

CitiWeekly

Wyprzedaż obligacji przez inwestorów zagranicznych

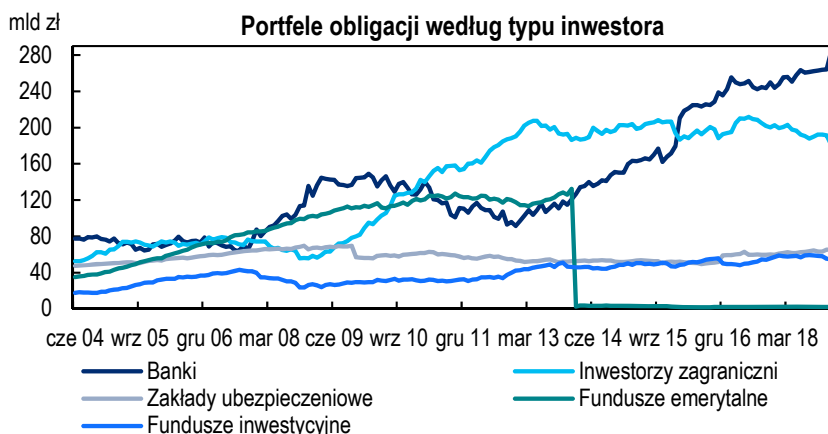
- W styczniu zagraniczni inwestorzy zredukowali swoje portfele krajowych obligacji skarbowych o ok. 10 mld zł. Była to historycznie druga największa miesięczna redukcja zaangażowania zagranicznych inwestorów na rynku krajowych papierów od 2004 r., tj. w okresie dla którego dostępne są dane. Z drugiej strony w przeciwieństwie do stycznia 2016 r., kiedy zanotowano największy odpływ (-13 mld zł) i większość wynikała z dużych zapadalności (ok. 8 mld zł) bez ich reinwestycji, w styczniu tego roku spadek zaangażowania zagranicznych inwestorów wynikał z bezpośredniej sprzedaży na rynku. W tym roku obligacje sprzedawały azjatyckie banki centralne, podczas gdy w styczniu 2016 r. swoich pozycji nie przedłużały zagraniczne fundusze inwestycyjne. W ostatnich czterech latach azjatyckie banki centralne były głównym kupującym krajowy dług (+22 mld zł) wśród inwestorów zagranicznych, wobec ograniczania w tym okresie pozycji przez zagraniczne fundusze inwestycyjne (-46 mld zł).
- Głównymi kupującymi obligacje skarbowe w styczniu były krajowe banki (+19 mld zł) oraz banki zagraniczne (+2,1 mld zł). Taka sytuacja okazała się zgodna z naszą opinią prezentowaną jeszcze pod koniec ubiegłego roku, która zakładała ograniczanie portfeli przez inwestorów zagranicznych w tym roku, choć nie zakładaliśmy, że nastąpi to tak szybko i w takiej skali. Jednocześnie zakładaliśmy, że krajowe banki pozostaną głównym kupującym krajowy dług wobec zwiększonej emisji. Dane Ministerstwa Finansów mogły zwiększyć presję na dług i wzrost rentowności w ubiegłym tygodniu, do którego przyczynił się także pakiet fiskalny ogłoszony przez rząd o szacowanym koszcie ok. 20 mld zł w tym roku (ok. 0,9% PKB) przy nawet dwukrotnie większej kwocie szacowanej na 2020 r.
- Ministerstwo sfinansowało już ponad 50% potrzeb pożyczkowych planowanych na ten rok na poziomie ok. 163 mld zł. Ponadto resort finansów ma odłożone ok. 50 mld zł na depozytach, co daje pole manewru przy kolejnych emisjach. Niemniej jednak oczekujemy, że rentowności obligacji będą wyższe na koniec roku wobec zwiększonej emisji krajowej oraz wyższej inflacji i rentowności na bazowych rynkach długu pod koniec roku.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 19	4,29	3,76	4,88	1,14	1,50	-0,40	1,72	0,10	2,85
I KW 20	4,23	3,47	4,81	1,22	1,50	0,00	1,72	0,70	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 20.02.2019 r.

Wykres 3. Zagraniczni inwestorzy sprzedali ok. 10 mld zł obligacji krajowych styczniu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

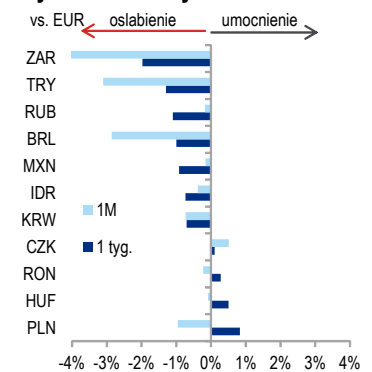
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

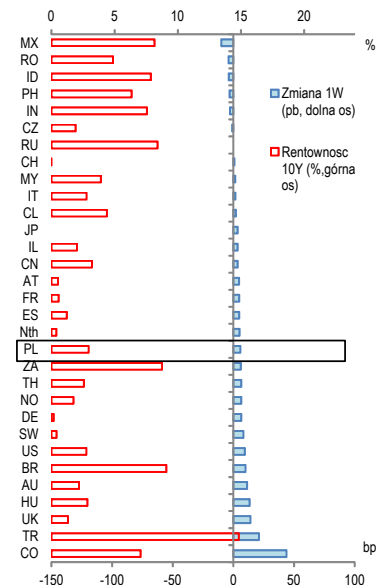
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



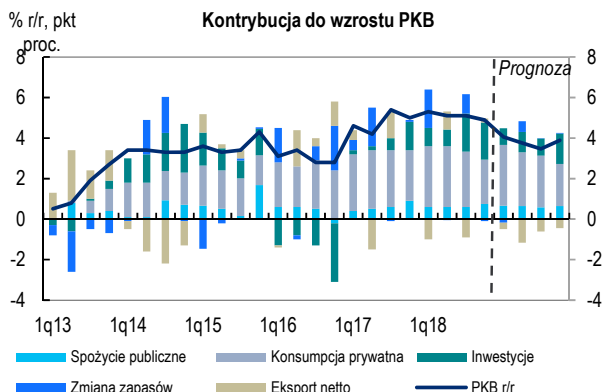
Według stanu na dzień 1.3.2019 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

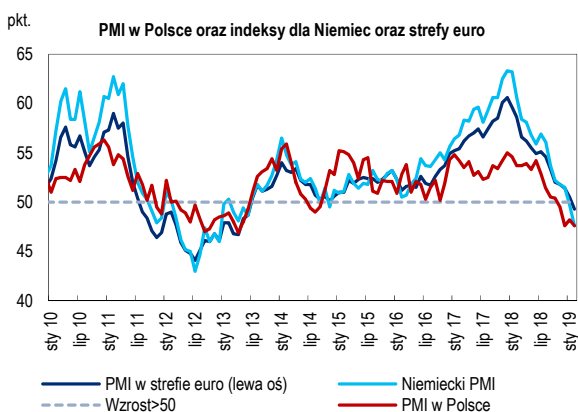
Wykres 4. PKB spowolnił w IV kw. do 4,9% choć przy lepszej od oczekiwań konsumpcji i inwestycjach



- GUS potwierdził, że PKB spowolnił w IV kw. do 4,9% z 5,1%. Szczegółowe rozbięcie danych pokazało, że na taki wynik złożyły się mniejsze niż oczekiwaliśmy na podstawie danych za cały rok spowolnienie konsumpcji prywatnej (do 4,3% z 4,5%) i inwestycji do 6,7% (z 9,9%). Jednocześnie kontrybucja eksportu netto wzrosła do +0,2 pkt. proc. z -0,9 pkt.
- Nasze szacunki wskazują na utrzymanie wzrostu powyżej potencjału w 2019 r., co będzie prowadzić do rozszerzania się luki popytowej. Oczekujemy, że wzrost PKB będzie wparty przez pakiet fiskalny i spowolni jedynie do ok. 4-4,2% w tym roku, a motorem wzrostu - mimo zakładanego spowolnienia - pozostanie popyt krajowy, w tym szczególnie konsumpcja.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

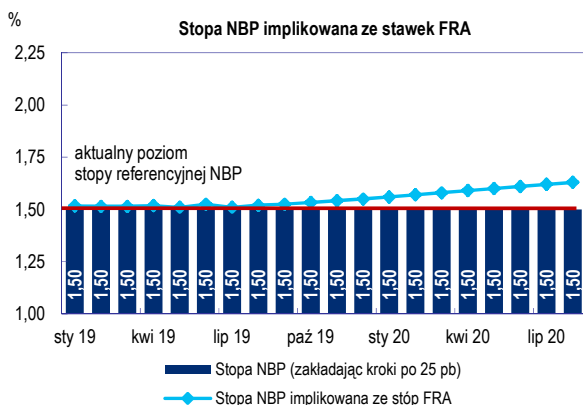
Wykres 5. PMI zaskoczył w dół, ale sądzimy, że skala spowolnienia gospodarczego będzie umiarkowana



- PMI obniżył się w lutym do 47,6 pkt z 48,2 w styczniu, co jest najniższym odczytem od niemal 6 lat. Za spadek PMI odpowiadał głównie słabszy indeks produkcji, który był na najniższym od 10 lat poziomie, co z kolei wynikało ze spadku liczby nowych zamówień eksportowych. Spadek popytu m.in. z Niemiec doprowadził do najszybszego od 20 lat tempa przyrostu zapasów. W rezultacie zatrudnienie spadło czwarty raz w ciągu pięciu miesięcy i osłabiła presja kosztowa mimo osłabienia PLN.
- Sądzimy, że indeks PMI nie odziedziczył w pełni sytuacji w gospodarce i przeszacowuje skalę spowolnienia też w samym przetwórstwie. Inne wskaźniki nastrojów sygnalizują, że skala osłabienia jest mniejsza. Twarde dane z gospodarki sugerują spowolnienie w umiarkowanej skali.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Poznamy nową projekcją PKB i inflacji, a RPP prawdopodobnie pozostanie gołębia



- Na śródownym posiedzeniu oczekujemy pozostawienia stóp procentowych bez zmian oraz utrzymania gołębiego tonu przez RPP.
- Rada zapozna się z wynikami nowego Raportu o inflacji. Sądzimy, że prognoza PKB na 2019 r. zostanie podwyższona, choć nie będzie jeszcze uwzględniać pakietu fiskalnego proponowanego przez rząd (szacowany koszt w 2019 r. ok. 0,9% PKB i wyraźnie więcej w 2020 r.). Zatem ryzyko dla prognoz PKB będzie w górę. Z kolei prognoza inflacji będzie prawdopodobnie obniżona, m.in. w związku z brakiem podwyżek cen energii. Ostatnie komentarze członków Rady sugerują, że członkowie Rady mogą nie wierzyć w przełożenie pakietu fiskalnego na inflację i stopy procentowe.
- Sądzimy, że RPP pozostanie gołębia w tym roku i biorąc pod uwagę jej funkcję reakcji uważamy, że Rada nie zmieni stóp do końca kadencji tj. 2022 r.

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
05 Mar WTOREK							
02:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	II	--	--	53,6
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	II	--	55,1	53
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	II	52,3	52,3	51,2
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	1,0	1,0	-1,6
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	XII	0,623	0,59	0,66
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	II	58,4	57,2	56,7
06 Mar ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	III	1,5	1,5	1,5
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	II	--	190	213
14:30	USA	Bilans handlowy	mln	XII	-57,9	-57	-49,3
20:00	USA	Beżowa Księga					
07 Mar CZWARTEK							
11:00	EUR	PKB	% r/r	IV kw	1,2	1,2	1,6
13:45	EUR	Decyzja ECB	%	III	0	0	0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	225	225
08 Mar PIĄTEK							
03:00	CN	Eksport	% r/r	II	--	-4,5	9,1
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	I	0,4	0,4	-1,6
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	II	--	--	2,7
	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	II	3,8	3,9	4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II	185	185	304
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln m/m	I	1,289	1,194	1,08
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	mln	I	1,204	1,289	1,33

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	477	471	526	585	612	702
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.799	1.858	1.982	2.111	2.237	2.364
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.415	12.271	13.696	15.236	15.973	18.320
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,6	6,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)*	1,6	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	4,2	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,3	5,4	6,9
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,5	4,3	4,1	3,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,5	4,2	3,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,6	4,4	5,2
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	5,8	5,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,0	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,4	2,4
Place nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	4,1	5,9	7,1	7,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,5	7,6	7,4	4,9	3,4	7,0	7,9	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	3,05	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,56	3,26
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,68	3,40
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,24	4,20
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,27	4,22
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-7,4	-8,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,2	-1,2
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-5,6	-12,3	-15,4
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	252,6	266,3	303,5
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	258,2	278,6	318,9
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,9	34,6
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,3	-25,9
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,4	-0,9	-1,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,1	0,6	0,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,4	44,5	43,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. *prognoza PKB zrewidowana o plan fiskalny rządu do 4,2% z 3,8%, prognozy konsumpcji prywatnej i inwestycji oraz sald fiskalnych nie zostały jeszcze zaktualizowane i odpowiadają prognozie PKB 3,8%.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

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 otrzymaniem 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. Jakikolwiek 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 tożsamych 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 jakikolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedzialności 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.