

CitiWeekly

EBC potwierdza koniec QE w tym roku, stopy w górę w 3Q19

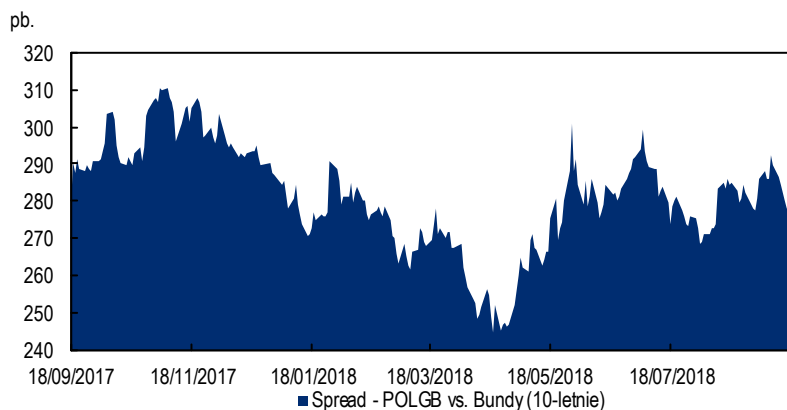
- Ubiegły tydzień upłynął pod znakiem posiedzeń banków centralnych. Z punktu widzenia krajowych inwestorów najistotniejsze są przyszłe decyzje Europejskiego Banku Centralnego, które - poza pośrednim wpływem na krajowy rynek długu - mogą mieć także wpływ na decyzje RPP.
- Zgodnie z oczekiwaniami na czwartkowym posiedzeniu EBC nie zmienił ani stóp procentowych, ani swojego „forward guidance”. Zdaniem EBC stopy procentowe nie zostaną zmienione przynajmniej do końca przyszłego lata. Spodziewamy się, że bank centralny będzie bardzo poważnie traktował to zobowiązanie i dotrzyma obietnicy nawet jeżeli inflacja zacznie wyraźnie szybciej rosnąć. Obecnie „forward guidance” to jedyny instrument, z którego EBC mógłby skutecznie korzystać w przypadku spowolnienia gospodarczego i dlatego sądzimy, że bank centralny będzie dbał o jego wiarygodność.
- Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami EBC ograniczył również miesięczną skalę zakupu aktywów do 15 mld EUR i zapowiedział zakończenie programu QE z końcem roku. Z drugiej strony bank pozostawił sobie w otwarte drzwi do wydłużenia programu jeśli będzie to konieczne.
- Oczy inwestorów będą teraz zwrócone na kwestię reinwestycji w bilansie EBC. Choć ten temat nie został poruszony we wrześniu, według prezesa Draghiego może zostać przedyskutowany w październiku. W takim przypadku finalne decyzje zostałyby ogłoszone w grudniu.
- Decyzję w sprawie stóp procentowych podjął też Bank Anglii. BoE nie zmienił stóp, a prezes M. Carney ostrzegł za to przed „twardym” Brexitem, który mógłby okazać się wstrząsem dla brytyjskiej gospodarki i aktywów.

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	1,71	0,65	2,65
IV KW 19	4,26	3,55	4,79	1,20	1,50	0,00	2,00	1,00	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 18.07.2018 r.

Wykres 3. Pomimo wysokiej zmienności na rynkach EM, w ostatnich tygodniach rentowności polskich obligacji zachowywały się wyjątkowo stabilnie



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

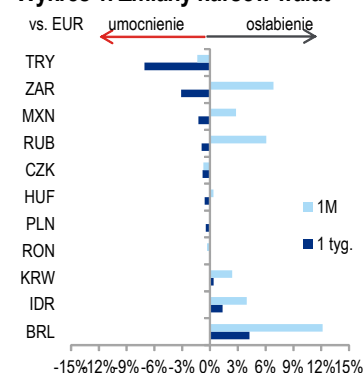
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

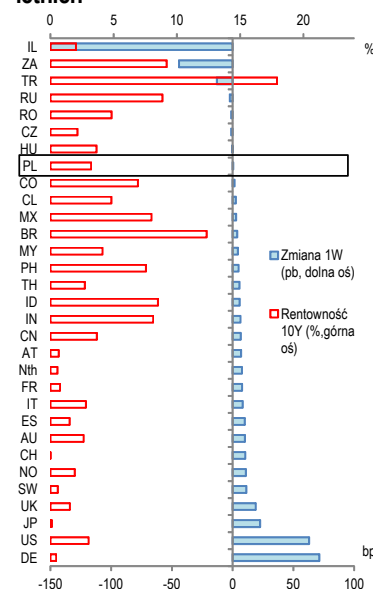
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich

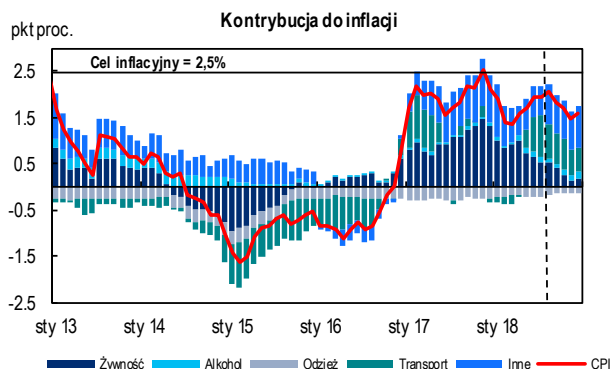


Według stanu na dzień 7.09.2018 r.
Źródło: Reuters.

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

Tydzień w wykresach

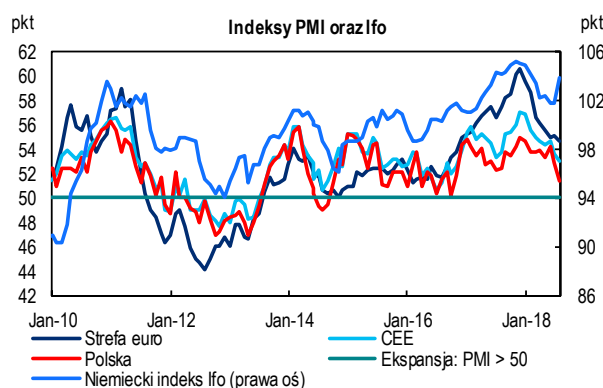
Wykres 4. Wzrost inflacji netto w sierpniu, ale kolejne miesiące mogą przynieść spadek inflacji do 1,5%



- GUS potwierdził, że zgodnie z wstępnym odczytem inflacja ustabilizowała się na poziomie 2%. Szczegółowe rozbięcie pokazało mocniejszy niż zakładaliśmy wzrost cen odzieży i obuwniczej, łączności i transportu mimo niższych cen paliw. Wskaźnik inflacji był w rezultacie bliższy 2,05%. Inflacja netto wzrosła do 0,9% z 0,6% wobec oczekiwań na poziomie ~0,8%.
- W kolejnych miesiącach spodziewamy się spadku inflacji do ok. 1,5-1,6% na koniec roku i stopniowego wzrostu do poziomu powyżej celu inflacyjnego (2,5%) w II połowie 2019 r. Taka ścieżka CPI wspiera nasz scenariusz polityki pieniężnej, który zakłada brak zmian w stopach procentowych do końca 2019 r. i pierwszą podwyżkę na początku 2020 r.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

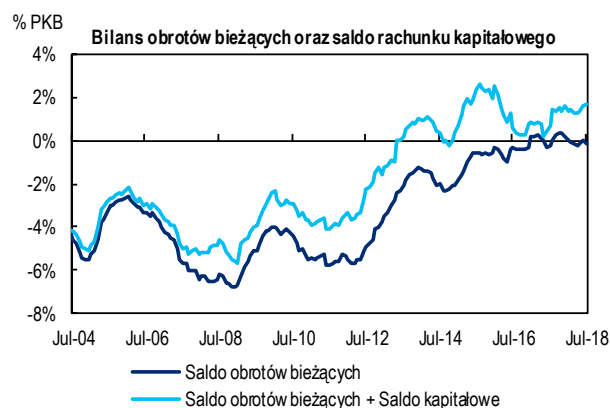
Wykres 5. Oczekujemy słabszej produkcji przemysłowej i mocniejszej sprzedaży



- Spodziewamy się, że sierpniowe dane o produkcji przemysłowej będą słabsze niż w lipcu, głównie za sprawą mniej korzystnego układu dni roboczych i spadku PMI. Jednocześnie jednak zakładamy niewielkie odreagowanie produkcji budowlanej z bardzo słabego poziomu odnotowanego w lipcu. Wzrost produkcji budowlanej prawdopodobnie pozostanie blisko 20%, jednak szczyt w sektorze budowlanym już minął.
- Według naszych szacunków wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym prawdopodobnie przyspieszył do 8,2% z 7,1% za sprawą odbicia sprzedaży żywności i sprzedaży aut, zgodnie z danymi Samar.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 6. Większy deficyt obrotów bieżących, ale wciąż korzystny dla złotego



- Deficyt obrotów bieżących pogorszył się w lipcu do -809 mln € z -240 mln € w czerwcu (konsensus -518 mln). Tak jak oczekiwaliśmy nastąpiła stabilizacja w bilansie handlowym na poziomie -432 mln €, choć odreagowanie eksportu i importu było łagodniejsze niż zakładaliśmy. Jednocześnie nastąpił wzrost deficytu w dochodach pierwotnych za sprawą mniejszego napływu środków UE i wyższych odpływów dywidend i odsetek. Saldo za 12 miesięcy pozostało blisko zera, co jest wciąż korzystne z punktu widzenia stabilności złotego.
- Oczekujemy lekkiego pogorszenia skumulowanego salda za 12 miesięcy do końca roku do -0,4% PKB oraz pogorszenia bilansu handlowego, który tylko częściowo będzie zrównoważony poprawą salda usług i dochodów.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 wrz PONIEDZIAŁEK							
11:00	EMU	Inflacja	% r/r	VIII	2,0	2,0	2,1
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	IX	--	23,0	25,6
18 wrz WTOREK							
10:00	PL	Płace	% r/r	VIII	7,1	7,0	7,2
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VIII	3,6	3,5	3,5
19 wrz ŚRODA							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	6,3	5,6	10,3
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	VIII	19,8	18,2	18,7
10:00	PL	PPI	% r/r	VIII	--	3,0	3,4
14:30	USA	Rozpoczęta budowa domów	tys.	VIII	1246	1235	1168
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	VIII	1330	1310	1311
20 wrz CZWARTEK							
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IX	--	15,8	11,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	IX	--	210	204
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VIII	5,73	5,34	5,34
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	--	-0,7	-1,9
21 wrz PIĄTEK							
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IX	56,0	55,7	55,9
09:30	DE	Wstępny PMI dla usług	pkt	IX	55,2	55,0	55,0
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	VIII	8,6	7,1	7,1
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IX	54,3	54,5	54,6
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	IX	53,9	54,4	54,4
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	55,0	54,7
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	IX	--	55,0	54,8

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	613	720
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 126	2 272
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	16 008	18 796
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
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	4,7	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	4,3	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,7	3,8
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	2,8	5,8
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	4,6	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,5	2,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,5
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)	2,42	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,13	2,71	2,08	1,65	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	3,55
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,60	3,75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,33	4,26
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,28	4,32
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,6	-3,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	116,0	125,0
Finanse publiczne (% PKB)								
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	47,2	44,5

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

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

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

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.