

CitiWeekly

Niskie rentowności obligacji

- Choć Ministerstwo Finansów nie ma żadnych problemów z realizacją potrzeb pożyczkowych, wyniki aukcji długu w minionym tygodniu były stosunkowo słabe. Resort finansów sprzedał 4 mld zł obligacji przy popycie jedynie nieznacznie przekraczającym 5 mld zł i to w sytuacji, gdy inwestorzy otrzymali ok. 14 mld zł z tytułu zapadalnych pod koniec kwietnia obligacji oraz odsetek.
- Odływ kapitału w kwietniu potwierdzają informacje o zachowaniu inwestorów zagranicznych w kwietniu. Dane za marzec pokazały, że inwestorzy zagraniczni zwiększyli wielkość portfeli obligacji krajowych o 2,4 mld zł. W marcu do głównych kupujących należeli inwestorzy zagraniczni z Japonii (+ 2 mld zł), którzy są głównym inwestorem na krajowym rynku, a także inwestorzy z Wielkiej Brytanii, Irlandii, Hongkongu i ZEA. Tymczasem inwestorzy z Norwegii i USA ograniczali swoje pozycje. Jednak według wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów w kwietniu inwestorzy zagraniczni zmniejszyli swoje zaangażowanie na krajowym rynku długu, co prawdopodobnie może być związane z wykupem ich długu przez resort finansów, który nie został zrolowany, tj. przeznaczony na zakup kolejnych obligacji.
- W danych Ministerstwa Finansów widać od dłuższego czasu spadkowy trend zaangażowania inwestorów z USA w krajowym rynku długu, co może wynikać ze wzrostowego trendu rentowności obligacji długoterminowych w USA, które w ostatnim tygodniu przekroczyły 3% i zbliżyły się do rentowności 10-letnich polskich obligacji skarbowych.
- Choć RPP pozostaje gołębia i dane o wykonaniu budżetu bardzo dobre, a depozyty MF wysokie (ok. 60 mld zł), co umożliwi obniżanie podaży na aukcjach podstawowych to wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych, w tym szczególnie USA może obniżać popyt na polski dług, tym bardziej że jest on obecnie bardzo drogi. Resort finansów zrealizował do tej pory 55% potrzeb pożyczkowych, a po uwzględnieniu naszej prognozy znacznie niższego deficytu w tym roku stopień realizacji może przekraczać już 60%. Wysoki stan depozytów umożliwia ministerstwu ograniczanie podaży w tym do ok. 15 mld zł w II kw. wobec 15-25 mld zł we wstępnych planach MF, ale popyt bez korekty w rentownościach może pozostać niższy.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 18	4,14	3,34	4,81	1,24	1,50	0,00	1,70	0,60	2,60
II KW 19	4,08	3,09	4,64	1,32	1,50	0,00	1,81	0,85	2,75

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 18.04.2017 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

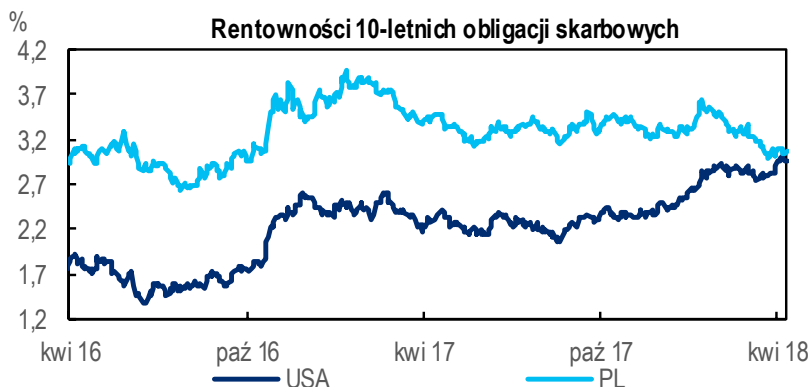
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

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

Wykres 1. Rentowności 10-letnich obligacji w Polsce i USA niemal się zrównały.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Tydzień w wykresach

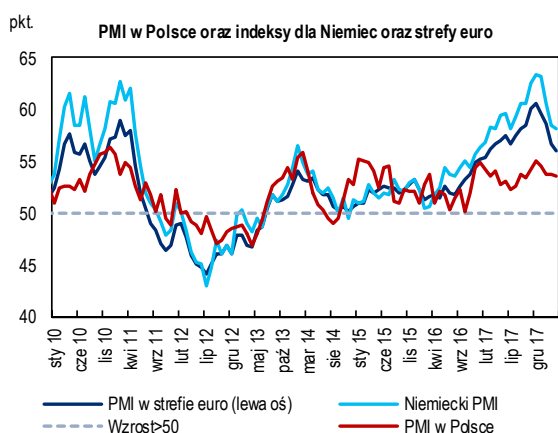
Wykres 2. EBC nie obawia się słabszych danych, ale euro słabnie



- EBC utrzymał parametry polityki pieniężnej na niezmiennych poziomach. Duża część uczestników rynku oczekiwała na reakcję EBC na publikowane ostatnio słabsze dane z gospodarki. Jednak M. Draghi przemawiał w stosunkowo uspokajającym tonie sugerując, że nie obawia się spowolnienia i jest ono przejściowe i choć wzrost może być nieco bardziej umiarkowany to pozostanie solidny co będzie wspierać zaufanie.
- Oczekujemy zakończenia programu skupu aktywów w tym roku, podwyżki stopy depozytowej EBC w połowie a stopy referencyjnej pod koniec 2019 r.
- Mimo uspokajającej retoryki EBC euro dalej traciło na wartości do dolara. Taki ruch może być kontynuowany w najbliższym czasie, ale w kolejnych miesiącach oczekujemy powrotu silniejszego euro.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

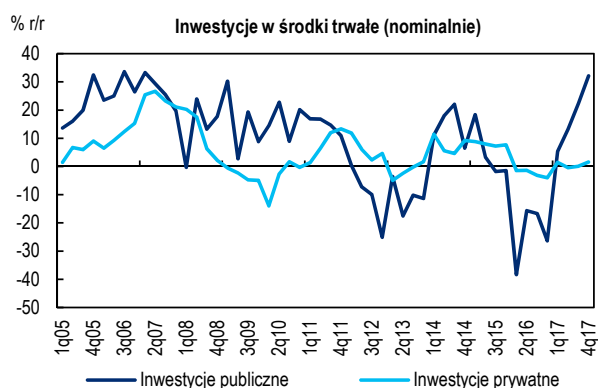
Wykres 3. Słabsze indeksy koniunktury



- Oczekujemy niewielkiego spadku indeksu PMI dla przemysłu w kwietniu do 53,5 z 53,7 w marcu. Za niewielkim pogorszeniem wskaźnika przemawiają spadki analogicznych indeksów PMI dla strefy euro oraz Niemiec oraz spadku niemieckiego indeksu Ifo.
- Spadek odnotował między innymi wskaźnik wyprzedzający koniunktury BIEC, który rozczarował drugi miesiąc z rzędu. Takie zachowanie indeksu może odzwierciedlać słabszą koniunkturę u głównych partnerów handlowych.
- Naszym zdaniem szczyt koniunktury jest już za nami i spodziewamy się wolniejszego wzrostu w kolejnych kwartałach, ale wzrost PKB utrzyma się naszym zdaniem powyżej 4% w 2018 r. Na rewizję swoich prognoz do podobnych poziomów na bieżący rok zdecydował się ostatnio Bank Światowy oraz MFW.

Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 4. W tym tygodniu pierwsze szacunki budżetu UE na kolejną perspektywę 2021-2027



- Zaktualizowane przez GUS dane o PKB pokazują, że szczyt koniunktury został jednak osiągnięty w III kw. (5,1%) a IV kw. przyniósł już lekkie spowolnienie (do 4,9%). GUS wyraźnie zrewidował w dół dynamikę inwestycji w IV kw. do 5,4% z ponad 11% i do 3,4% w całym 2017 r. Szczegółowe dane sugerują, że za przyspieszenie inwestycji w IV kw. odpowiedzialny był przede wszystkim sektor publiczny, podczas gdy dynamika inwestycji w znacznie większym sektorze prywatnym była niewielka.
- Według najnowszych doniesień prasowych budżet unijny dla Polski na lata 2017-2021 na politykę spójności miałby być o ok. 8 mld EUR mniejszy niż w aktualnej perspektywie. W tym tygodniu Komisja Europejska ma przedstawić wstępny zarys planu na kolejną 7-letnią perspektywę.

Źródło: GUS, Eurostat, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
30 kwi PONIEDZIAŁEK							
03:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	51,3	51,5
03:00	CN	PMI dla usług	pkt	III	--	55,1	54,6
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	III	0,0	0,4	0,4
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	III	0,3	0,4	0,2
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	III	--	58,0	57,4
14:30	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	III	--	0,5	3,1
1 maj WTOREK							
	EUR, PL	Dzień pracy					
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IV	--	58,4	59,3
2 maj ŚRODA							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	IV	53,5	53,7	53,7
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	IV	--	58,1	58,4
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji	% r/r	IV	1,5	--	1,3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	IV	56,0	56,0	56,6
11:00	EUR	PKB	% kw/kw	I kw.	0,3	0,5	0,7
14:30	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	IV	--	193,0	233
20:00	USA	Decyzja Fed	%	IV	1,75	1,75	1,75
3 maj CZWARTEK							
	PL	Dzień Konstytucji 3-go maja					
	EUR	Prezentacja Komisje Europejskiej wstępnej propozycji budżetu UE na lata 2021-2027					
11:00	EUR	Inflacja	% r/r	IV	1,3	1,4	1,3
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	III	-48,7	-55,6	-57,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	IV	215,0	--	--
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IV	56,5	58,0	58,8
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	III	--	1,3	1,2
4 maj PIĄTEK							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	IV	--	54,1	54,1
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	IV	55,0	55,0	55,0
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	1,0	0,4	0,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IV	168,0	185,0	103,0
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IV	4,0	4,0	4,1
14:30	USA	Płace	% m/m	IV	0,2	0,2	0,3

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, pieniądz i kredyty								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,5	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,6
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	3,21	2,96
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,74	3,33	3,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,17	4,10	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,15	4,08
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 tożsamy 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 000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.