

## CitiWeekly

### Brexit, Włochy i słabsze dane obciążają euro

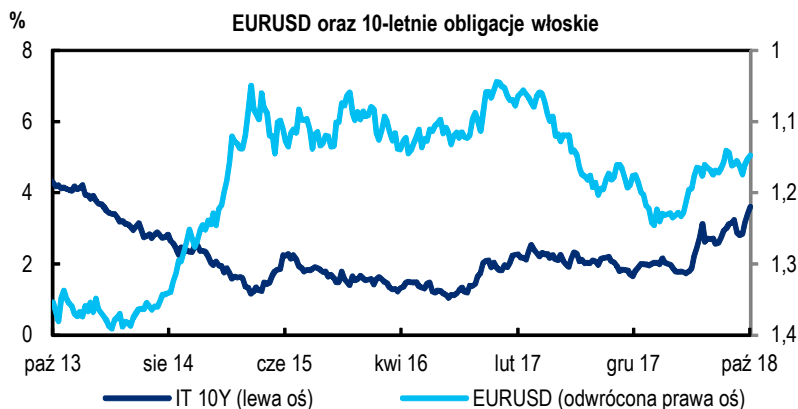
- Najbliższe dni mogą być kluczowe dla negocjacji w sprawie warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Na sześć miesięcy przed terminem „Brexit” nasz bazowy scenariusz zakłada, że negocjatorzy wypracują porozumienie w sprawie okresu przejściowego. Zaskakujący wynik referendum z czerwca 2016 r., w którym głosujący opowiedzieli się za wyjściem Wielkiej Brytanii z UE, nie miał natychmiastowego przełożenia na wzrost gospodarczy w Wielkiej Brytanii – nie doszło do recesji ani gwałtownego załamania aktywności. Niemniej z perspektywy dwóch lat widać, że Brexit miał istotny negatywny wpływ na brytyjską gospodarkę. Od tego czasu przeciętne tempo wzrostu gospodarczego okazało się wyraźnie niższe niż wynikałoby z trendu sprzed referendum, a w rezultacie poziom brytyjskiego PKB po dwóch latach jest zbliżony do poziomu przewidywanego w relatywnie pesymistycznych scenariuszach sprzed głosowania. Słabość wzrostu w Wielkiej Brytanii wynika przede wszystkim z niskiej dynamiki inwestycji, przy stosunkowo dużej odporności konsumentów.
- Obecnie wciąż istnieje wiele scenariuszy dla relacji UE-Wielka Brytania, co sprawia, że prognozowanie wyniku tego procesu jest trudne. Naszym zdaniem niezależnie od politycznych i proceduralnych kwestii, które mogą utrzymać ryzyka i niepewność do ostatnich minut, spodziewamy się, że uda się uniknąć scenariusza „hard Brexit”. Gdyby – wbrew naszym założeniom – nie doszło do porozumienia między UE i Wielką Brytanią, tym razem reakcja gospodarki mogłaby okazać się bardziej dotkliwa niż w 2016 roku. Scenariusz „hard Brexit” mógłby obniżyć ścieżkę wzrostu PKB Wielkiej Brytanii o ok. 5% w ciągu 2-3 lat.
- Inwestorzy wciąż z uwagą patrzą na Włochy, gdzie rząd stworzony przez dwie partie populistyczne ogłosił niedawno plany fiskalne, które zakładają wysoki deficyt budżetowy na kolejne lata. Po krytyce ze strony Komisji Europejskiej Włochy zdecydowały się go nieco obniżyć na lata 2020-2021, jednak zostawiły deficyt na 2019 r. bez zmian (2,4% PKB w 2019 roku). Może to doprowadzić do eskalacji napięć między Włochami i UE, a naszym zdaniem nie można też wykluczyć scenariusza wcześniejszych wyborów.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 18	4,33	3,73	4,87	1,16	1,50	-0,40	1,72	0,60	2,75
IV KW 19	4,27	3,56	4,80	1,20	1,50	0,00	2,08	0,85	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 14.09.18 r. pozostałe prognozy z dnia 19.09.2018 r.

Wykres 3. Rentowności włoskich obligacji znow zaczęły rosnać co negatywnie wpływa na euro



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

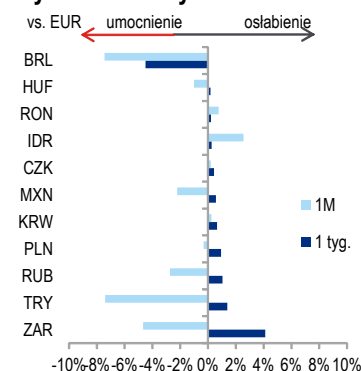
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

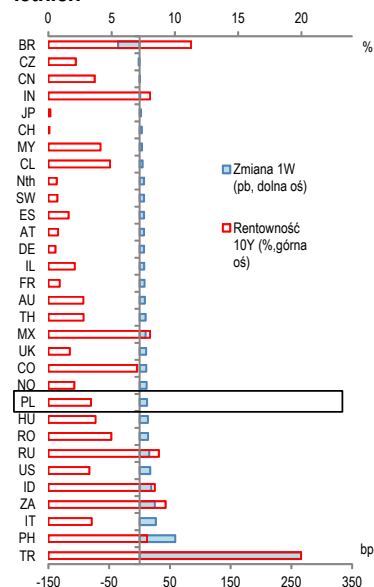
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich

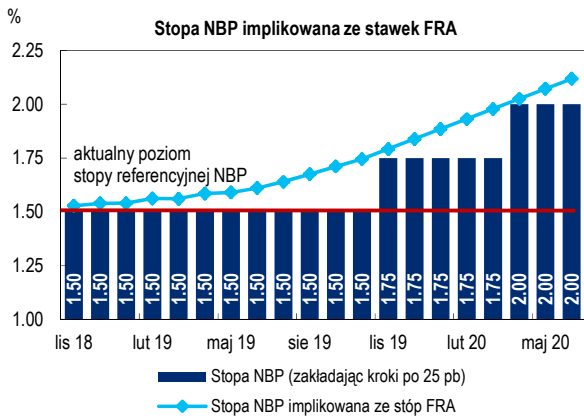


Według stanu na dzień 5.10.2018 r.  
Źródło: Reuters.

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

## Tydzień w wykresach

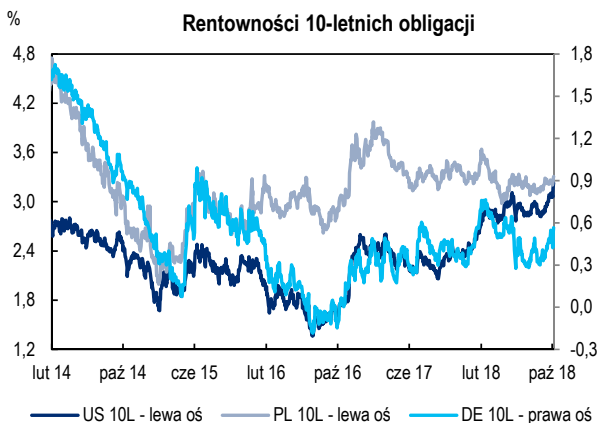
Wykres 4. RPP zapowiada brak zmian stóp do końca 2019 r.



- Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła stóp procentowych. Prezes NBP powtórzył, że „z ogromnym prawdopodobieństwem stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca 2019 r.”, choć dodał też, że jest to jego osobiste zdanie, którego inni członkowie Rady mogą nie podzielać. A. Glapiński powiedział też, że rok 2020 jest zbyt odległy aby wypowiadać się bardziej zdecydowanie na temat perspektyw stóp w tym horyzoncie. Powyższe sformułowania mogą wydawać się bardziej jastrzębie w porównaniu z komunikacją z lipca br., ale naszym zdaniem w praktyce nie stanowią one istotnej zmiany w przekazie RPP.
- Stawki FRA wyceniają pierwszą podwyżkę już w grudniu 2019 r., ale podtrzymujemy oczekiwania, że Rada rozpocznie cykl podwyżek stóp na początku 2020 r. po ruchu EBC.

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

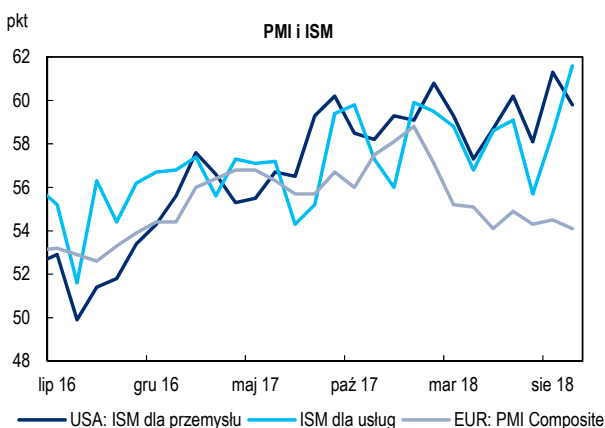
Wykres 5. Spora podaź na aukcji i wzrosty rentowności obligacji



- Resort finansów sprzedał na aukcji obligacje o wartości 5,7 mld zł, tj. blisko górnej granicy deklarowanego przedziału (3-6 mld zł), przy popycie 8,7 mld zł. Po tej aukcji Ministerstwo Finansów zrealizowało ok. 85-90% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.
- Na kolejnej aukcji resort finansów zaoferuje obligacje o wartości od 6 do 10 mld zł w związku z dużą zapadalnością obligacji i płatnościami odsetek na koniec miesiąca (ok. 16 mld zł). MF prawdopodobnie zakończy finansowanie tegorocznych potrzeb w listopadzie i będzie kontynuował na aukcjach zamiany prefinansowanie na 2019 r.
- Wobec sporej podaży oraz wzrostu rentowności na bazowych rynkach długu, w minionym tygodniu doszło do wzrostu rentowności polskich obligacji, w tym szczególnie na długim końcu krzywej rentowności.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Mocne dane z USA, słabsze ze strefy euro wpływają na mocniejszego dolara i wyższe rentowności w USA



- Ostatnio publikowane dane z głównych gospodarek wpisują się w scenariusz rosnących różnic w aktywności gospodarczej między USA, a strefą euro (na niekorzyść euro). Indeks koniunktury ISM dla przemysłu w USA spadł nieznacznie z 14-letnich szczytów, a ISM dla usług wzrósł do najwyższych poziomów od 21 lat. Z drugiej strony jednak dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA za wrzesień pokazały słabszy od prognoz wzrost (+134 tys. vs. prognozy na poziomie 185 tys.).
- Ostatnie komentarze prezesa Fed J. Powella, i innych członków FOMC zostały odebrane przez inwestorów jako jastrzębie. Jednocześnie strefę euro „obciąża” do pewnego stopnia niepewność związana z Brexitem i sytuacją fiskalną we Włoszech. W rezultacie dolar umacnia się wciąż wobec euro, a rentowności 10-letnich amerykańskich Treasuries wzrosły powyżej 3,20%, do najwyższych poziomów od 2011 r.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>08 paź</b>		<b>PONIEDZIAŁEK</b>					
	USA	Dzień Kolumba					
03:45	CN	PMI dla usług (Caixin)		IX	--	--	51,5
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0,8	0,4	-1,1
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	--	3,9	10,3
<b>09 paź</b>		<b>WTOREK</b>					
08:00	DE	Eksport	% m/m	VIII	-0,1	0,4	-1,1
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	IX	--	--	2,5
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	IX	--	--	3,4
<b>10 paź</b>		<b>ŚRODA</b>					
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VIII	--	0,8	0,6
<b>11 paź</b>		<b>CZWARTEK</b>					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	206	207
14:30	USA	Inflacja	% m/m	IX	0,2	0,2	0,2
<b>12 paź</b>		<b>PIĄTEK</b>					
04:00	CN	Eksport	% r/r	IX	--	9,1	9,8
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	%	VIII	--	--	6,2
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	1,0	0,4	-0,8
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan		X	99,7	100,5	100,8
	PL	<b>Przegląd ratingu Polski: S&amp;P i Fitch</b>					

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi; \* po rewizji

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	577	610
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 129	2 276
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	15 067	15 934
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,4	3,3	3,8	3,0	4,6	4,8	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	5,7	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,4	3,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,7	4,0
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	3,6	5,6
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	5,0	6,5
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,7	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,8
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0	7,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M. (% koniec okresu)	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,71	2,08
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,40	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,73	3,56
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,59	3,76
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,33	4,27
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,33
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,8	-2,1	-4,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,2	-0,4	-0,8
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,1	-8,8
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	222,8	248,6	253,8
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,2	252,7	262,5
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	21,0	24,0	26,3
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,8	-21,8	-21,9
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	116,0	125,0
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-0,9	-1,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	47,1	44,4

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 otrzymaniem 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. Jakikolwiek 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 jakikolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedzialności 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.