

### CitiWeekly

#### Stabilny popyt inwestorów zagranicznych na obligacje

- Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa spadł w lipcu bardziej niż oczekiwano, sygnalizując możliwość dalszego spowolnienia gospodarczego w II połowie roku. Nauczeni doświadczeniami z 2014 roku staramy się nie przywiązywać nadmiernej wagi do jego wskazań. Wówczas, pomimo głębokiego spadku PMI, polska gospodarka wyraźnie przyspieszyła dzięki silnemu popytowi krajowemu. Ponadto, dzisiejsze dane wskazują na spadek nowych zamówień. Biorąc pod uwagę okres wakacyjny oraz Światowe Dni Młodzieży w Polsce (negatywne dla produkcji, pozytywne dla sprzedaży) trudno jednoznacznie interpretować dostępne dane.
- Po tym jak w dwóch pierwszych miesiącach roku inwestorzy zagraniczni ograniczali swoje nominalne zaangażowanie na krajowym rynku długu w kolejnych miesiącach ich portfele pozostały stabilne. W czerwcu inwestorzy zagraniczni powiększyli je netto o 4 mld zł, a ich udział w krajowym rynku długu wzrósł po raz pierwszy od października ubiegłego roku do 34,4%. Nabywcami były m.in. zagraniczne banki, ale przede wszystkim inwestorzy skupieni w tzw. kategorii rachunki zbiorcze, gdzie mogą być wliczane fundusze arbitrażowe. Wśród kupujących dominowali inwestorzy z Austrii, Japonii i Luksemburga. Według wypowiedzi przedstawicieli resortu finansów w lipcu najprawdopodobniej zaangażowanie inwestorów zagranicznych zmniejszyło się, ale głównie za sprawą dużej puli zapadalnych obligacji OK0716 (2,2 mld zł w posiadaniu zagranicy na koniec czerwca), jednak jednocześnie zwiększali oni swoje portfele obligacji średnio i długoterminowych.
- Po ubiegłotygodniowej udanej aukcji na której resort finansów sprzedał obligacje za ok. 8 mld zł MinFin zrealizował po lipcu 75% potrzeb pożyczkowych. Tempo realizacji potrzeb jest wolniejsze niż w ubiegłych latach, ale głównie ze względu na rekordowo wysoki poziom potrzeb w tym roku. Sądzymy, że tegoroczne potrzeby będą zrealizowane najprawdopodobniej dopiero w listopadzie przy średniej emisji na aukcji na poziomie ok. 7 mld zł.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

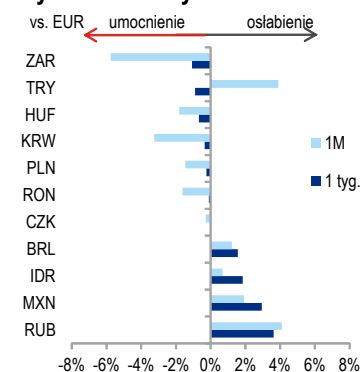
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

#### Wykres 1. Zmiany kursów walut



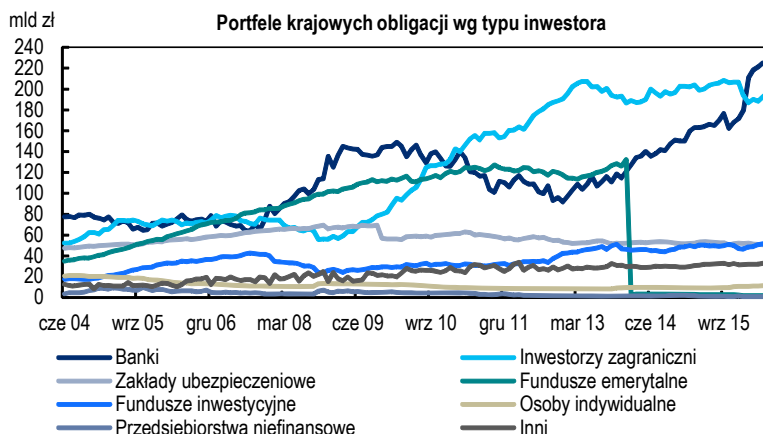
Według stanu na dzień 29.07.2016 r.  
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 16	4,43	4,03	5,03	1,10	1,50	-0,10	1,71	-0,10	1,60
III KW 17	4,26	3,67	4,73	1,16	1,50	-0,25	1,91	-0,15	1,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 27.06.2016 r., pozostałe prognozy z dn. 29.06.2016 r.

Wykres 2. Inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje portfele polskich krajowych obligacji w czerwcu



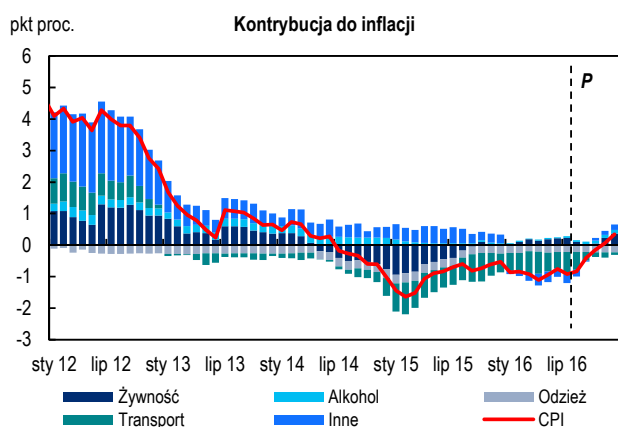
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

#### Spis treści

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

## Tydzień w wykresach

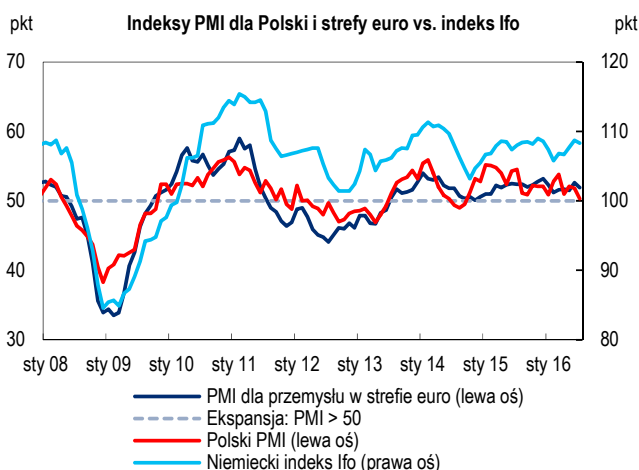
**Wykres 3. Inflacja wzrosła powyżej zera dopiero pod koniec roku**



- W lipcu ceny towarów i usług konsumpcyjnych spadły w Polsce o 0,9% r/r, a więc nieco bardziej niż w czerwcu. Dane były zgodne z naszymi prognozami i nieznacznie niższe od konsensusu.
- Na razie nie jest dostępne dokładne rozbięcie danych, jednak przypuszczamy, że za lipcowym wynikiem stał między innymi spadek cen paliw.
- Wciąż spodziewamy się, że inflacja pozostanie blisko obecnych poziomów przez 2-3 miesiące i zacznie stopniowo rosnąć do ok. 0,4% na koniec roku. W związku z oczekiwanym wzrostem inflacji i utrzymaniem wciąż wysokiego wzrostu gospodarczego nie zakładamy zmian stóp procentowych.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

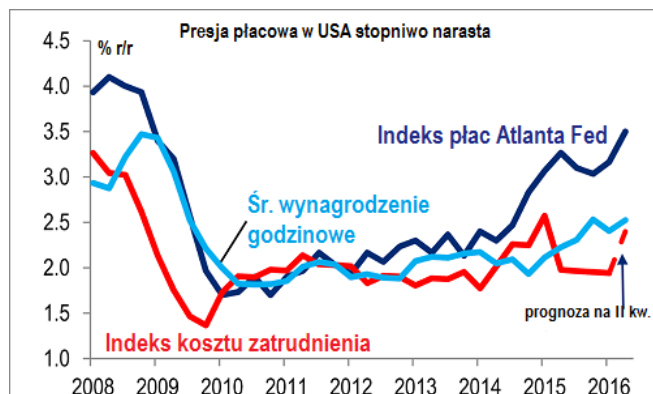
**Wykres 4. PMI spadł znacznie bardziej niż oczekiwano**



- Wskaźnik PMI, który ma za zadanie odzwierciedlać kondycję polskiego przemysłu przetwórczego, spadł w lipcu do poziomu 50,3 z 51,8 w czerwcu.
- Odnotowano stagnację produkcji, podczas gdy nowe zamówienia – w tym zamówienia eksportowe – spadły. Wciąż jeszcze utrzymywał się silny wzrost zatrudnienia.
- Naszym zdaniem wskazania PMI to zbyt mało aby oczekiwać spowolnienia w II połowie roku. Ten sam indeks błędnie sygnalizował głębsze spowolnienie w 2014 roku (po wprowadzeniu sankcji rosyjskich), choć ostatecznie wzrost w tym roku przyspieszył do 3,3% (z 1,3%).

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

**Wykres 5. Fed poczeka z decyzjami w sprawie podwyżek stóp przynajmniej do grudnia; Bank Japonii rozczarował**



- Zgodnie z oczekiwaniami Fed nie zmienił parametrów polityki pieniężnej na lipcowym posiedzeniu i poprawił ocenę sytuacji gospodarczej sygnalizując mniejsze obawy dla gospodarki m.in. ze strony Brexitu czy majowego spadku zatrudnienia. Nie oznacza to naszym zdaniem przybliżenia podwyżki stóp procentowych, która może nastąpić najwcześniej w grudniu. W tym tygodniu kluczowe dla perspektyw polityki pieniężnej w USA będą kolejne dane o zatrudnieniu.
- Bank Japonii rozczarował zwiększając jedynie program skupu ETF, a pozostawiając stopy procentowe i program skupu obligacji na niezmiennych poziomach. W tym tygodniu rynek skupi uwagę na ogłoszenie programu stymulacyjnego przez japoński rząd.

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

## Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>1 sie PONIEDZIAŁEK</b>							
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VII	--	53.0	53.2
<b>2 sie WTOREK</b>							
14:30	US	Wydatki konsumentów	%	VII	--	0.3	0.2
14:30	US	Dochody konsumentów	%	VI	--	0.3	0.4
<b>3 sie ŚRODA</b>							
09:55	GE	PMI dla usług	pkt	VII	54.6	54.6	54.6
10:00	EA	PMI dla usług	pkt	VII	52.7	52.7	52.7
11:00	EA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	0.2	0.0	0.4
14:30	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	VII	--	170	172
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VII	--	56.0	56.5
<b>4 sie CZWARTEK</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	265	266
16:00	US	Zamówienia w przemyśle	%	VI	--	-1.9	-1
<b>5 sie PIĄTEK</b>							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VI	1.0	0.5	0
14:30	USA	Zatrudnienia poza rolnictwem	tys.	VII	--	180.0	287
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VII	--	4.8	4.9

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	530	500	524	546	475	470	527	583
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1567	1629	1656	1719	1790	1844	1935	2040
PKB per capita (USD)	13740	12983	13615	14197	12371	12251	13771	15237
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7	8,2	7,6
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,2	3,2	2,7
Inwestycje (% r/r)	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	4,2	3,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8	3,9	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1	4,2	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	6,1	4,6	5,4
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	7,7	6,0	6,0
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,3	1,8	2,3
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,5	2,7
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,75	3,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,08	1,65	1,60	2,11	3,17
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,30	3,60	4,15
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,88	3,60	3,45
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,92	3,67	3,50
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,39	4,21	4,14
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,39	4,25	4,15
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-1,1	-4,9	-11,3	-14,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	-1,0	-2,1	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,4	-2,3	-8,7	-12,5
Eksport	184,2	181,0	198,1	210,4	190,8	200,5	214,9	226,1
Import	201,6	190,2	198,5	214,7	188,4	202,8	223,6	238,6
Saldo usług	7,3	8,0	10,1	11,4	10,9	11,9	13,1	14,2
Saldo dochodów	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,5	-13,3	-14,1	-14,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4	89,4	89,4
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,6	-2,5	-3,0	-2,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	-0,8	-1,4	-1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	47,9	49,1	49,4	49,6	49,3

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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 000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.*