

CitiWeekly

Udana aukcja długu

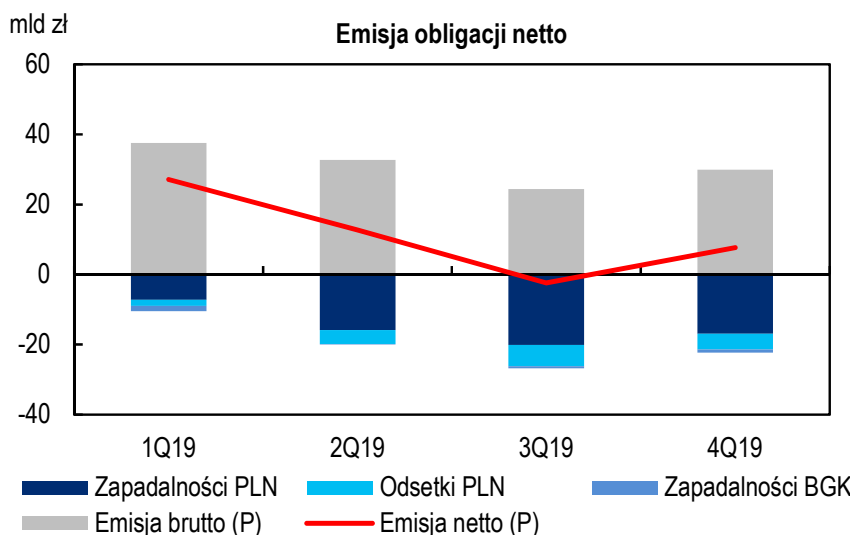
- Pierwsza aukcja obligacji w tym roku była całkiem udana. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o wartości 6 mld zł przy popycie przekraczającym 12 mld zł. Wysoki popyt na aukcji był prawdopodobnie wspierany przez gołębi wydźwięk komentarzy RPP na ostatniej konferencji, gdy prezes NBP wspominał o możliwości utrzymania stóp na niezmiennym poziomie do końca kadencji Rady (to obecnie nasz bazowy scenariusz) oraz komentarze o dobrym wykonaniu budżetu za 2018 r.
- Ministerstwo Finansów zrealizowało już ok. 38% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok na poziomie 163 mld zł. W połowie grudnia ten szacunek wynosił jedynie 18% i został zrewidowany prawdopodobnie na skutek lepszego wykonania budżetu, poprawy w zarządzaniu płynnością sektora publicznego i wykorzystania części depozytów, które spadły na koniec ubiegłego roku do ok. 35 mld zł z 52 mld zł na koniec listopada. Aby zrealizować tegoroczne potrzeby resort finansów wciąż musi sfinansować ok. 105,5 mld zł, w tym według naszego szacunku ok. 75-80 mld zł obligacji krajowych. Ponadto resort finansów może wyemitować kolejne 20-30 mld zł w ramach prefinansowania na kolejny rok. Oczekujemy średniej emisji obligacji krajowych na poziomie 5,5-6 mld zł na aukcję.
- Według naszych szacunków w I kw. podaż netto obligacji będzie najwyższa. Ministerstwo Finansów planuje wyemitować ok. 20-30 mld zł obligacji na aukcjach podstawowych w I kw. i zorganizować dwie aukcje zamiary w lutym-marcu. Naszym zdaniem resort finansów wyemituje ok. 37 mld zł w I kw. Na drugiej aukcji styczniowej MF planuje sprzedać obligacje za 3-6 mld zł. Ze względu na zapadalności i płatności odsetek pod koniec stycznia w wysokości ok. 7,9 mld zł emisja netto w styczniu może wynieść ok. 6 mld zł. Naszym zdaniem wzrośnie ona w lutym i marcu do ok. 8 mld zł. Sądzimy, że w trakcie roku najwyższa podaż netto przypadnie na I kw. co może przyczynić się do pewnej korekty rentowności w górę.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 19	4,30	3,77	4,78	1,15	1,50	-0,40	1,72	0,35	2,85
I KW 20	4,28	3,48	4,81	1,23	1,50	0,00	1,72	0,90	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 11.12.18 r. pozostałe prognozy z dnia 24.10.2018 r.

Wykres 3. Podaż netto długu będzie najwyższa w I kw.



Źródło: Ministerstwo, Finansów, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

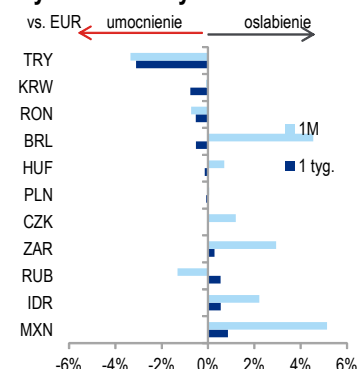
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

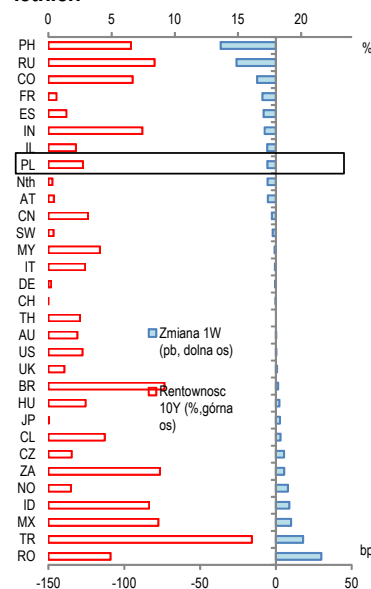
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



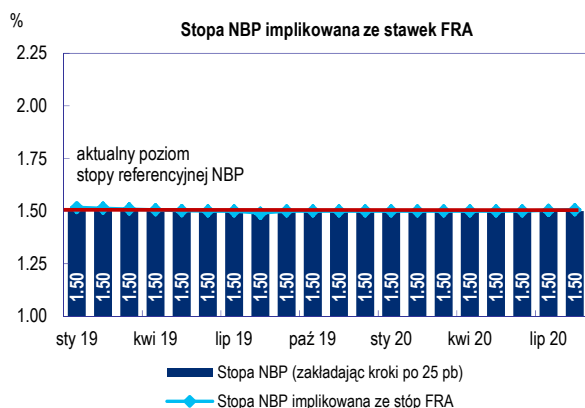
Według stanu na dzień 11.1.2019 r.

Źródło: Reuters.

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

Tydzień w wykresach

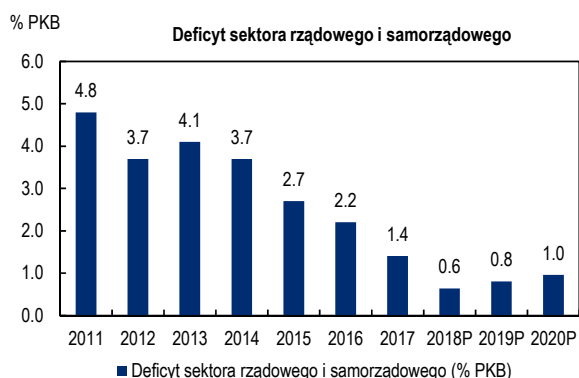
Wykres 4. RPP może utrzymać niezmienione stopy do końca kadencji



- RPP nie zawiodła – na styczniowym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe bez zmian i złagodziła swój komunikat. Dotychczas prezes Głapiński sygnalizował, że stopy pozostaną bez zmian do końca 2019 r. Tym razem wydłużył ten okres aż do końca kadencji Rady Polityki Pieniężnej, a więc do początku 2022 r.
- Rzeczywiście naszym zdaniem w obecnych warunkach (brak podwyżek cen prądu, prawdopodobne spowolnienie w kolejnych latach) trudno spodziewać się zacieśnienia polityki pieniężnej. Gdyby z kolei potrzebne było jej złagodzenie, według prezesa NBP, Rada mogłaby - zamiast obniżek stóp - wykorzystać niekonwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

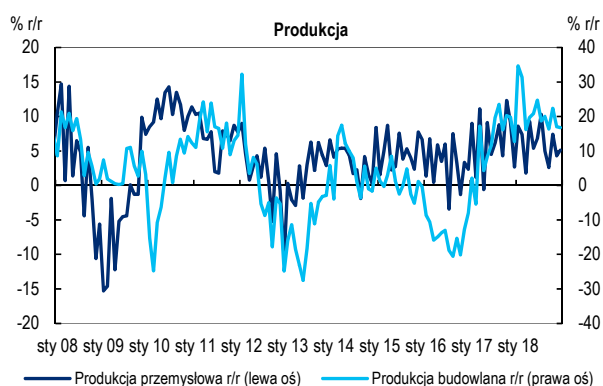
Wykres 5. Deficyt fiskalny w ubiegłym roku mógł okazać się niższy od wcześniejszych optymistycznych prognoz



- Według minister finansów T. Czerwińskiej w minionym roku budżet państwa odnotował deficyt, ale był on „zdecydowanie poniżej 15 mld zł” (PAP). Pierwotnie budżet zakładał deficyt na poziomie 41,5 mld zł, a jeszcze w grudniu MF szacowało go na około 15 mld zł.
- Z punktu widzenia oceny stanu finansów publicznych większe znaczenie od wyniku budżetu państwa ma wynik całego sektora rządowego i samorządowego, który uwzględnia również samorządy oraz FUS. W tym przypadku szefowa MF "zdecydowanie" podtrzymała swoje wcześniejsze prognozy mówiące o ok. 0,5% PKB deficytu w 2018 r. Nasza prognoza jest zgodna z tymi szacunkami i wynosi 0,6% PKB.

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, prognozy Citi Handlowy

Wykres 6. Oczekujemy wysokiego tempa płac i dosyć dobrych danych o produkcji



- W tym tygodniu GUS opublikuje dane, które pozwolą ocenić na ile załamanie nastrojów w przetwórstwie, które uwidoczniło się we wskaźniku PMI, znalazło przełożenie na twarde dane. Szacujemy, że produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu o 5,1% r/r, co w praktyce oznaczałoby stabilizację dynamiki wzrostu na poziomie z listopada.
- Jeżeli chodzi o dane z rynku pracy, spodziewamy się kontynuacji dotychczasowych pozytywnych trendów w płacach oraz dalszego wyhamowania w zatrudnieniu. Szacujemy, że przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 7,5% r/r, co oznaczałoby wzrost płac realnych o 6,4%.

Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 sty PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	XI	-539	-525	-457
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	XI	19977	19373	20143
14:00	PL	Import	mIn EUR	XI	16596	19905	20731
15 sty WTOREK							
9:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	XII	--	--	3,1
10:00	PL	Inflacja CPI	% r/r	XII	1,1	1,1	1,3
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	I	--	12	10,9
16 sty ŚRODA							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	XII	0,6	0,7	0,7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII	0,2	0,2	0,2
17 sty CZWARTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	XII	1,6	1,6	1,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	216
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mIn m/m	XII	1,276	1,256	1,26
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	mIn	XII	1,304	1,288	1,33
18 sty PIĄTEK							
10:00	PL	PPI	% r/r	XII	--	2,6	2,7
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	5,1	4,5	4,7
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	XII	16,8	15,5	17,1
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XII	2,8	2,8	3
10:00	PL	Płace	% r/r	XII	7,5	7,3	7,7
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	I	--	10	9,4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	0,3	0,2	0,6
16:00	USA	Indeks Michigan	pkt	I	96,6	96	98,3

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. 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	581	616	708
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,657	1,720	1,799	1,858	1,982	2,111	2,244	2,378
PKB per capita (USD)	13,622	14,200	12,415	11,944	13,696	15,131	16,075	18,475
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	39,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,9	5,7	6,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	5,0	4,1	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	7,5	7,1	7,1
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,3	4,1	3,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,6	4,2	3,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,1	5,7	5,9
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	6,8	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,2	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,8	2,8
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,0	7,5	6,9
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,0	7,5	6,9
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	3,00	3,55	3,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,77	3,55	3,27
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,67	3,40
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,30	4,29	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,27
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-7,0	-8,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-1,1	-1,2
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-5,2	-10,0	-13,5
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	222,8	247,4	259,7	297,2
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	222,2	252,7	269,7	310,6
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	24,0	25,7	30,1
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,8	-21,9	-22,5	-25,1
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	112,0	119,0	128,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,6	-0,8	-1,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	0,9	0,7	0,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,7	44,4	43,1

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 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.