

CitiWeekly

Stopy EBC stabilne na bardzo długo (na zawsze?)

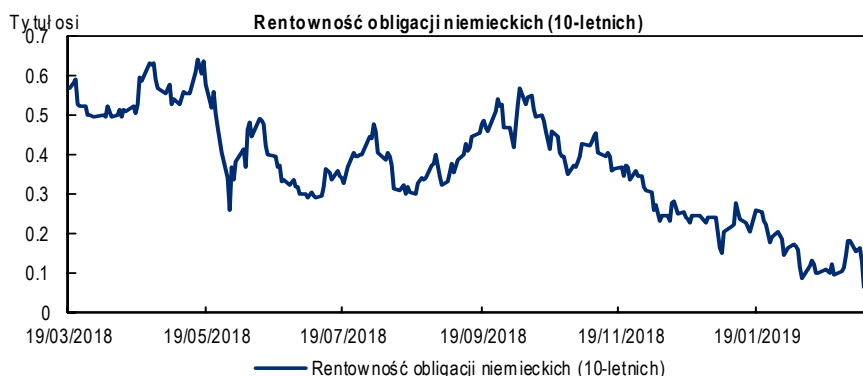
- Na marcowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych, ale obniżył prognozy PKB oraz inflacji, a także zmienił komunikat na znacznie bardziej gołębi niż oczekiwano. EBC zapowiedział w komunikacie, że utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2019 r. (wcześniej miały pozostać bez zmian „do końca lata 2019 r.”) oraz wprowadził trzeci program TLTRO, tj. program długoterminowych pożyczek dla banków.
- EBC obniżył wyraźnie prognozy wzrostu. Prognoza na 2019 r. została obniżona o 0,6 pkt proc. do 1,1% (Citi: 1,0%), a na 2020 r. o 0,1 pkt proc. do 1,6% (Citi: 1,5%). Jednocześnie EBC zasugerował, że widzi ryzyko dalszych obniżek swoich prognoz. Obniżki prognoz inflacji były równie znaczące - o 0,4 pkt proc. do 1,2% w 2019 r. (Citi 1,2%) oraz o 0,2 pkt proc. w 2020 r. - do 1,5% (Citi 1,5%).
- EBC zasignalizował również, że stopy procentowe znajdują się praktycznie na najniższym możliwym poziomie. Sposób komunikacji EBC wskazuje, że bank centralny pragnie uniknąć nadmiernego zacieśnienia polityki pieniężnej, jednocześnie mając nadzieję, że dodatkowe rozluźnienie polityki pieniężnej nie będzie konieczne.
- Prezes EBC M. Draghi powiedział w trakcie konferencji prasowej, że będzie cierpliwie oczekiwał na powrót inflacji do celu. Obawiamy się, że w przypadku braku zauważalnego odbicia aktywności gospodarczej w strefie euro w II poł. 2019 r. i w 2020 r. oraz w obliczu spowolnienia globalnego wzrostu, bank centralny może bardzo długo wstrzymywać się z podwyżkami stóp. Spodziewamy się, że stopy w strefie euro wzrosną dopiero w I kw. 2021 r. (wobec wcześniej zakładanej podwyżki stóp we wrześniu 2019 r.). Jednocześnie istnieje ryzyko, że stopy EBC pozostaną bez zmian „na zawsze” (w tym przypadku „na zawsze” oznacza: aż do kolejnego cyklu).
- Komunikat EBC został odebrany przez rynki jako bardzo gołębi i przyczynił się do osłabienia euro do dolara, a jednocześnie także osłabienia walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Jednocześnie doszło do umocnienia na bazowych rynkach długu i na rynku krajowych obligacji.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 19	4,29	3,76	4,88	1,14	1,50	-0,40	1,72	0,10	2,85
I KW 20	4,23	3,47	4,81	1,22	1,50	-0,40	1,72	0,70	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 20.02.2019 r. Zaktualizowana prognoza stopy EBC.

Wykres 3. Gołębi ton komunikatu EBC zepchnął rentowności bundów poniżej 10pb



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

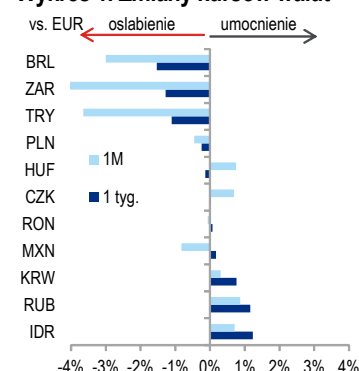
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

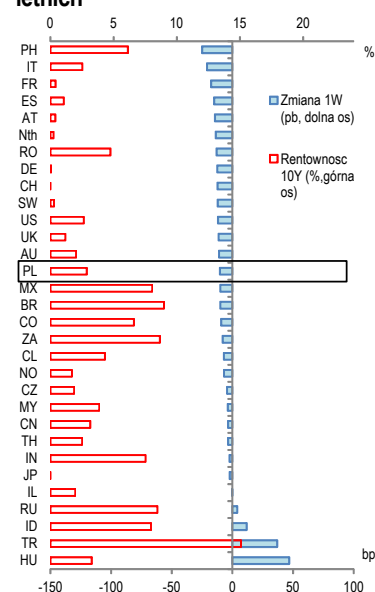
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 8.3.2019 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

Nr str.

- Podsumowanie 1
- Tydzień w wykresach 2
- Kalendarz publikacji 3
- Tabela z prognozami 4

Tydzień w wykresach

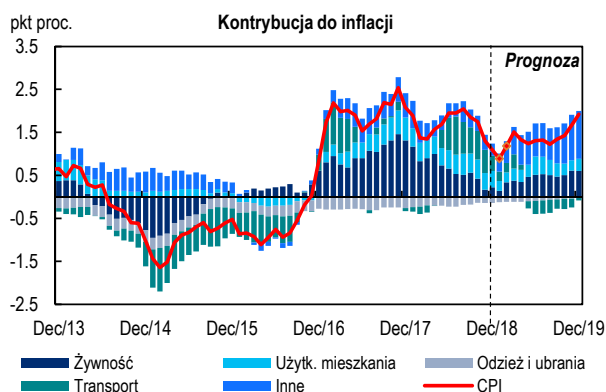
Wykres 4. NBP podwyższył projekcję PKB i obniżył projekcję inflacji, a RPP utrzymała gołębi ton

	lipiec 2018	listopad 2019	marzec 2019
PKB	2018	4,6	4,8
	2019	3,8	3,6
	2020	3,5	3,4
	2021		3,5
CPI	2018	1,8	1,6
	2019	2,7	3,2
	2020	2,9	2,7
	2021		2,5

- Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła stopy referencyjnej (1,5%) i utrzymała gołębie nastawienie. Bank centralny zrewidował w górę projekcję wzrostu PKB i wyraźnie w dół prognozę inflacji. Zgodnie z wypowiedziami prezesa NBP wyniki projekcji uwzględniają rządowy pakiet fiskalny. Szef NBP powiedział też, że dostrzega ryzyka dla projekcji wynikające z potencjalnego spowolnienia w strefie euro.
- Według prezesa Glapińskiego stopy procentowe mogą pozostać bez zmian do końca kadencji RPP. Szef NBP zasugerował także, że pakiet fiskalny nie powinien wpłynąć na ścieżkę stóp.
- Nasz bazowy scenariusz: stopy NBP pozostaną na niezmiennym poziomie do końca kadencji RPP w 2022 r.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

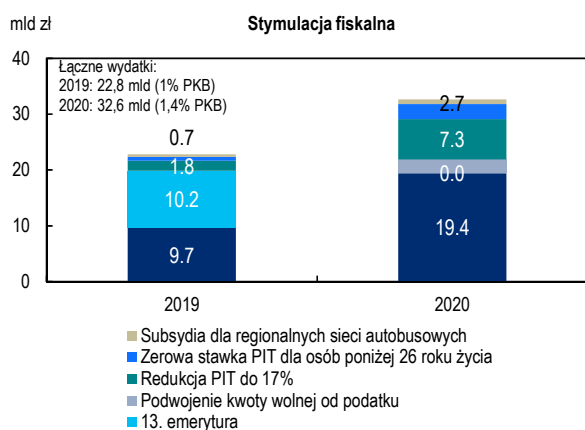
Wykres 5. Inflacja prawdopodobnie wzrosła w lutym, a efekt zmian wag koszyka obniżył styczniowy odczyt



- Spodziewamy się rewizji inflacji za styczeń do 0,8% z 0,9% w związku ze zmianą wag koszyka CPI. W ciągu ostatnich siedemnastu lat styczniowa inflacja była rewidowana w dół w trzynastu przypadkach.
- Jednocześnie oczekujemy wzrostu inflacji w lutym do 1,1%. Na taki wynik częściowołoży się efekt bardzo niskiej bazy, uwidaczniający się również w inflacji bazowej.
- Według naszych prognoz do wyraźniejszego wzrostu CPI dojdzie w kolejnych miesiącach, szczególnie w II połowie roku.

Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Program fiskalny wesprze konsumpcję i ograniczy pole manewru w przyszłości w razie spowolnienia



- W ubiegłym tygodniu premier przedstawił więcej szczegółów i harmonogram prac nad pakietem fiskalnym, który zakłada m.in. zniesienie limitu dochodowego w programie 500+ na pierwsze dziecko, obniżenie PIT w tym zniesienie PIT dla osób do 26 roku życia, 13-ta emerytura i kilka innych rozwiązań.
- Szacujemy, że program może kosztować 1% PKB w 2019 r. i 1,4% w 2020 r. Sądymy, że łagodzenie fiskalne powinno utrzymać wzrost PKB powyżej 4% r/r w tym roku (przy wzroście konsumpcji o ponad 5%), ale nie wystarczy aby uniknąć spowolnienia w 2020 r.
- W tym roku nowelizacji budżetu prawdopodobnie uda się uniknąć finansując wydatki m.in. „dywidendą” z banku centralnego oraz rezerwami budżetowymi. Sytuacja fiskalna w 2020 r. może stanowić większe wyzwanie.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 Mar	PONIEDZIAŁEK						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	1.3	0.4	-0.4
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	II	--	2.6	2.5
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	0.0	0.1	-1.2
12 Mar	WTOREK						
13:30	USA	Inflacja CPI - niewyrównana sezonowa	% m/m	II	0.2	0.2	0.0
13 Mar	ŚRODA						
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	%	I	--	--	4.4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	2.5	0.9	-0.9
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	I	0.4	-0.5	1.2
14 Mar	CZWARTEK						
05:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	5.5	5.6	6.2
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	225	223
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	I	0.616	0.625	0.657
15 Mar	PIĄTEK						
03:30	JP	Decyzja Banku Japonii	%	III	--	-0.1	-0.1
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	1.6	1.6	-1.4
10:00	PL	Inflacja	%	II	1.1	1.2	0.9
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	II	1.5	1.5	1.4
13:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork		III	--	10	8.8
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	0.2	0.6	-0.6
16:00	USA	Indeks nastrojów konsumentów Michigan	pkt	III	95	95.8	93.8

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	477	471	526	585	612	702
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.799	1.858	1.982	2.111	2.237	2.364
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.415	12.271	13.696	15.236	15.973	18.320
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,6	6,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)*	1,6	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	4,1	3,5
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,3	4,7	5,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,5	4,3	5,0	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,5	5,4	3,8
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,6	6,1	6,6
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	7,0	7,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,0	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,4	2,4
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	4,1	5,9	7,1	7,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,5	7,6	7,4	4,9	3,4	7,0	7,9	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	3,05	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,56	3,26
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,68	3,40
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,24	4,20
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,27	4,22
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-7,4	-8,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,2	-1,2
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-5,6	-12,3	-15,4
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	252,6	266,3	303,5
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	258,2	278,6	318,9
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,9	34,6
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,3	-25,9
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,4	-0,9	-1,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,1	0,6	0,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,4	44,5	43,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. *prognoza PKB zrewidowana o plan fiskalny rządu do 4,2% z 3,8%, prognozy konsumpcji prywatnej i inwestycji oraz sald fiskalnych nie zostały jeszcze zaktualizowane i odpowiadają prognozie PKB 3,8%.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

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 000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.