

CitiWeekly

Kolejne zmiany w OFE?

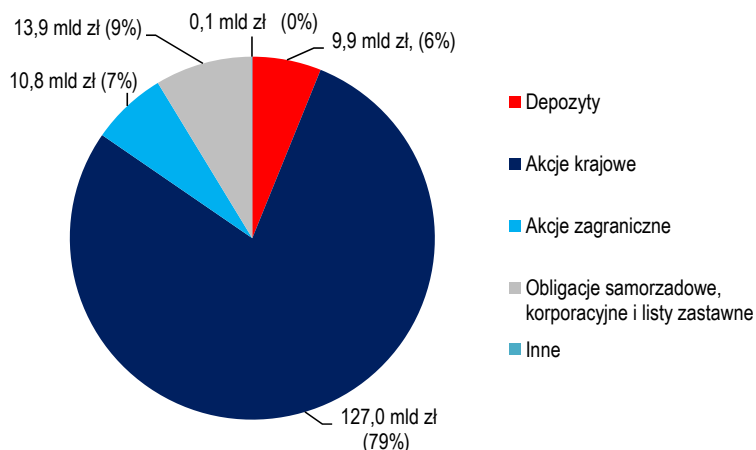
- W wywiadzie dla Rzeczypospolitej (29.03.2019) premier Morawiecki zapowiedział, że w najbliższych miesiącach rząd może zdecydować się na dalsze zmiany w systemie Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE). Zgodnie z tymi deklaracjami około 25% z 162 mld zł aktywów zarządzanych w systemie OFE może trafić do Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD). Z dotychczasowych zapowiedzi wnioskujemy, że przeniesione środki zostaną dopisane do indywidualnych kont emerytalnych w ZUS, a więc zabieg nie wpłynie bezpośrednio na pomniejszenie emerytur. Na skutek powyższego zabiegu aktywa FRD powinny się podwoić (najprawdopodobniej na zakończenie roku FRD dysponował niemal 40 mld zł, w tym środkami z obligacji drogowych).
- Pozostałe 75% aktywów zarządzanych w systemie OFE ma zostać „sprywatyzowane”, co prawdopodobnie oznacza uznanie ich za własność przyszłych emerytów (środki w OFE formalnie, zgodnie z opinią Sądu Najwyższego, są uznawane za środki publiczne). W praktyce mogłoby to oznaczać, że aktywa te – składające się głównie z akcji polskich spółek – byłyby zarządzane przez inne fundusze. Zmiany w systemie OFE były już rozważane trzy lata temu i dlatego obecne zapowiedzi nie są zupełnym zaskoczeniem – w praktyce mogą one zmniejszyć dotychczasową niepewność dotyczącą przyszłego systemu emerytalnego, która ciążyła nad krajowym rynkiem finansowym.
- Naszym zdaniem ważne pytanie dotyczy tego, czy nowe fundusze byłyby uprawnione do inwestowania w obligacje rządowe (OFE tego nie mogą robić). Taki scenariusz wydaje nam się prawdopodobny i szacujemy, że każde 10% dodatkowej alokacji w obligacje oznaczałoby około 12 mld zł dodatkowego popytu na obligacje. Niemniej sądzimy, że zmiana alokacji przekazanych środków zapewne będzie przebiegać stopniowo. Z punktu polityki fiskalnej, transfer środków do FRD może zapewnić Ministerstwu Finansów dodatkową elastyczność, potencjalnie zmniejszając konieczność dodatkowego finansowania dla FUS. W praktyce oznaczałoby również niższe potrzeby pożyczkowe i niższe emisje obligacji rządowych.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 19	4,27	3,71	5,08	1,15	1,50	-0,40	1,72	0,05	2,85
II KW 20	4,26	3,46	5,01	1,23	1,50	-0,40	1,72	0,45	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 27.03.2019 r.

Wykres 1. Aktywa OFE (luty 2019)



Źródło: KNF, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

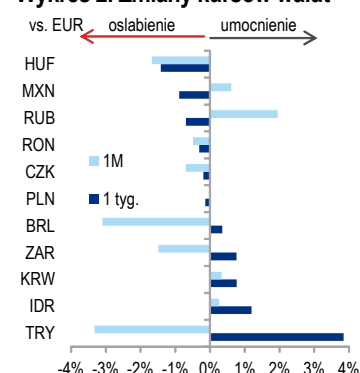
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

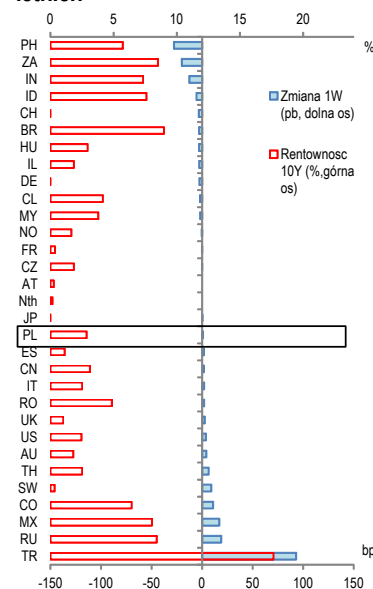
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



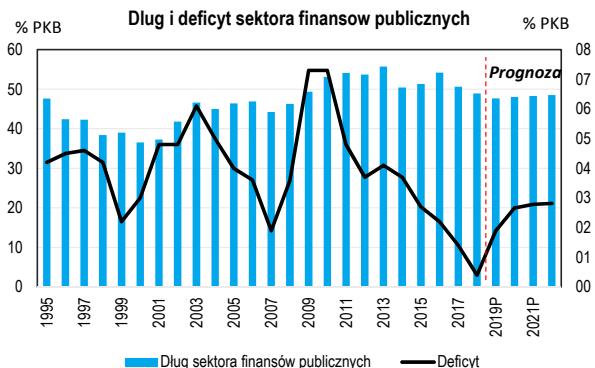
Według stanu na dzień 29.3.2019 r.

Źródło: Reuters.

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

Tydzień w wykresach

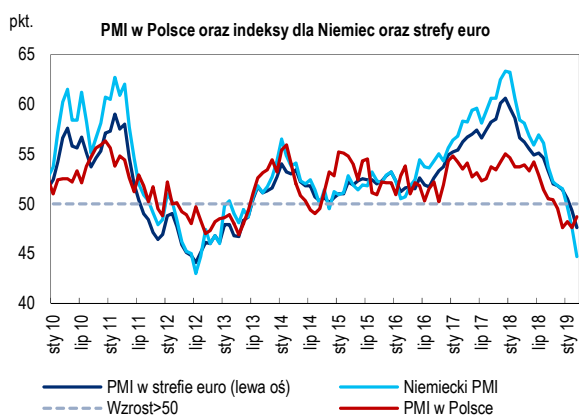
Wykres 4. Rekordowo niski deficyt fiskalny w 2018 r., ale wzrost w latach 2019-2020 w kierunku 3% PKB



- Według GUS deficyt sektora rządowego i samorządowego wyniósł w ubiegłym roku 0,4% PKB wobec 1,5% w 2017. Jednocześnie dług sektora spadł do 48,9% PKB z 50,6%. Po bardzo dobrym okresie spadku deficytu spowolnienie i kosztowny program stymulacyjny rządu spowodują wzrost wskaźników fiskalnych, w tym deficytu do ok. 3% w 2020 r. Część zwiększonej emisji obligacji może znaleźć się w portfelach funduszy po zmianach OFE.
- Na ostatnich dwóch przetargach emisja długu była spora 7,1-9,4 mld zł, a Ministerstwo Finansów rozpoczęło już prefinansowanie potrzeb na przyszły rok odkupując obligacje WZ0120. Finansowanie potrzeb przebiega szybko (sfinansowano już 64%), a sprzedaż w tym tygodniu także może być wysoka.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

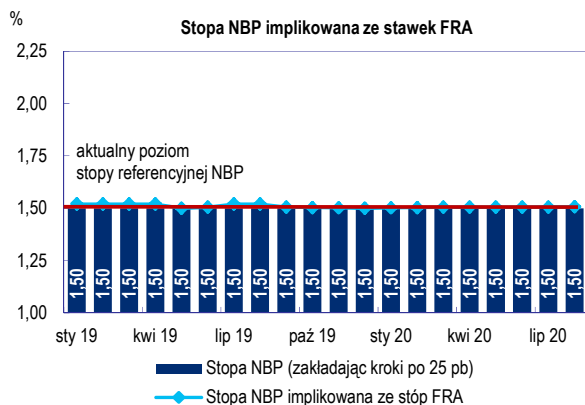
Wykres 5. PMI zaskoczył pozytywnie



- Indeks PMI nieoczekiwanie wzrósł w marcu do 48,7 z 47,6 w lutym wobec oczekiwań rynkowych i naszej prognozy na poziomie 47,4. Wzrost indeksu nastąpił mimo znacznych spadków PMI dla przemysłu w strefie euro a w szczególności dla Niemiec (do 44,1). Na odreagowanie indeksu wpływ miał wzrost indeksów produkcji (najwyższy od 6 miesięcy) i nowych zamówień, ale wciąż sygnalizują spowolnienie. Jednocześnie spada presja na wolne moce przerobowe i zaległości produkcyjne.
- Dotychczas wzrost produkcji przemysłowej utrzymywał wyższą dynamikę niż wynikałoby to ze spadku PMI i taka tendencja może utrzymać się w kolejnych miesiącach, choć oczekujemy wolniejszego wzrostu produkcji niż w ubiegłym roku. Wpływ na nastroje będą miały, m.in. informacje o sytuacji w przemyśle niemieckim, konfliktach handlowych oraz Brexit.

Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 6. inflacja I RPP



- Wstępny odczyt inflacji GUS pokazał jej wzrost do 1,7% z 1,2%, powyżej mediany prognoz rynkowych i naszego szacunku (1,6%). Za większy niż zakładaliśmy wzrost inflacji odpowiadała głównie wyższa dynamika cen żywności (0,4% m/m) przy niższym wzroście cen nośników energii (-0,1% m/m). Wstępne dane sygnalizują, że inflacja netto wzrosła w marcu do 1,3% z 1% w lutym. Sądzymy, że inflacja netto może rosnąć w kierunku celu inflacyjnego w tym roku.
- Mimo to RPP najprawdopodobniej pozostanie gołębia. Nie oczekujemy istotnych zmian w komunikacji RPP na kwietniowym posiedzeniu, tym bardziej że nie nastąpiły one w marcu po publikacji zaktualizowanych projekcji, które uwzględniały rządowy pakiet fiskalny. Choć od marcowego posiedzenia Rady pojawiło się kilka komentarzy nieco bardziej jastrzębich w kontekście łagodzenia fiskalnego, to nie sądzymy by istotnie wpłynęły na opinię Rady i oczekujemy stabilnych stóp do końca jej kadencji w 2022 r.

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
1 kwi PONIEDZIAŁEK							
2:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	49,9	49,9
8:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	47,4	48,6
9:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	III	47,4	47,6	47,6
9:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	--	55,7
9:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	44,7	44,7
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	III	47,6	47,6	47,6
9:55	EUR	CPI	% r/r	III	1,5	1,5	1,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	0,5	0,3	0,2
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	III	55,1	54,5	54,2
	UK	Głosowania nad Brexitem w brytyjskim parlamencie					
2 kwi WTOREK							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	II	-1,7	-1,2	0,3
3 kwi ŚRODA							
9:55	DE	PMI dla usług	pkt	III	--	--	54,9
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	III	52,7	--	52,8
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	0,6	--	1,3
	PL	Decyzja RPP	%	III	1,5	1,5	1,5
14:30	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	III	--	165	183
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	III	58,5	58,7	59,7
4 kwi CZWARTEK							
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	II	1,6	--	-2,6
12:00	PL	Aukcja obligacji					
5 kwi PIĄTEK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	0,7	--	-0,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	III	170	175	20
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	III	3,8	3,8	3,8

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

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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,1	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,5	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	3,61	3,32
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,69	3,44
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,27	4,26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-8,9	-12,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,5	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-5,7	-13,9	-18,9
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	252,6	265,6	301,8
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	258,2	279,4	320,7
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	-22,7	-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	-1,9	-2,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,1	-0,4	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,8	45,9	46,3

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.