

CitiWeekly

Dobra sytuacja fiskalna wsparciem dla obligacji

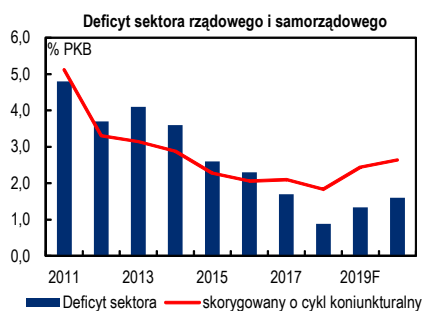
- Według najnowszych danych resortu finansów w czerwcu inwestorzy zagraniczni ograniczyli swoje pozycje na krajowym rynku obligacji skarbowych o 4,6 mld zł. Głównym kupującym były lokalne banki (5,3 mld zł), podczas gdy zadłużenie netto Skarbu Państwa wzrosło jedynie o ok. 1 mld zł. Wśród inwestorów zagranicznych swoje portfele ograniczały banki i fundusze inwestycyjne. W dalszym ciągu swoje pozycje ograniczali inwestorzy ze Stanów Zjednoczonych o ok. 1,1 mld zł w czerwcu, o 4,8 mld zł od końca 2017 r. oraz o 31 mld zł od końca 2014 r. W czerwcu swoje portfele ograniczyli także aż o 3 mld zł inwestorzy z Wielkiej Brytanii. Jednocześnie cały czas zwiększają swoje zaangażowanie inwestorzy Japońscy, którzy w czerwcu kupili krajowe obligacje za ok. 2 mld zł i pozostają liderem zaangażowania na krajowym rynku długu. Sądzymy, że takie trendy najprawdopodobniej się utrzymają w kolejnych kwartałach biorąc pod uwagę wysokie rentowności amerykańskich Treasuries zbliżone do poziomów krajowych obligacji, niskie rentowności obligacji japońskich przy ograniczonych oczekiwaniach na podwyżki stóp w Polsce.
- Wsparciem dla rynku obligacji powinna być dobra sytuacja fiskalna. Według naszych szacunków w całym roku deficyt budżetowy wyniesie około 15 mld zł i będzie zdecydowanie niższy niż 41,5 mld zł zapisane w Ustawie Budżetowej. Co więcej, deficyt całego sektora finansów publicznych prawdopodobnie obniży się do około 0,9% PKB, a więc będzie o prawie połowę niższy niż zakłada konsensus rynkowy. Z punktu widzenia rynku obligacji oznacza to znaczną redukcję potrzeb pożyczkowych w porównaniu z pierwotnymi planami oraz niewielką podaż obligacji netto w pozostałej części roku (ok. 6 mld zł).

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 18	4,25	3,60	4,78	1,18	1,50	-0,40	1,70	0,60	2,65
III KW 19	4,18	3,34	4,70	1,25	1,50	-0,25	1,74	0,85	2,80

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 13.07.18 r. pozostałe prognozy z dnia 18.07.2018 r.

Wykres 3. Oczekujemy deficytu sektora rządowego i samorządowego poniżej 1% PKB w tym roku oraz niskiej podaży obligacji netto



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

mld zł	Zapadalności i płatności kuponowe krajowych obligacji	Podaż brutto (szacunek Citi)	Podaż netto obligacji (szacunek Citi)
Sierpień	0,1	5,5	0
Wrzesień	1,3	10,5	4,2
Październik	17,7	12,5	-7,7
Listopad	0,5	10,5	5
Grudzień	0	4	4
Suma	19,6	42,5	6

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

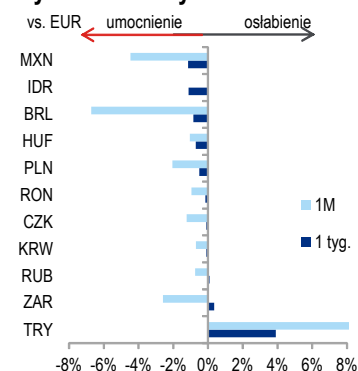
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

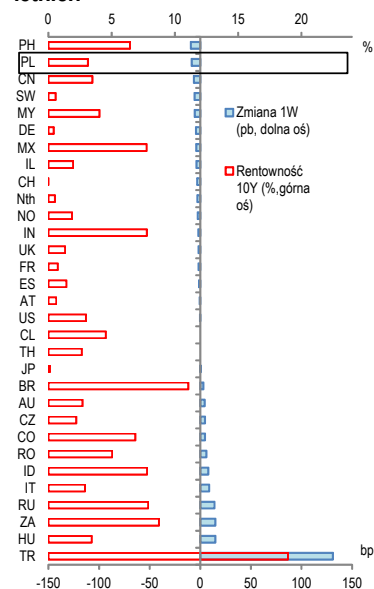
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 3.06.2018 r.
Źródło: Reuters.

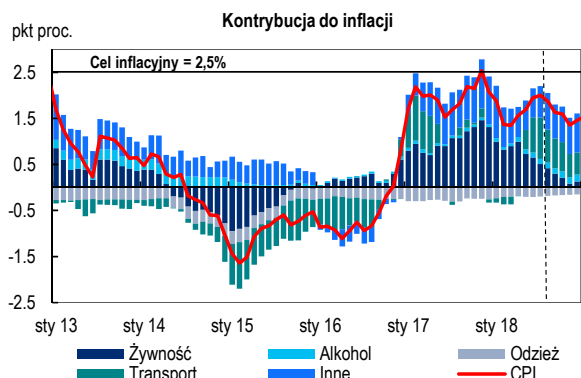
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

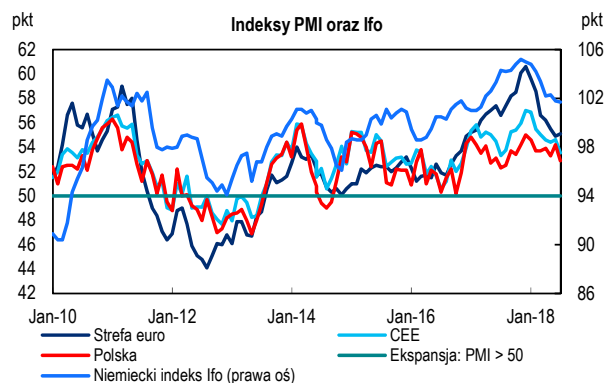
Wykres 4. Inflacja osiągnęła lokalny szczyt i będzie się obniżać



Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Inflacja w lipcu utrzymała się na poziomie 2% r/r. Spadek cen żywności był nieco niższy niż sugerowałyby wzorce sezonowe, zapewne między innymi dzięki słabszemu złotemu podbijającemu ceny importowanych warzyw i owoców. Szacujemy, że inflacja bazowa wyniosła w lipcu około 0,6% r/r (dane zostaną opublikowane 16.08).
- Naszym zdaniem inflacja w lipcu osiągnęła szczyt i w kolejnych miesiącach będzie się stopniowo obniżać. Spodziewamy się, że CPI spadnie do ok. 1,4% w listopadzie br., a następnie ponownie zacznie rosnąć.

Wykres 5. Indeks PMI spadł w lipcu



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

- Po miesiącach wyjątkowej odporności indeks PMI spadł w lipcu do 52,9 z 54,2 w czerwcu, pozostając jednak powyżej długoterminowej średniej 50,6.
- Słabszy PMI to między innymi efekt wolniejszego niż dotychczas wzrostu nowych zamówień i produkcji. Również zatrudnienie rosło nieco wolniej niż w czerwcu, ale wciąż przedsiębiorcy napotykali problemy kadrowe.
- Dane za lipiec potwierdziły także narastanie presji cenowej. Wzrost cen środków produkcji i słaby złoty doprowadziły bowiem do najmocniejszego od siedmiu lat wzrostu cen wyrobów gotowych.

Wykres 6. Raport z rynku pracy w USA spójny ze scenariuszem czterech podwyżek stóp



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w lipcu jedynie o 157 tys. Poniżej konsensusu 193 tys. i naszej prognozy 190 tys. Jednocześnie jednak dane za poprzednie miesiące zostały zrewidowane w górę o 59 tys. Stopa bezrobocia spadła ponownie do 3,9% z 4%.
- Raport z amerykańskiego rynku pracy jest spójny z naszym scenariuszem mocnego wzrostu PKB, dalszej stopniowej poprawy zatrudnienia przy ograniczonej presji płacowej i inflacyjnej.
- Podtrzymujemy nasze oczekiwania na cztery podwyżki stóp w USA w tym cyklu, z tego pierwszą kolejną we wrześniu tego roku a trzy następne w 2019 r.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
6 sie PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Zamówienie w przemyśle	%m/m	VI	1,3	-0,4	2,6
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	0,9	1,0	1,4
7 sie WTOREK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	%m/m	VI	-1,4	-0,5	2,6
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	wda % r/r	VI	--	--	3,8
8 sie ŚRODA							
09:00	HU	Inflacja	% r/r	VII	3,3	3,2	3,1
9 sie CZWARTEK							
03:30	CN	Inflacja	% r/r	VII	--	1,9	1,9
09:00	CZ	Inflacja	% r/r	VII	2,1	2,3	2,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	220	217
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VI	--	0,0	0,0
10 sie PIĄTEK							
08:00	RO	Inflacja	% r/r	VII	5,3	--	5,4
14:30	USA	Inflacja	% m/m	VII	0,2	0,2	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VII	0,2	0,2	0,2

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

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	7,6	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,0	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,4	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	1,7	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,6
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)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,64	1,87
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,50	3,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,56	3,24
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,50	3,20
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,24	4,15
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,23	4,14
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	-1,7	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	-0,2	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	47,0	45,6

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.