

CitiWeekly

Niska podaż długu do końca roku

- Według szczegółów z opublikowanego ubiegłym tygodniu uzasadnienia do budżetu na 2018 r. deficyt budżetowy ma wynieść w tym roku ok 32,9 mld zł, tj. niemal połowę zaplanowanych w budżecie 60 mld zł i blisko naszego szacunku (30 mld zł), co wynika zarówno ze znacznie wyższych dochodów (o ok. 18 mld zł) jak i znacznie niższych wydatków. Jednocześnie potrzeby pożyczkowe w tym roku miałyby wynieść jedynie 143,1 mld zł, tj. ok. 10 mld zł mniej niż wcześniej zakładaliśmy, wobec 178,5 mld zł wstępnie planowanych na ten rok w budżecie.
- Potrzeby pożyczkowe zostały zrealizowane już w 82%, a do końca roku resort finansów musi jeszcze wyemitować dług o wartości 23,6 mld zł. Ponadto jak co roku resort finansów będzie chciał prefinansować część potrzeb przyszłorocznych, co faktycznie rozpoczęło się już w czerwcu na aukcji zamiany. W związku z tym, że na depozytach resortu finansów wciąż jest bardzo wysoka kwota (78,3 mld zł po lipcu), to resort finansów wciąż może sobie pozwolić na ograniczenie łącznej emisji. Po odwołaniu obydwu aukcji lipcowych resort finansów zrezygnował z aukcji podstawowej w sierpniu organizując jedynie przetarg zamiany i według najnowszego planu na wrzesień także przewidziana jest jedynie aukcja. Niska podaż długu powinna wspierać ceny obligacji w okresach podwyższonej zmienności rynkowej lub wyprzedaży obligacji przez inwestorów. Według najnowszych danych MF inwestorzy zagraniczni zmniejszyli swoje portfele obligacji krajowych w lipcu o 2,6 mld zł, choć wynikało to z zapadalności przy zmniejszeniu długu ogółem o 5,3 mld zł.
- Potrzeby pożyczkowe w 2018 r. będą znacznie wyższe i według aktualnych prognoz MF mają wynieść 181,7 mld zł przy deficycie sektora rządowego i samorządowego na poziomie 2,7%, co jest zbliżone do naszych założeń
- W tym tygodniu, po dwumiesięcznej przerwie, spotka się Rada Polityki Pieniężnej. Stopy zapewne pozostaną bez zmian, ale naszym zdaniem najciekawsze będzie to, czy członkowie RPP zdecydują się na zmianę tonu (dotychczas bardzo gołębic) komentarzy. Choć już 5 członków Rady zasugerowało, że wyobrażałoby sobie wyższy poziom stóp w 2018 r. to wciąż sądzimy, że uda się zbudować konsensus dla podwyżki dopiero w III kw. 2018 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

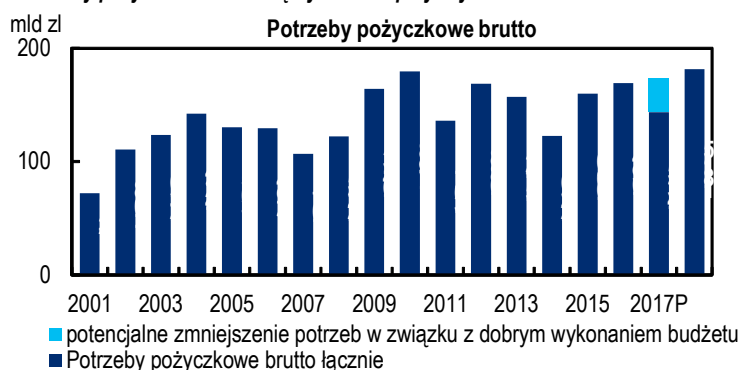
cezary.chrapek@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 17	4,25	3,54	4,57	1,20	1,50	0,00	1,73	0,35	2,05
III KW 18	4,14	3,42	4,50	1,21	2,00	0,00	2,45	0,60	2,73

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia, pozostałe prognozy z 19.07.2017.

Wykres 1. Potrzeby pożyczkowe wzrosną wyraźnie w przyszłym roku

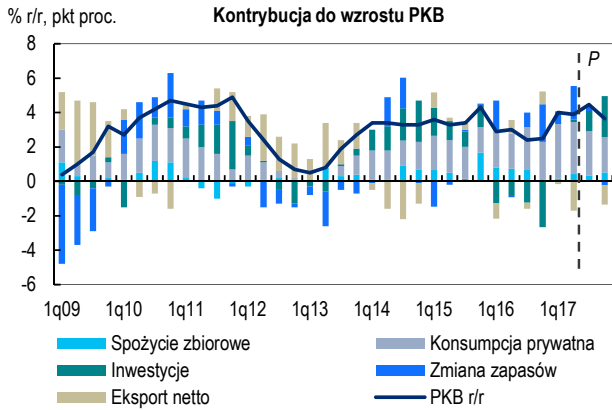


Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

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

Tydzień w wykresach

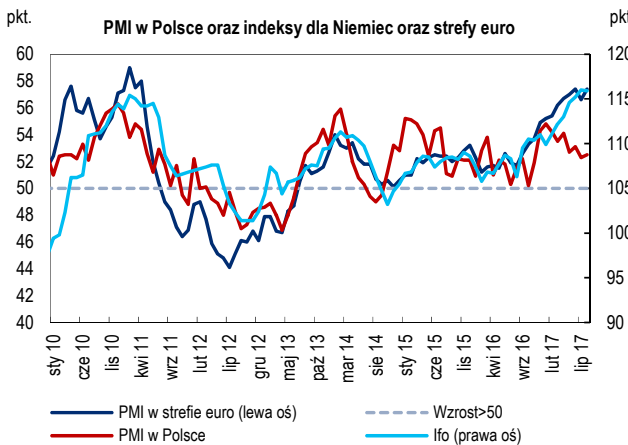
Wykres 2. Na mocny wzrost PKB w II kw. złożyło się dalsze ożywienie inwestycji i konsumpcji prywatnej



- Najnowsze dane GUS potwierdziły wstępny odczyt wzrostu gospodarczego w II kwartale na poziomie 3,9%, wobec 4% w I kw. i wobec wcześniejszych oczekiwań zakładających głębsze spowolnienie do 3,7%.
- Szczegółowe dane GUS pokazały, że na taki wynik złożyło się dalsze (choć mniejsze niż zakładaliśmy) przyspieszenie konsumpcji prywatnej do 4,9% z 4,7% i inwestycji do 0,8% z -0,4%. Wkład zmiany zapasów we wzrost był wyższy od naszych prognoz, a wkład handlu zagranicznego okazał się niższy.
- Po najnowszych danych szacujemy, że wzrost gospodarczy skorygowany o różnice w liczbie dni roboczych może w III kw. wynieść niemal 5% r/r.

Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

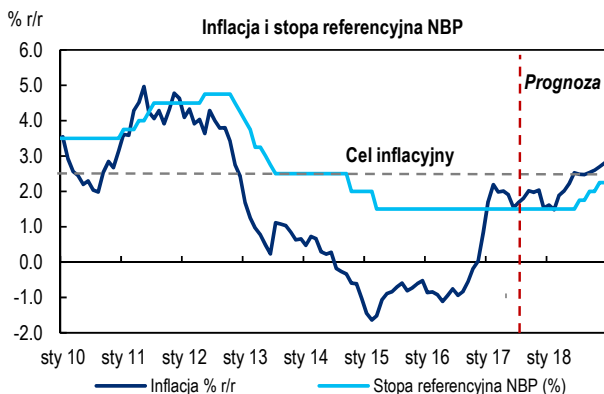
Wykres 3. PMI odreagował do 52,5, słabiej niż oczekiwano



- Indeks PMI wzrósł do 52,5 pkt z 52,3 pkt i zaskoczył w dół. Oczekiwaliśmy wyższego wzrostu indeksu do 53,2 pkt, biorąc pod uwagę zachowanie indeksów dla strefy euro i Niemiec. PMI zachował się także słabiej niż analogiczne indeksy dla Węgier i Czech. Mimo wzrostu PMI utrzymał się poniżej tegorocznej średniej.
- Szczegółowe rozbięcie danych pokazuje wzrost indeksu produkcji i nowych zamówień, w tym lepsze zachowanie zamówień krajowych. Jednocześnie indeks zatrudnienia obniżył się i był blisko najniższego poziomu od 34 miesięcy. Biorąc pod uwagę poziomy indeksów w strefie euro i Niemczech spodziewamy się cały czas mocnej aktywności gospodarczej w Polsce w kolejnych kwartałach i prawdopodobnie wyższych odczytów PMI.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 4. Inflacja wzrosła w sierpniu do 1,8%



- Według wstępnego szacunku GUS, inflacja wzrosła w sierpniu do 1,8% r/r z 1,7% w lipcu (nasza prognoza: 1,9%). Spodziewaliśmy się większego wzrostu inflacji za sprawą relatywnie wysokiej dynamiki cen żywności, ale przede wszystkim szybkiego wzrostu cen paliw. Szczegółowe rozbięcie danych o inflacji zostanie opublikowane 11 września.
- W kolejnych miesiącach oczekujemy utrzymania się inflacji blisko 2% i przejściowego spadku do ok. 1,5-1,6% na przełomie roku. Cały czas zakładamy wzrost inflacji powyżej celu inflacyjnego w II połowie roku, co naszym zdaniem przyczyni się do podwyżki stóp procentowych w 2018 r.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
4 wrz PONIEDZIAŁEK							
	USA	Dzień pracy					
5 wrz WTOREK							
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	VIII	54.9	55.4	54.9
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	-0.2	-0.1	0.5
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VII	--	-3.2	3.0
6 wrz ŚRODA							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VII	-0.7	0.1	1.0
14:00	PL	Decyzja w sprawie stóp procentowych	%	VIII	1.5	1.5	1.5
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VIII	56.7	55.4	53.9
7 wrz CZWARTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	0.6	--	-1.1
11:00	EUR	PKB	% r/r	II kw.	2.2	2.2	2.2
13:45	EUR	Decyzja w sprawie stóp procentowych	%	VIII	0.0	0.0	0.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	245	236
8 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Eksport	% m/m	VII	--	1.3	-2.8

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	520	548
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,962	2,075
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	13,569	14,345
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,8	6,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	4,0	3,2
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,2	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,9	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,5	3,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	6,2	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	7,5	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,4	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,3
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	13,9	2,4	4,5	7,6	7,4	5,0	6,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,63	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,50	4,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,74	3,75
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,78	3,78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,22	4,14
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-2,8	-5,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	0,3	-2,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	198,1	205,7
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	197,8	208,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,2	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,8

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 oraz 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. 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 komentarza 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.