | --                | 53.8               |
|                                   | PL   | Aukcja zamiany              |           |       |               |                   |                    |
| 14:30                             | USA  | Liczba nowych bezrobotnych  | tys.      | tyg.  | 250           | 256               | 268                |
| 14:30                             | USA  | Inflacja                    | % m/m     | XI    | 0.2           | 0.2               | 0.4                |
| 14:30                             | USA  | Indeks Philly Fed           | pkt       | XII   | --            | 9.0               | 7.6                |
| <b>16 gru</b> <b>PIĄTEK</b>       |      |                             |           |       |               |                   |                    |
| 11:00                             | EMU  | Inflacja                    | % r/r     | XI    | 0.6           | --                | 0.5                |
| 14:00                             | PL   | Place                       | % r/r     | XI    | 4.0           | 3.8               | 3.6                |
| 14:00                             | PL   | Zatrudnienie                | % r/r     | XI    | 3.0           | 3.0               | 3.1                |
| 14:30                             | USA  | Wydane pozwolenia na budowę | mln       | XI    | 1251          | 1240              | 1260               |
| 14:30                             | USA  | Rozpoczęte budowy domów     | mln       | XI    | 1211          | 1230              | 1323               |

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                            | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016P  | 2017P  | 2018P  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 5,0    | 1,6    | 1,3    | 3,3    | 3,9    | 2,6    | 2,9    | 2,8    |
| Nakłady na środki trwałe (% 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    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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.

## Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

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

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. 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.