

## CitiWeekly

## Rośnie ryzyko geopolityczne

■ Narastające napięcia geopolityczne między Rosją, a Ukrainą i krajami zachodu przykuwają coraz większą uwagę rynków finansowych. Polska, ze względu na bliskość geograficzną, powiązania ekonomiczne i polityczne, może odczuć efekty tych wydarzeń. Liczba potencjalnych scenariuszy jest bardzo duża i nie podejmujemy się próby przewidywania rzeczywistego rozwoju sytuacji. Warto jednak przyjrzeć się powiązaniom Polski z Rosją aby zrozumieć potencjalne konsekwencje.

■ Rosja nie jest już kluczowym rynkiem eksportowym. W ostatnich latach, a szczególnie od czasu konfliktu w 2014 roku udział Rosji w polskim eksporcie spadł i obecnie wynosi około 2,8% (na podstawie danych TiVA). W relacji do PKB eksport do Rosji sięga zaledwie 1,4%. Pasuje to co prawda Rosję na dziewiątym miejscu największych rynków eksportowych, ale w praktyce oznacza to, że nawet drastyczne sankcje i ograniczenia w eksporcie nie doprowadziłyby do poważnych skutków dla wzrostu PKB w kraju. W ujęciu sektorowym dane wyglądają podobnie - Rosja ma nieproporcjonalnie duży udział w eksporcie tylko w przypadku branży chemicznej.

■ Import ma większe znaczenie, gdyż Rosja jest trzecim największym krajem pochodzenia importu. Pod tym względem Polska wyróżnia się na tle innych gospodarek regionu – dla Czech Rosja jest ósmym, a dla Węgier dziewiątym partnerem importowym. Główne produkty kupowane przez Polskę od Rosji to surowce, w tym przede wszystkim gaz i ropa naftowa, co jednocześnie otwiera kanał przez który konflikt Rosja-Ukraina może łatwo i szybko wpłynąć na krajową gospodarkę. Gdyby doszło do długotrwałych zaburzeń dostaw gazu do Polski/Europy Zachodniej, oznaczałoby to w praktyce – niezależnie od bieżących zapasów - konieczność ograniczenia podaży dla odbiorców przemysłowych. Efektem byłaby zapewne recesja w polskim sektorze przemysłowym, z wszystkimi jej konsekwencjami dla eksportu.

■ Ewentualnej recesji w przemyśle towarzyszyłby większy szok inflacyjny na skutek wzrostu cen energii. Mieszanaka słabszego wzrostu i wyższej inflacji postawiłaby RPP w trudnej sytuacji, ale przypuszczamy, że efektem byłaby raczej mniejsza, a nie większa skala podwyżek stóp procentowych. Przeszacowanie docelowego poziomu stóp procentowych w połączeniu z wyższą premią za ryzyko zapewne odbiłoby się na złotym. Ze względu na te czynniki oraz ze względu na rozmiar rynku PLN (co pozwala wykorzystywać złotego do *proxy trade*), naszym zdaniem złoty mógłby zostać bardziej dotknięty przez zawirowania geopolityczne niż inne waluty regionu.

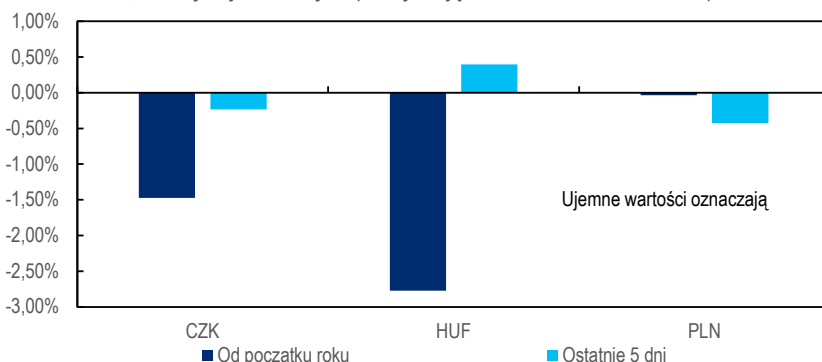
Tabela 1. Prognozy rynkowe.

|         | €/zł | \$/zł | £/zł | €/€  | NBP  | EBCdepo | 10L Bund | 10L Treasuries |
|---------|------|-------|------|------|------|---------|----------|----------------|
| I KW 22 | 4,53 | 3,97  | 5,46 | 1,14 | 3,25 | -0,50   | -0,15    | 2,07           |
| I KW 23 | 4,45 | 3,94  | 5,24 | 1,13 | 4,25 | -0,50   | 0,05     | 2,25           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 12.01. Pozostałe prognozy z 21.01.2022 r

**Wykres 1. Dotychczas pomimo kryzysu geopolitycznego złoty nie tracił na wartości, ale umacniał się znacznie mniej niż CZK i HUF.**

„Nadzwyczajne” zmiany FX (nie wynikające z wahań EUR/USD i S&P500)



Źródło: Eurostat, Citi Research, Citi Handlowy

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

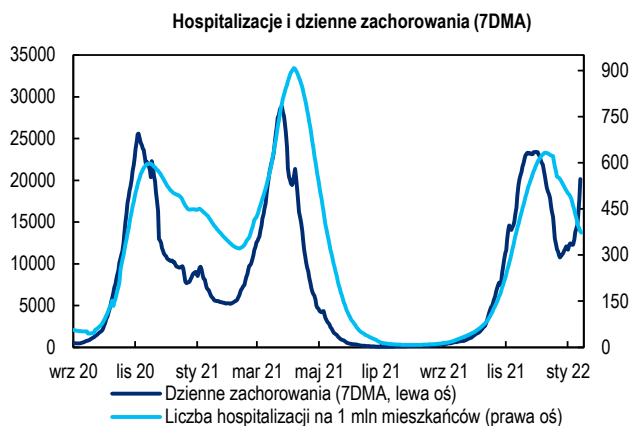
## Spis treści

## Nr str.

|                        |   |
|------------------------|---|
| - Temat tygodnia       | 1 |
| - Tydzień w wykresach  | 2 |
| - Kalendarz publikacji | 4 |
| - Tabela z prognozami  | 5 |

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Kolejna fala epidemiczna nabiera tempa

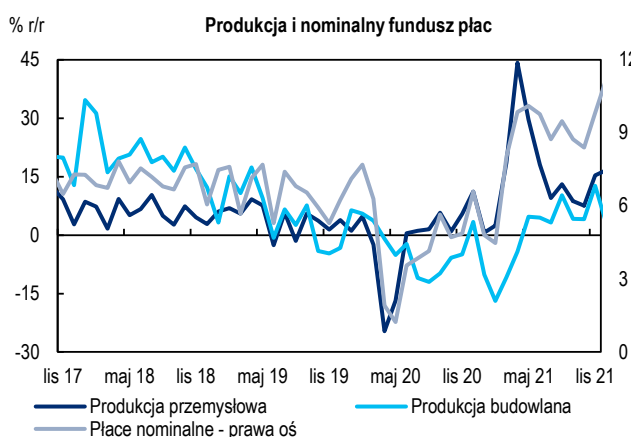


■ Liczba zachorowań osiągnęła rekordowo wysoki poziom w związku z rozprzestrzenianiem się wariantu omikron. Liczba hospitalizacji jest wciąż niska (13 tys.), ale w kolejnych tygodniach prawdopodobnie wyraźnie wzrośnie. Według prognoz MOCOS w szczycie w połowie lutego hospitalizacje osiągną ok. 30 tys., a wg ICM UW 30-85 tys.

■ Według rządu zasoby służby zdrowia pozwalają na hospitalizację 30-60 tys. os., co przy mniejszej dolegliwości omikronu i krótszym terminie hospitalizacji ogranicza ryzyko znacznych restrykcji. Rząd preferuje zarządzanie epidemią w oparciu o certyfikaty szczepień i testy (darmowe testy antygenowe w aptekach). Głównym ryzykiem dla aktywności wydaje się szybko rosnąca liczba osób na kwarantannie, ale skrócenie kwarantanny może łagodzić ten problem. Ryzykiem dla globalnej aktywności może być ograniczenie podaży z Azji.

Źródło: ourworldindata.org, Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy

Wykres 3. Dobre dane o produkcji i płacach na koniec roku

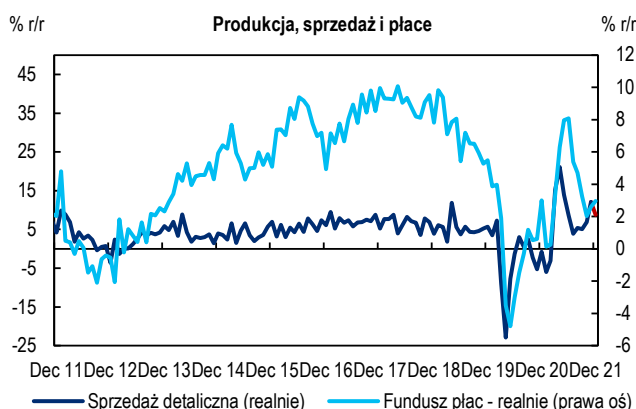


■ Produkcja przemysłowa pozytywnie zaskoczyła i wzrosła o 16,7% r/r, choć jednocześnie w ujęciu miesięcznym (po odsezonowaniu) spadła o 0,2% m/m. Przyspieszenie wynikało głównie z większej produkcji aut (12,5% r/r), energii, koksu i metali. Dobre dane o produkcji aut mogą być sygnałem zmniejszenia niedoborów komponentów. Z kolei produkcja budowlana spowolniła do 3,1% r/r z 12,7%, znacznie bardziej niż oczekiwano.

■ Dane z rynku pracy pokazały mocniejszy od prognoz wzrost płac 11,2% r/r i większe spowolnienie zatrudnienia (do 0,5% r/r). Zatrudnienie spadło o 2 tys. m/m, za co odpowiadał głównie przemysł i transport. Z kolei szczególne dane GUS pokazały, że za wzrostem płac stał sektor rolniczy (112,5% m/m), handel, zakwaterowanie i gastronomia oraz Informacja i komunikacja. Przypuszczamy, że w części sektorów firmy mogły zdecydować się na przyspieszenie wypłat, premii i odpraw emerytalnych przed wprowadzeniem Polskiego Ładu.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 4. Sprzedaż detaliczna prawdopodobnie słabsza w grudniu, ale PKB za 2021 r. mocne



■ Spodziewamy się wyhamowania sprzedaży detalicznej w grudniu do 8,8% r/r z 12,1%. Zakładamy spowolnienie w sprzedaży aut i paliw, na co wskazują dane o rejestracjach i natężeniu ruchu na drogach oraz niższej dynamiki sprzedaży odzieży wobec niższych indeksów mobilności i wyższej bazy w grudniu 2020 r. Grudniowe dane o płacach stwarzają ryzyko w górę dla naszego szacunku.

■ Bardzo dobre dane z gospodarki za listopad, a także dane o produkcji przemysłowej za grudzień sugerują, że wzrost PKB mógł być wyższy niż zakłada nasza dotychczasowa prognoza 5,7% (która i tak jest wyższa od konsensusu).

■ Za granicą kluczowe dla rynków będą komentarze Fed na temat tempa i skali podwyżek stóp i redukcji sumy bilansowej. Spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp w marcu i czterech podwyżek w 2022 r.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz. publikacji                  | Kraj      | Informacja                     | Jednostka    | Okres      | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|-----------------------------------|-----------|--------------------------------|--------------|------------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>24 sty</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b> |           |                                |              |            |               |                   |                    |
| 10:00                             | EUR       | Wstępny PMI dla usług          | pkt          | I          | 51,0          | 52,4              | 53,1               |
| 10:00                             | EUR       | Wstępny PMI dla przemysłu      | pkt          | I          | 57,5          | 57,8              | 58                 |
| <b>10:00</b>                      | <b>PL</b> | <b>Sprzedaż detaliczna</b>     | <b>% r/r</b> | <b>XII</b> | <b>8,8</b>    | <b>--</b>         | <b>12,1</b>        |
| <b>10:00</b>                      | <b>PL</b> | <b>Stopa bezrobocia</b>        | <b>% r/r</b> | <b>XII</b> | <b>5,4</b>    | <b>5,4</b>        | <b>5,4</b>         |
| 15:45                             | USA       | Wstępny PMI dla przemysłu      | pkt          | I          | --            | --                | 57,7               |
| 15:45                             | USA       | Wstępny PMI dla usług          | pkt          | I          | --            | --                | 57,6               |
| <b>25 sty</b> <b>WTOREK</b>       |           |                                |              |            |               |                   |                    |
| 11:00                             | DE        | Indeks Ifo                     | pkt          | I          | 93,7          | 94,0              | 94,7               |
| 16:00                             | USA       | Zaufanie konsumentów           | pkt          | I          | 107,4         | 111,9             | 115,8              |
| <b>26 sty</b> <b>ŚRODA</b>        |           |                                |              |            |               |                   |                    |
| 16:00                             | USA       | Sprzedaż nowych domów          | tys.         | XII        | 736           | 768               | 744                |
| 20:00                             | USA       | Stopa Fed Funds                | %            | I          | 0-0.25        | 0-0.25            | 0-0.25             |
| <b>27 sty</b> <b>CZWARTEK</b>     |           |                                |              |            |               |                   |                    |
| <b>12:00</b>                      | <b>PL</b> | <b>Aukcja obligacji</b>        |              |            |               |                   |                    |
| 14:30                             | USA       | Liczba nowych bezrobotnych     | tys.         | tyg.       | 300           | 255               | 286                |
| 14:30                             | USA       | Zamówienia na dobra trwałe     | %            | XII        | -1,1          | -0,4              | 2,6                |
| 16:00                             | USA       | PKB                            | % kw/kw an.  | XII        | 5,9           | 5,3               | -2,2               |
| <b>28 sty</b> <b>PIĄTEK</b>       |           |                                |              |            |               |                   |                    |
| 11:00                             | EUR       | Indeks nastrojów gospodarczych | pkt          | I          | 114           | 114,3             | 115,3              |
| 14:30                             | USA       | Konsumpcja osobista            | %            | XII        | -0,7          | -0,5              | --                 |
| 14:30                             | USA       | Deflator PCE                   | %            | XII        | 0,4           | 0,4               | 0,6                |
| 14:30                             | USA       | Dochód osobisty                | %            | XII        | 0,4           | 0,5               | 0,4                |

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                            | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 478    | 472    | 528    | 588    | 597    | 598    | 647    | 679    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1.800  | 1.861  | 1.989  | 2.122  | 2.293  | 2.327  | 2.579  | 2.847  |
| PKB per capita (USD)                       | 12.421 | 12.288 | 13.734 | 15.313 | 15.560 | 15.615 | 16.969 | 17.822 |
| Populacja (mln)                            | 38,5   | 38,4   | 38,4   | 38,4   | 38,4   | 38,3   | 38,1   | 38,1   |
| Stopa bezrobocia (%)                       | 9,8    | 8,2    | 6,6    | 5,8    | 5,2    | 6,2    | 5,7    | 5,2    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 3,8    | 3,1    | 4,9    | 5,4    | 4,7    | -2,5   | 5,7    | 4,2    |
| Inwestycje (% r/r)                         | 6,1    | -8,2   | 4,0    | 9,4    | 6,1    | -9,0   | 6,0    | 5,5    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 2,8    | 3,5    | 4,1    | 4,3    | 4,5    | -1,1   | 5,8    | 4,7    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 3,0    | 3,9    | 4,5    | 4,3    | 4,0    | -3,0   | 6,8    | 5,3    |
| Eksport (% r/r)                            | 7,7    | 8,8    | 9,5    | 6,9    | 5,2    | 0,1    | 11,6   | 6,9    |
| Import (% r/r)                             | 6,6    | 7,6    | 9,8    | 7,4    | 3,0    | -1,2   | 16,9   | 9,4    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | -0,5   | 0,8    | 2,1    | 1,1    | 3,4    | 2,4    | 8,6    | 6,6    |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | -0,9   | -0,6   | 2,0    | 1,6    | 2,3    | 3,4    | 5,1    | 7,5    |
| Płace nominalne (% r/r)                    | 3,5    | 4,1    | 5,9    | 7,1    | 6,6    | 4,8    | 8,4    | 8,9    |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)     | 7,4    | 4,9    | 3,5    | 7,4    | 4,7    | 4,6    | 3,6    | 7,0    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 0,10   | 1,75   | 4,25   |
| WIBOR3M, (% koniec okresu)                 | 1,72   | 1,73   | 1,72   | 1,72   | 1,71   | 0,21   | 2,70   | 4,47   |
| Rentowność obligacji 10-letnich            | 2,95   | 3,63   | 3,30   | 2,81   | 2,07   | 1,30   | 3,70   | 3,60   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,95   | 4,18   | 3,48   | 3,76   | 3,79   | 3,77   | 4,06   | 3,96   |
| USD/PLN (Średnia)                          | 3,77   | 3,95   | 3,78   | 3,61   | 3,84   | 3,90   | 3,86   | 3,98   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,29   | 4,42   | 4,17   | 4,30   | 4,26   | 4,61   | 4,60   | 4,47   |
| EUR/PLN (Średnia)                          | 4,18   | 4,36   | 4,26   | 4,26   | 4,30   | 4,44   | 4,57   | 4,51   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                           | -2,6   | -2,5   | 0,8    | -7,7   | 2,8    | 17,4   | -2,6   | -1,4   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)            | -0,6   | -0,5   | 0,2    | -1,3   | 0,5    | 2,9    | -0,4   | -0,2   |
| Saldo handlu zagranicznego                 | 2,5    | 3,2    | 1,5    | -6,1   | 1,7    | 14,2   | 1,5    | 3,1    |
| Eksport                                    | 191,1  | 196,4  | 228,2  | 254,0  | 261,4  | 267,3  | 332,9  | 341,8  |
| Import                                     | 188,6  | 193,1  | 226,6  | 260,1  | 259,7  | 253,2  | 331,4  | 338,7  |
| Saldo usług                                | 12,1   | 15,4   | 20,3   | 25,9   | 26,8   | 25,9   | 29,1   | 29,8   |
| Saldo dochodów                             | -16,3  | -19,6  | -21,1  | -22,6  | -23,7  | -20,9  | -29,7  | -30,5  |
| Rezerwy międzynarodowe                     | 89,4   | 109,5  | 108,0  | 110,4  | 115,8  | 138,5  | 160,0  | 175,0  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)  | -2,6   | -2,2   | -1,5   | -0,2   | -0,7   | -7,1   | -3,9   | -3,1   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz.  | -0,9   | -0,5   | 0,1    | 1,2    | 0,6    | -5,8   | -2,8   | -2,0   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)        | 48,7   | 51,9   | 48,4   | 46,4   | 43,2   | 47,8   | 43,9   | 40,7   |

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 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 specyficznych odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne 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 tożsamyh 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.