

CitiWeekly

MinFin sfinalizuje potrzeby pożyczkowe w październiku

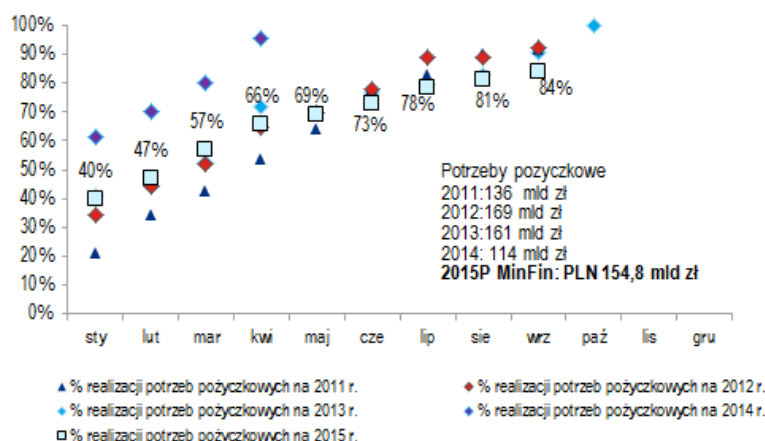
- Ostatnia decyzja Rady Polityki Pieniężnej o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian nie zrobiła większego wrażenia na uczestnikach rynków finansowych. Sam ton komunikatu RPP był utrzymany w łagodnym tonie, ale wypowiedzi szefa NBP sygnalizowały, że obniżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach są mało prawdopodobne.
- Naszym zdaniem stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian przez ponad rok, a kolejnym ruchem będzie podwyżka, a nie obniżka stóp. Będzie jednak trzeba na nią poczekać przynajmniej do ostatniego kwartału przyszłego roku.
- W odróżnieniu od RPP, Europejski Bank Centralny był w stanie zaskoczyć inwestorów. Łagodne komentarze prezesa EBC sugerują, że skala dotychczasowego programu QE w strefie euro może ulec zwiększeniu. Nie można również wykluczyć jego wydłużenia poza dotychczas planowany wrzesień 2016 r.
- Dane z amerykańskiego rynku pracy nie rozwiały wątpliwości dotyczących tego, czy Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych we wrześniu. Obecnie uwaga wydaje się koncentrować na publikowanych w kolejny wtorek danych o sprzedaży detalicznej w Stanach. Ekonomiści Citi wciąż widzą szansę, że do podwyżki dojdzie już w przyszłym tygodniu.
- Na aukcji w tym tygodniu resort finansów zaoferuje obligacje WZ0126 i DS0726 o wartości 2-4 mld zł. Do tej pory Ministerstwo Finansów sfinansowało ok. 84% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok. Naszym zdaniem faktyczne potrzeby będą niższe niż zakłada resort finansów i będą one zrealizowane w październiku. Duże płatności z zapadalnych obligacji i odsetek do inwestorów w październiku umożliwią Ministerstwu rozpoczęcie prefinansowania potrzeb na 2016 r. Choć prawdopodobnie ten proces będzie wolniejszy niż w poprzednich latach to Ministerstwo Finansów ma dużą poduszkę płynnościową, która będzie ułatwiać dostosowania podaży do warunków rynkowych.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 15	4,24	3,81	5,89	1,11	1,50	0,05	1,74	0,60	2,35
III KW 16	4,07	4,01	5,90	1,02	1,50	0,05	1,85	0,70	2,55

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 20.08.2015 r.

Wykres 2. Faktyczne potrzeby pożyczkowe mogą być niższe od planowanych przynajmniej o 6 mld zł i oczekujemy finalizacji planu pożyczkowego w październiku.



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

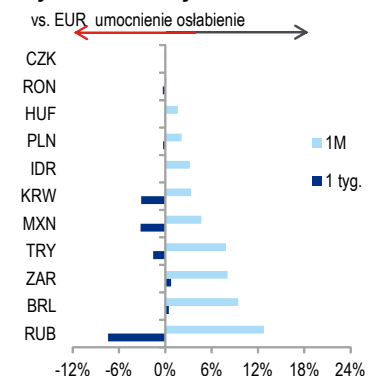
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 4.09.2015 r.
 Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Miniony tydzień	2
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 wrz PONIEDZIAŁEK							
	USA	Dzień pracy					
8 wrz WTOREK							
11:00	EA	PKB	% kw./kw.	II kw.	0,3	0,4	
10 wrz CZWARTEK							
12:00	PL	Aukcja obligacji: WZ0126, DS0726					
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii	%	IX	0,5	0,5	0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	Tyg.	265	270	282
11 wrz PIĄTEK							
		Spotkanie Eurogrupy					
14:00	PL	Obroty towarowe handlu zagranicznego					
14:30	USA	PPI	% r/r	VIII	0,0	0,2	-0,8
16:00	USA	Indeks Michigan	pkt	IX	--	94,0	91,9

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

Miniony tydzień

RPP

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie 1,5%. Ton oficjalnego komunikatu był bardziej gołębi niż w lipcu, chociaż w trakcie konferencji prasowej prezes Belka brzmiał bardziej neutralnie w kwestii zagrożeń dla perspektyw wzrostu i inflacji, próbując odrzucić sugestie dotyczące ewentualnego łagodzenia polityki pieniężnej.

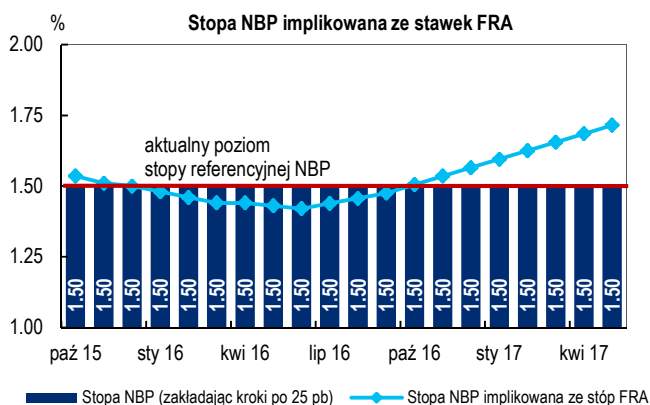
Według prezesa Belki bank centralny nie zmienił istotnie prognozy ścieżki inflacji. Przy znacznym spadku cen paliw prognoza inflacji została obniżona o 0,1 pkt proc. Jednocześnie NBP zakłada jej wzrost powyżej zera w listopadzie. Tak niewielka zmiana może oznaczać, że w opinii ekspertów NBP spadki cen paliw będą częściowo zniesione przez wyższe ceny żywności w rezultacie suszy. Póki co perspektywy wzrostu nie wydają się martwić członków Rady, mimo słabszych od oczekiwań danych o PKB za II kw., szczególnie, że po korekcie o czynniki sezonowe wzrost gospodarczy przyspieszył.

Kadencja dziesięciu spośród dziesięciu członków Rady kończy się w 2016 r. (w styczniu i lutym) i w związku z tym wątpimy, aby RPP chciała podejmować kontrowersyjne decyzje w tym okresie. Siła wzrostu gospodarczego w Polsce, a szczególnie poprawa sytuacji na rynku pracy oznacza, że RPP nie ma żadnych mocnych argumentów, aby ponownie łagodzić politykę pieniężną. Tym samym stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną na niezmiennym poziomie przez ponad rok - oczekujemy pierwszej podwyżki stóp procentowych najprawdopodobniej w listopadzie 2016 r. Scenariusz obniżek stóp nie

może być zupełnie wykluczony biorąc pod uwagę wysoką niepewność związaną ze składem RPP (jej członkowie będą mianowani przez nowy parlament i prezydenta). Jednak naszym zdaniem scenariusz obniżek stóp procentowych w 2016 r. ma bardzo niskie prawdopodobieństwo w związku z tym, że wzrost PKB pozostanie wysoki (mimo obaw o Chiny), a inflacja ma stopniowo rosnąć (powyżej 1,5% w 2016 r.)

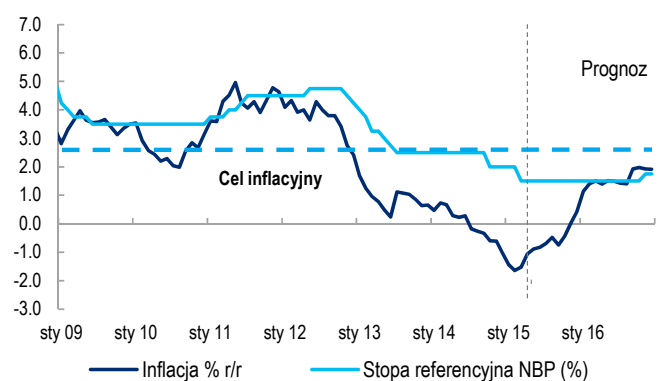
Według naszych modeli obecna rentowność 10-letnich obligacji jest nieco powyżej poziomów zgodnych z fundamentami (PKB oraz CPI). Jednak w obecnych okolicznościach krajowe czynniki wydają się odgrywać mniejszą rolę w obliczu kwestii nadchodzących podwyżek stóp w USA i obaw o kondycję chińskiej gospodarki.

Wykres 3. Rynek częściowo wycenia możliwość obniżki stóp



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4.... Ale naszym zdaniem kolejny ruch będzie w górę i nastąpi pod koniec przyszłego roku



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Tegoroczne potrzeby będą sfinansowane już w październiku

Według danych resortu finansów inwestorzy zagraniczni kupili w lipcu obligacje krajowe za 1,2 mld zł. Głównymi kupującymi były firmy ubezpieczeniowe i inwestorzy sklasyfikowani na rachunkach zbiorczych. Struktura geograficzna nie uległa zmianie z wciąż dominującą pozycją USA i Luksemburga. Według Ministerstwa Finansów w sierpniu inwestorzy zagraniczni sprzedawali obligacje.

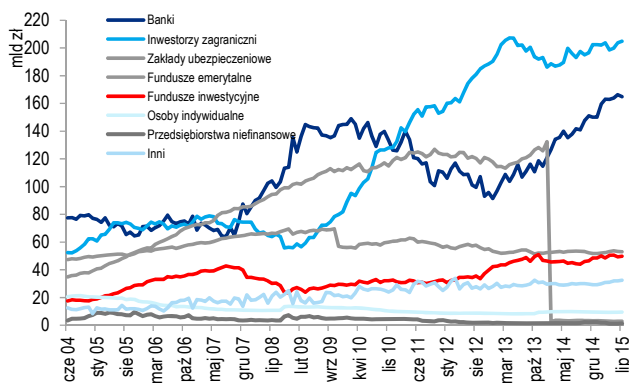
Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów i naszymi szacunkami Ministerstwo zrealizowało dotychczas 84% potrzeb pożyczkowych i najprawdopodobniej zakończy ten proces w październiku. We wrześniu Ministerstwo zaoferuje 4-10 mld zł na 2 aukcjach, co pozwoli zwiększyć zaawansowanie realizacji rocznego planu do 90%. Jednak sądzymy, że łączne potrzeby pożyczkowe w tym roku będą mniejsze niż wstępnie zakładano przynajmniej o 6 mld zł, między innymi na skutek przyspieszenia programu konsolidacji płynności sektora finansów publicznych. Ponadto niższy od prognoz może być deficyt fiskalny. Oznaczałoby to, że resort finansów musiałby wyemitować jedynie 9 mld zł w październiku, aby sfinalizować tegoroczne potrzeby.

We wrześniu podaż netto będzie dodatnia, ale już w październiku na rynek wpłynie pokaźna kwota z dużych zapadalności obligacji i płatności odsetek. To powinno wspierać rynek obligacji w przypadku wzrostu globalnej zmienności na skutek wystąpienia zdarzeń zewnętrznych

takich jak podwyżki stóp procentowych w USA czy intensyfikacja obaw o wzrost gospodarczy w Chinach.

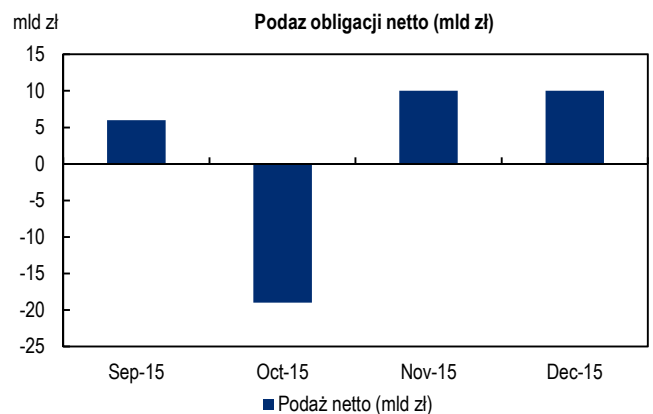
Prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na przyszły rok (nasz szacunek 20 mld zł) będzie najprawdopodobniej mniejsze niż w poprzednich latach. W przypadku napięć rynkowych resort finansów będzie mógł zmniejszyć podaż w związku z wysoką rezerwą finansową na poziomie 56,9 mld zł (według stanu na koniec sierpnia).

Wykres 4. Inwestorzy zagraniczni kupowali obligacje krajowe w lipcu, ale w sierpniu już sprzedawali



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 5. Podaż netto obligacji najprawdopodobniej będzie dodatnia we wrześniu, ale w październiku przypadają duże zapadalności obligacji i płatności odsetek



Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, szacunki Citi Handlowy.

Decyzja EBC

EBC nie zmienił parametrów polityki pieniężnej, ale rosną szanse na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. Wypowiedzi prezesa EBC M. Draghiego wsparły oczekiwania ekonomistów Citi, że program skupu aktywów ogłoszony w styczniu tego roku może przekroczyć wcześniej zapowiedzianą kwotę 1,1 biliona euro i może zostać wydłużony poza wrzesień 2016 r., jeśli będzie taka potrzeba. Prezes EBC zasygnalizował ryzyka w dół dla wzrostu PKB i inflacji i zapowiedział zwiększenie limitu skupu poszczególnych obligacji do 33% z 25% ich łącznej emisji.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	469	472
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,616	1,663	1,729	1,792	1,897
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,879	13,667	14,270	12,205	12,297
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.5	10.1	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.4	3.9	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	6.3	8.0
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	3.0	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.0	1.0	1.2	3.1	3.4	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	4.8	5.7	7.6	7.3
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	8.3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.8	2.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.6	1.8
Place nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	4.0	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.74	2.23
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	3.50	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	3.92	3.95
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.82	4.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.18	4.05
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.17	4.08
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-6.9	-7.0	-2.6	-5.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.3	-0.6	-1.3
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.8	-2.2	2.9	-0.5
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.6	182.7	187.6
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	210.8	179.8	188.0
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.5	12.0	10.0	10.3
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-17.7	-16.3	-14.9	-15.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-2.8	-8.1	-10.0	-11.0
Rezerwy międzynarodowe	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Amortyzacja	46.9	44.1	39.1	47.2	49.9	58.2	56.3	51.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.6	-4.9	-3.7	-4.0	-3.2	-2.7	-2.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.9	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.9	48.9	48.8

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

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 ofertą ani 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. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. 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. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów 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.

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.