

CitiWeekly

QE na bardzo długo

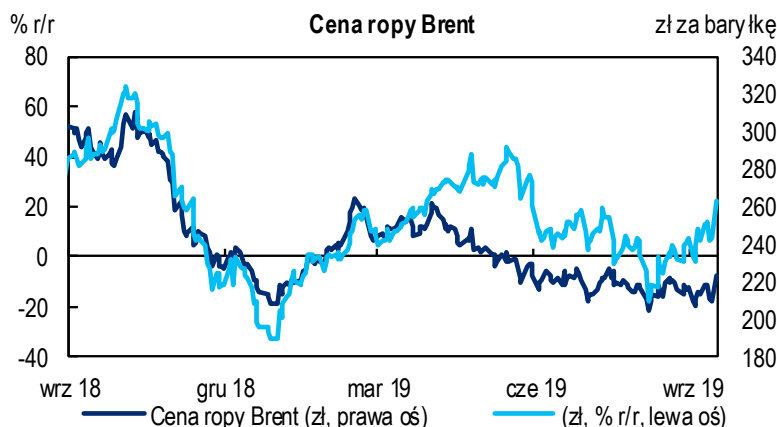
- Tym razem Europejski Bank Centralny nie rozczarował. Zgodnie z oczekiwaniami na ubiegłotygodniowym posiedzeniu EBC postanowił obniżyć stopę depozytową o 10 punktów bazowych (do -0,5%), rozpoczął program zakupu aktywów (QE), a także wprowadził system, częściowo chroniący banki przed niekorzystnym wpływem ujemnych stóp na ich wyniki (tzw. tiering). Pozytywną niespodzianką okazały się szczegóły dotyczące QE – choć miesięczna wartość nabywanych aktywów ma wynieść tylko 20 mld euro, jednak sam program ma charakter „otwarty” – zakończy się dopiero, gdy Europejski Bank Centralny uzna, że jest bliski wypełnienia celu inflacyjnego. Dzięki temu EBC nie będzie musiał w najbliższym czasie martwić się dostępnością niemieckich obligacji i zmianami limitów dokonywanych zakupów.
- Sam ton uzasadnienia decyzji, wraz z tak zwanym forward guidance, ma łagodny wydźwięk. EBC zapowiedział bowiem, że stopy pozostaną na obecnym lub niższym poziomie tak długo, aż perspektywy inflacji zbliżą się do 2%, a jednocześnie znajdzie to odzwierciedlenie w inflacji bazowej. Tym samym warunek dla wzrostu stóp procentowych jest obecnie oparty na podwójnym filarze, dotyczącym zarówno inflacji HICP, jak i inflacji bazowej.
- Było to przedostatnie posiedzenie EBC pod przewodnictwem Mario Draghiego. Od listopada kierownictwo nad bankiem przejmie C. Lagarde i teraz to na jej wypowiedziach będą koncentrować się uczestnicy rynku.
- Spodziewamy się, że Fed obniży w środę stopy procentowe o 25 pb, jednak perspektywa dalszych redukcji jest niepewna. W środowisku solidnych danych o aktywności gospodarczej i oczekiwaniach powrotu inflacji w stronę celu inflacyjnego sądzimy, że wśród decyzyjnych przedstawicieli Fed może rosnąć grono głoszących przeciwko dalszym obniżkom o ile nie zmieni się istotnie perspektywa wzrostu PKB i inflacji. Poza tym umacnianie się dolara oraz łagodzenia polityki pieniężnej przez inne banki centralne może prowadzić do werbalnych interwencji ze strony przedstawicieli amerykańskich władz gospodarczych w celu osłabienia dolara. W bazowym scenariuszu oczekujemy także pozostawienia stóp procentowych na niezmienionym poziomie przez Bank Anglii oraz obniżki stóp przez szwajcarski bank centralny.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 19	4,39	4,03	4,88	1,09	1,50	-0,50	1,72	-0,10	2,15
IV KW 20	4,31	3,75	4,95	1,15	1,50	-0,50	1,72	0,40	2,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 21.08.2019 r., pozostałe prognozy z dnia 24.07.2019 r.

Wykres 1. Jeśli wzrost cen ropy w reakcji na zdarzenie w saudyjskiej rafinerii będzie trwały może potencjalnie podwyższyć inflację w strefie euro o 0,2 pkt proc. i obniżyć wzrost PKB o 0,1 pkt proc.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

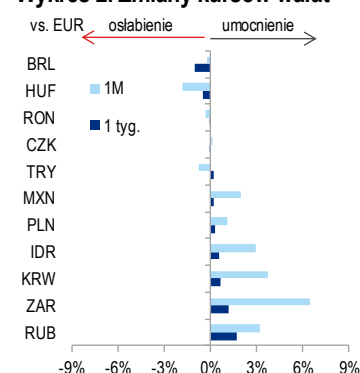
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut

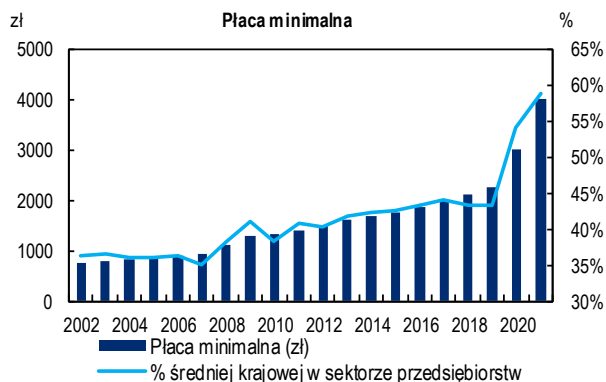


Według stanu na dzień 13.09.2019 r.
Źródło: Reuters.

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

Tydzień w wykresach

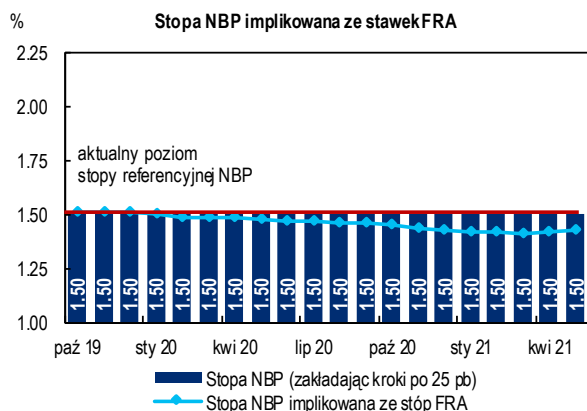
Wykres 3. Podwyższenie płacy minimalnej może przyczynić się do wzrostu inflacji



- Rząd planuje podwyższenie płacy minimalnej o 15,6% do 2600 zł w styczniu 2020 roku i kolejny raz - zapewne w podobnej skali - również na początku 2021 r.
- Według naszych szacunków – opartych o strukturę wynagrodzeń w Polsce – podwyżka płacy minimalnej o 33% może łącznie dodać około 3 punkty procentowe do ogólnej dynamiki wynagrodzeń (taka skala podwyżki ma nastąpić łącznie w ciągu kilkunastu miesięcy).
- Każde 10% podwyżki płacy minimalnej dodaje około 0,1 punktu procentowego do inflacji (zakładamy brak istotnego wzrostu cen towarów i jednocześnie podwyżki cen usług).

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

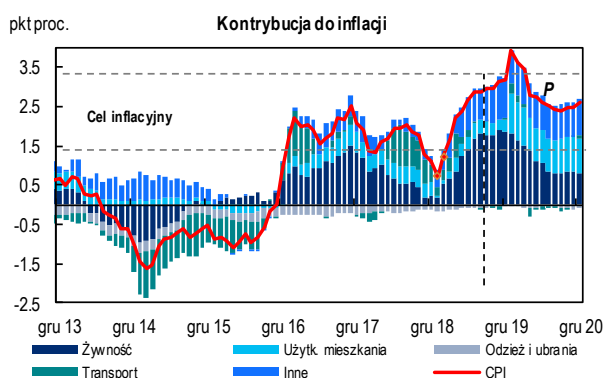
Wykres 4. RPP niezmiennie podkreśla brak potrzeby zmian stóp



- Rada Polityki Pieniężnej stara się nie pozostawiać niedomowień co do swoich przyszłych decyzji. W minionym tygodniu RPP po raz kolejny stwierdziła, że obecny poziom stóp procentowych „sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. W języku bankierów centralnych oznacza to, że w przewidywalnej przyszłości stopy pozostaną bez zmian.
- W ocenie prezesa NBP planowane przez rząd podwyżki płacy minimalnej będą neutralne dla gospodarki. Jego zdaniem ok. 15% wzrost płacy minimalnej w 2020 roku może dodać do inflacji 0,1 pkt. proc., co jest zbliżone (choć nieco niższe) do naszych szacunków.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 5. Inflacja wyższa od oczekiwań, może przekroczyć 3% na koniec roku i osiągnąć 4% na początku 2020



- Inflacja w sierpniu wyniosła 2,9% i była wyższa niż wskazywały wstępne szacunki GUS (2,8%). Utrzymuje się duża rozbieżność między zmianami cen towarów i usług (odpowiednio 2,3% r/r oraz 4,3%).
- Inflacja bazowa utrzymała się w sierpniu na poziomie 2,2% r/r.
- W najbliższych miesiącach inflacja zapewne przekroczy 3% r/r, a na początku 2020 roku może sięgnąć około 3,9%. W kolejnych miesiącach inflacja powinna zacząć spadać, jednak trend spadkowy będzie wolniejszy niż wcześniej szacowaliśmy, między innymi za sprawą rosnących kosztów usług.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 wrz PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	VIII	2,2	--	2,2
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	IX	--	4,0	4,8
17 wrz WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IX	-40	-37,8	-44,1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0,4	0,2	-0,2
18 wrz ŚRODA							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VIII	2,7	2,7	2,7
10:00	PL	Płace	% r/r	VIII	6,8	6,8	7,4
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	VIII	1,0	1,0	1,0
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	tys.	VIII	1260	1250	1191
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	VIII	1310	1307	1317
20:00	USA	Stopa Fed Funds	%	IX	2,00	2,00	2,25
19 wrz CZWARTEK							
	JP	Decyzja Banku Japonii	%	IX	0	0	0
	PL	Aukcja obligacji					
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	0,3	1,2	5,8
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	IX	0,75	0,75	0,75
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	215	204
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IX	--	11	16,8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VIII	5,44	5,37	5,42
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	pkt	VIII	--	0,1	0,5
20 wrz PIĄTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	VIII	3,3	5,5	5,7
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	-6,5	-7,1	-7,1

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	597	676
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.250	2.383
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.421	12.288	13.746	15.267	15.590	17.645
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	5,3	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,7	3,7
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	10,1	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,8	4,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,8	4,2
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	5,8	6,5
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	6,5	7,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,2	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,4	2,8
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	7,0	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,44	4,91	3,39	7,01	7,90	7,00
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	2,60	2,75
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	4,03	3,75
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,89	3,91
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,39	4,31
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,32	4,36
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-1,8	-3,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,3	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-5,0	-5,1
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	271,0	311,0
Import	198,5	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	275,9	316,1
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	27,5	28,7
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,3	-24,4
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	-1,5	-0,4	-1,2	-0,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,2	1,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	45,1	42,9

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, 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 roku 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 tożsamy 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.