

CitiWeekly

Niska emisja netto długu w kwietniu

- Emisja obligacji przez Ministerstwo Finansów w I kwartale była zbliżona do naszych oczekiwań z początku roku. Resort finansów wyemitował na aukcjach podstawowych obligacje za ok. 26,4 mld zł i 5,2 mld zł na aukcjach zamiany, co daje średnio ok. 5,3 mld zł na aukcję. Jednocześnie popyt inwestorów utrzymał się na stosunkowo wysokim poziomie, a współczynnik popytu do sprzedaży wyniósł w I kw. ok. 2,0. Podaż na ubiegłotygodniowej aukcji była wyjątkowo niska, jedynie 3 mld zł bez aukcji uzupełniającej. Tak niska podaż może być odzwierciedleniem bardzo dobrej sytuacji budżetowej.
- Według najnowszych danych Ministerstwa Finansów wynik budżetu pogorszył się co prawda w lutym, ale saldo wciąż pozostało dodatnie na poziomie ponad 4 mld zł wobec ponad 8 mld zł w styczniu. Na taki wynik budżetu za pierwsze dwa miesiące rokułożył się wzrost dochodów budżetowych o 1,8% r/r oraz spadek wydatków o 4,2% r/r. Na dobre wyniki budżetu na początku roku wpływ miała zarówno dobra koniunktura, która wspiera dochody oraz obniża dotacje do FUS, jak również uszczelniania systemu podatkowego. Niezależnie od przesunięć w realizacji poszczególnych dochodów i wydatków w miesiącach na przełomie roku sytuacja budżetu jest bardzo dobra i pozwala na zmniejszanie skali emisji obligacji względem pierwotnych planów.
- Po I kwartale resort finansów sfinansował ok. 50% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok na poziomie 181,5 mld zł. W związku z tym, że naszym zdaniem potrzeby będą niższe o ok. 15-20 mld zł od planu, m.in. dzięki dobrym wynikom budżetu, faktyczna realizacja może już przekraczać 50%. Według planu podaży na II kw. resort finansów wyemituje 15-25 mld zł na aukcjach podstawowych i zorganizuje 1-3 aukcji zamiany. Sądzymy, że podaż w II kw. może być zbliżona do I kw. i na koniec II kw. faktyczna realizacja potrzeb wyniesie 70-75%. Ze względu na spore zapadalności 12,3 mld zł i płatności kuponowe w lutym emisja netto może być bardzo niska przy planowanej podaży 4-8 mld zł na aukcji podstawowej i organizowanej w tym tygodniu jednej aukcji zamiany, co będzie wspierać rynek długu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

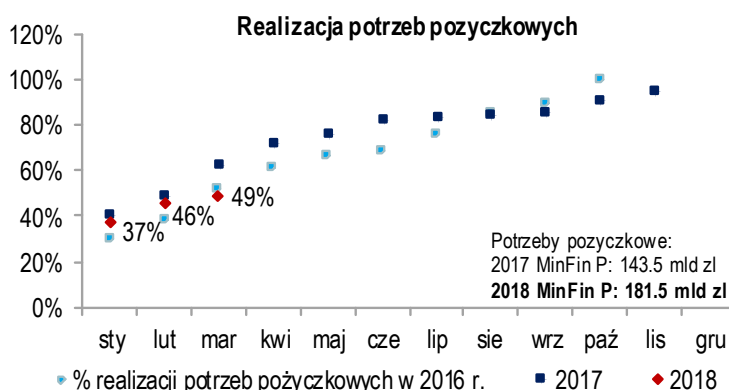
Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 18	4,18	3,37	4,75	1,24	1,50	0,00	1,70	0,65	2,75
I KW 19	4,09	3,12	4,65	1,31	1,50	0,00	1,72	0,85	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 16.03.2017 r., pozostałe prognozy z dnia 21.03.2017 r.

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

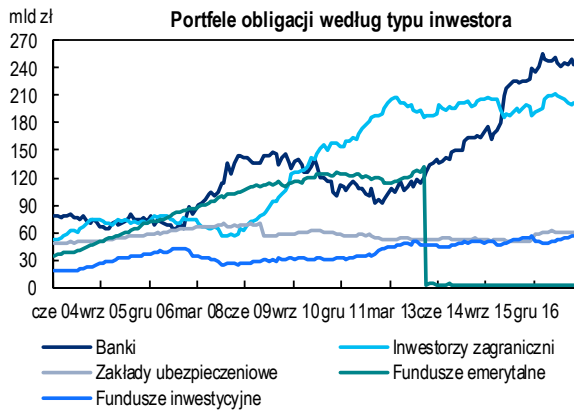
Wykres 1. Resort finansów zrealizował 49% potrzeb pożyczkowych, a po II kw. realizacja może wzrosnąć do 70-75%.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Tydzień w wykresach

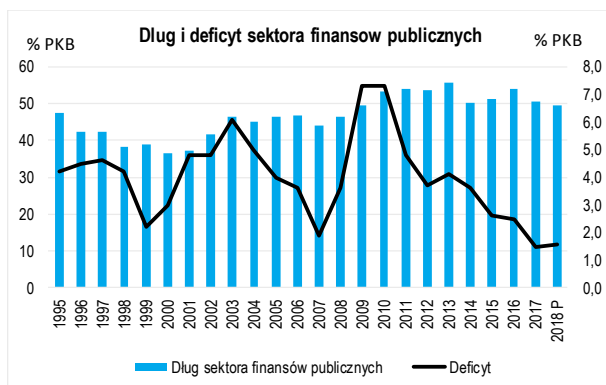
Wykres 2. Inwestorzy zagraniczni kupowali krajowe obligacje w lutym i marcu



- Inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje zaangażowanie w krajowe obligacje o ok. 900mln zł i według resortu finansów kupowali także obligacje w marcu, ale łącznie od końca ubiegłego roku ich zaangażowanie spadło o ponad 2 mld zł, przy wzroście długu ogółem o ok. 15 mld zł. Głównymi kupującymi od początku roku są krajowe banki, które zwiększyły swoje portfele obligacji o ok. 11,5 mld zł.
- Wśród inwestorów zagranicznych kupowały również banki (1,8 mld zł), a sprzedawały banki centralne i instytucje publiczne. W lutym zwiększyli swoje zaangażowanie inwestorzy ze Stanów Zjednoczonych (o ok. 1mld zł) i Norwegii (1,7 mld zł), a zmniejszali swoje portfele inwestorzy z Niemiec, Irlandii, Luksemburga, Zjednoczonych Emiratów i Hong Kongu.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

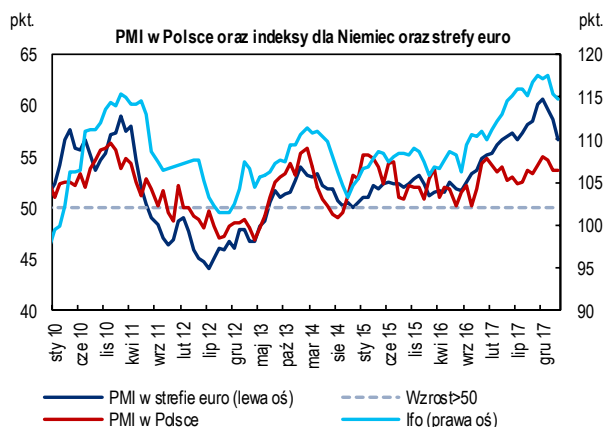
Wykres 3. Dług i deficyt fiskalny niższe od prognoz



- Deficyt sektora rządowego i samorządowego wyniósł w 2017 roku 1,5% PKB i był niższy od naszych prognoz (1,8%). Do pozytywnej niespodzianki przyczyniła się również rewizja w dół deficytu za 2016 rok - do poziomu 2,3% PKB.
- Dzięki niskiemu deficytowi oraz wysokiemu nominalnemu PKB dług sektora rządowego i samorządowego spadł do zaledwie 50,6% PKB.
- Naszym zdaniem przy utrzymaniu korzystnych tendencji w gospodarce deficyt może wynieść około 1,6% PKB, a dług publiczny ma szansę spaść poniżej 50% PKB w 2018 roku.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 4. Inflacja prawdopodobnie wzrosła w marcu, stabilizacja PMI



- Sądzymy, że w lutym - po zaskakująco sporym spadku do 1,4% - inflacja osiągnęła lokalne minimum i w najbliższych miesiącach oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji, w tym do 1,7% w marcu. Przyczyni się do tego m.in. wyższa dynamika cen żywności. Sądzymy, że wzrost cen konsumenckich przyspieszy w okolice celu inflacyjnego w połowie roku, po czym obniży się ponownie poniżej 2% na koniec roku.
- Indeks PMI utrzymał się w marcu na poziomie 53,7 pkt i był wyższy od konsensusu rynkowego na poziomie 53,1 i naszej prognozy 53,0. Na stabilizację indeksu złożył się wzrost indeksu produkcji przy spadku indeksu nowych zamówień. Wynik marcowy jest wciąż powyżej długoterminowej średniej na poziomie 50,6 i utrzymuje się powyżej 50 pkt (tj. w obszarze ekspansji) już 42 miesiąc z rzędu. Ponadto wzrósł także indeks zatrudnienia do najwyższego poziomu od kwietnia 2017 r., za to spadły indeksy cenowe.

Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
3 kwi WTOREK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	III	53,0	53,1	53,7
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	58,4	58,4
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	56,6	58,4
4 kwi ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja	% r/r	III	--	1,4	1,1
14:00	PL	Wstępny szacunek inflacji	% r/r	III	1,7	1,6	1,4
14:15	USA	Zatrudnienia ADP	tys.	III	--	205	235
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	II	--	1,7	1,4
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	III	59,1	59,0	59,5
5 kwi CZWARTEK							
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	III	--	55,0	55,0
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	--	2,2	2,3
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	II	--	-56,8	-56,6
6 kwi PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	--	0,3	-0,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	III	180,0	185	313
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	III	4,1	4,0	4,1
14:30	USA	Wynagrodzenia	% m/m	III	0,2	0,2	0,1

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	469	523	657	754
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 851	1 970	2 104	2 243
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 199	12 417	12 215	13 617	17 142	19 683
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	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,2	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,2	7,5	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,3	3,8	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,2	3,5
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	6,7	7,3	6,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,7	8,7	7,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,8	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,9	2,7
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)	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0	7,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,65	2,19
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	3,20	2,94
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,74	3,28	3,05
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,10	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,07	4,02
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,8	-3,8
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	107,0	103,0	111,0	120,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,5	-1,6	-2,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,6	0,1	-0,1	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,2	46,7	44,9

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

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.