

CitiWeekly

Mniejsze emisje niż można było oczekiwać

- Podaż obligacji skarbowych może być w tym roku mniejsza niż się obawiano jeszcze 2-3 miesiące wcześniej. Ministerstwo Finansów opublikowało w minionym tygodniu plan podaży obligacji skarbowych na III kwartał, który zakłada stosunkowo niewielką skalę podaży, tj. jedynie 5-12 mld zł na dwóch aukcjach podstawowych (w tym 3-6 mld zł w lipcu) oraz przewiduje 3-4 aukcje zamiary. Szacujemy, że do końca roku resort finansów może wyemitować jeszcze ok. 50 mld zł obligacji, z czego mniej niż połowa może mieć miejsce w ramach aukcji zamiary. Biorąc pod uwagę dotychczasowe emisje oraz znaczną kwotę zdeponowaną na rachunkach (ok. 107 mld zł na koniec czerwca) przypuszczamy, że Ministerstwo Finansów może w kolejnych miesiącach ograniczyć emisje bonów skarbowych. Naszym zdaniem średnio na aukcję resort może emitować ok. 5 mld zł, a znaczna część dodatkowych tegorocznych emisji może być przeznaczona na finansowanie przyszłorocznych potrzeb.
- Potrzeby pożyczkowe mogą być niższe niż dotychczas zakładaliśmy (270 mld zł) i mogą być częściowo sfinansowane przez emisje BGK. W Aktualizacji Programu Konwergencji zapisano, że Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 na rzecz którego emisji dokonuje BGK ma finansować zadania określone w ramach Tarczy Antykryzysowej. W związku z brakiem jego planu finansowego w prognozie AKP oraz w odpowiednich ustawach zapisano, że te zadania będą finansowały inne podmioty sektora instytucji rządowych i samorządowych, w tym budżet państwa. Biorąc pod uwagę, że BGK planuje wyemitować na rzecz Funduszu łącznie ok. 100 mld zł, można zakładać, że taka kwota zastąpi emisje obligacji skarbowych. Duże znaczenie emisji ze strony instytucji pozarządowych oznacza, że w tym roku, dla oceny ekspansywności polityki fiskalnej, większe znaczenie niż zazwyczaj ma ocena wydatków całego sektora rządowego i samorządowego, a nie tylko sektora „centralnego”.
- Głównym nabywcą obligacji emitowanych przez Skarb Państwa, BGK i PFR był w ostatnich miesiącach bank centralny. Swoje portfele obligacji zwiększyły banki krajowe, a inwestorzy zagraniczni po znacznej wyprzedży obligacji krajowych w kwietniu, w maju zwiększyli swoje portfele. Przypuszczamy, że krajowe instytucje – przede wszystkim banki oraz NBP - będą wciąż zapewniać stabilne finansowanie potrzeb pożyczkowych w kolejnych miesiącach.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 20	4,46	3,88	4,89	1,15	0,10	-0,50	-0,40	0,98
III IKW 21	4,39	3,72	5,05	1,18	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 10.06. pozostałe prognozy z 25.06.2020 r.

Wykres 1. Ministerstwo Finansów wyemituje mniej długu niż wcześniej można było oczekiwać

mld zł	Emisja obligacji		gwarantowane przez Skarb Państwa	
	skarbowe	skarbowe	BGK	PFR
Łącznie	150	12.2	100	100
YTD	98.6	17.7	55.0	62.0
oczekiwana emisja do końca roku	51.0	-5.6	45.0	38.0

Źródło: Ministerstwo Finansów, BGK, PFR, PAP, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

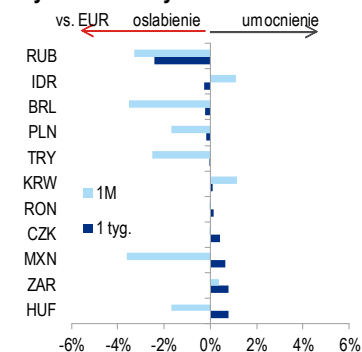
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

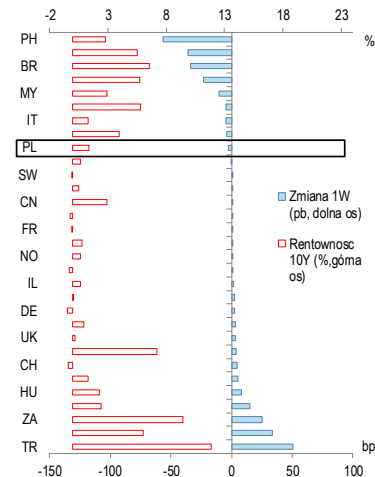
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 03.07.2020 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 03.07.2020 r.

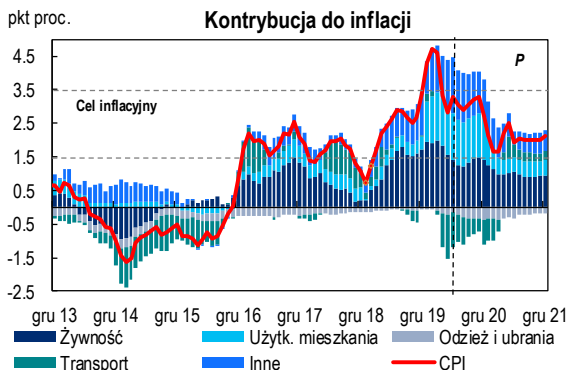
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Tygodniowy Monitor Aktywności	3
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

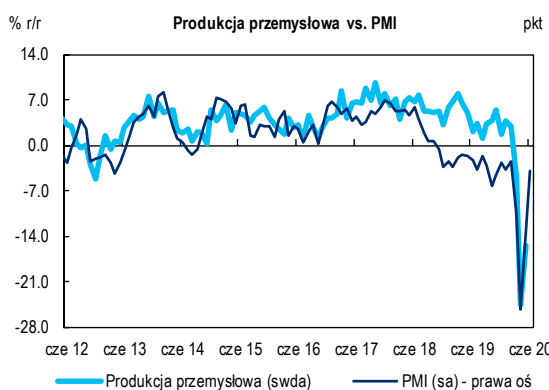
Wykres 4. Inflacja nieoczekiwanie mocno wzrosła w związku z czynnikami epidemicznymi



- Inflacja zaskoczyła w górę, rosnąc w czerwcu do 3,3% r/r z 2,9% i znacznie przekraczając rynkowe oczekiwania (2,7-2,8%). Częstkowe dane na temat struktury indeksu CPI sugerują, że niespodzianka wynikała przede wszystkim ze wzrostu inflacji netto do ponad 4%. Prawdopodobnie odzwierciedla to wzrost marż, m.in. sektora usług, gdyż firmy próbują przenieść na klientów część kosztów związanych z pandemią.
- Odczyt inflacji za czerwiec sprawia, że jesteśmy obecnie nieco bardziej ostrożni w ocenie trendów inflacyjnych. Wciąż spodziewamy się spadku indeksu CPI w kolejnych miesiącach, jednak ze względu na jednorazowe dostosowanie cen po pandemii, spadek będzie następował z wyższego niż dotychczas zakładaliśmy poziomu. W rezultacie do końca roku inflacja – pomimo spodziewanego znacznego spadku - może wciąż utrzymywać się powyżej celu banku centralnego (2,5%).

Źródło: GUS, Citi Handlowy

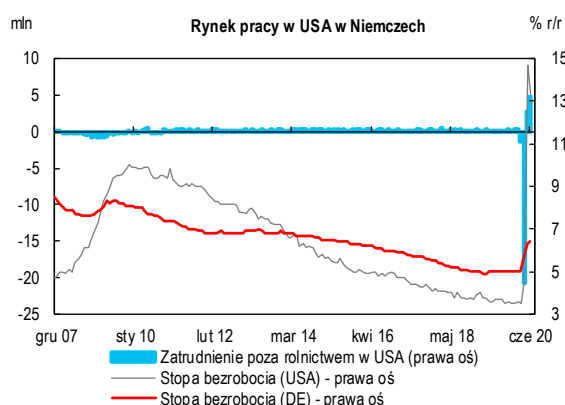
Wykres 5. Duży wzrost PMI zgodny z innymi wskaźnikami nastrojów



- Indeks PMI wzrósł w czerwcu do 47,2 z 40,6 w maju. Większe od oczekiwań odbicie wynikało ze wzrostu większości komponentów, jednak wciąż pozostawały one na poziomach wskazujących na niski stopień aktywności w przemyśle.
- Choć indeks PMI nie jest idealnym wskaźnikiem wyprzedzającym dla zmian PKB to jego odbicie jest w zgodzie z innymi wskaźnikami koniunktury i danymi o wysokiej częstotliwości (produkcja prądu, ruch ciężarówek na drogach, rosnąca mobilność) oraz informacjami o stopniowym otwieraniu fabryk.
- Dane o PMI są zgodne z naszym scenariuszem bazowym, który zakłada spadek PKB w tym roku o 4% r/r i odbicie w przyszłym roku o 4,7%.

Źródło: GUS, Reuters,, Citi Handlowy

Wykres 6. Kolejne mocne dane z USA potwierdzają szybkie odbicie aktywności

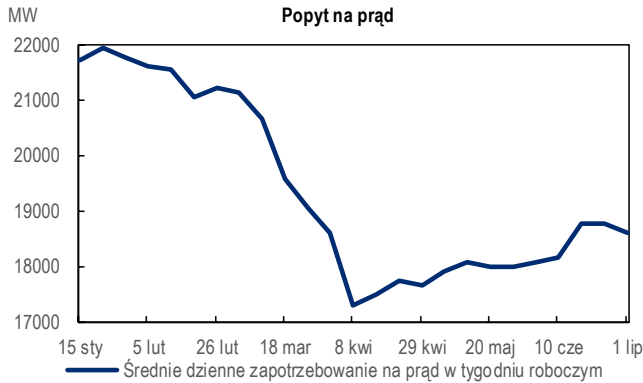


- Zatrudnienie poza rolnictwem USA wzrosło w czerwcu o 4,8 mln, znacznie przekraczając oczekiwania rynkowe. Wraz z danymi o sprzedaży i ISM, publikacja ta wpisuje się w scenariusz relatywnie szybkiego odreagowania amerykańskiej gospodarki. Dane te obejmują głównie okres sprzed ostatniej fali wzrostu zachorowań w USA.
- W Europie dane z rynku pracy zaskakują mniejszym przyrostem stopy bezrobocia niż zakładano. Choć sam poziom bezrobocia nie oddaje w pełni sytuacji na rynku pracy, to pozytywnym sygnałem jest spadek liczby osób korzystających z wsparcia rządowego.
- W najbliższym czasie w centrum uwagi może być program fiskalny „Fazy 4” w USA, który może wynieść 0,5-1 bln \$. W tle utrzymuje się napięcie USA-Chiny.

Źródło: Haver, Reuters, Citi Handlowy

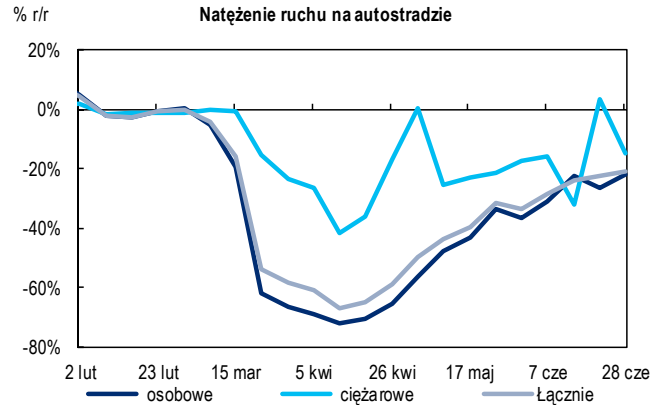
Tygodniowy Monitor Aktywności

Wykres 7. Popyt na prąd nieznacznie się obniżył w II połowie czerwca, ale wciąż spada w ujęciu rocznym o 5-10%



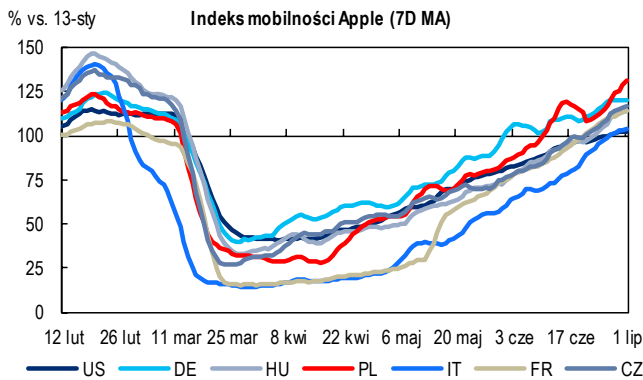
Źródło: PSE, Citi Handlowy, *po eliminacji weekendów i dni świątecznych

Wykres 8. Wzrost natężenia ruchu aut ciężarowych w drugiej połowie czerwca



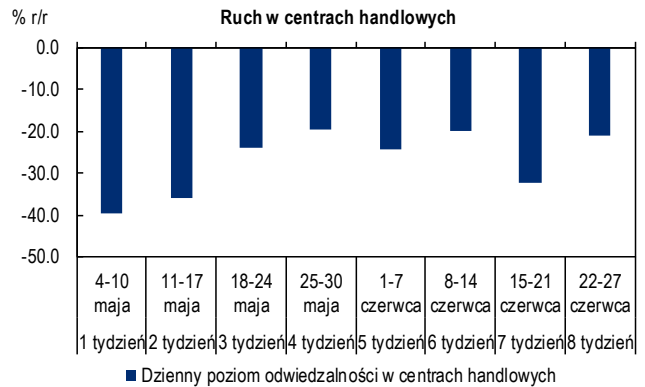
Źródło: Stalexport, Citi Handlowy, *dane dla fragmentu autostrady A4 zarządzanej przez Stalexport

Wykres 9. Mobilność według Apple rośnie, szczególnie w Polsce



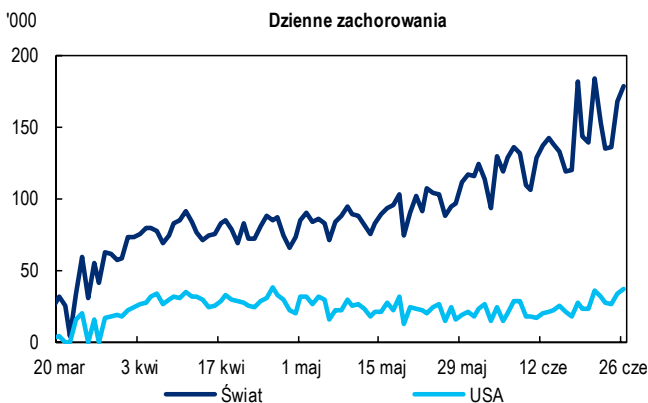
Źródło: Apple, Citi Handlowy

Wykres 10. Ruch w centrach handlowych przestał rosnąć



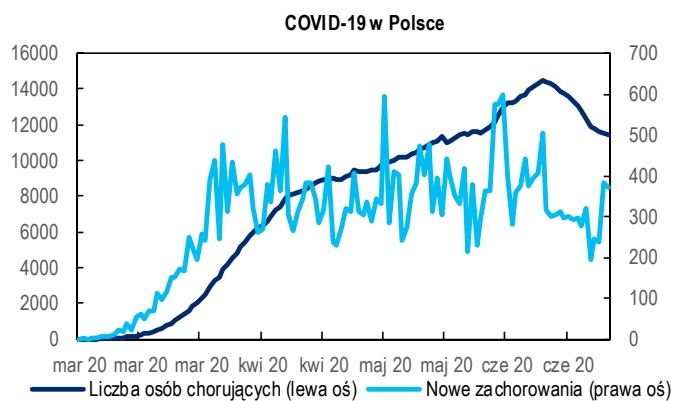
Źródło: PRCH, Citi Handlowy, *dane z 90 centrów i parków handlowych w Polsce, których łączna powierzchnia najmu wynosi 3,2 mln m kw., co stanowi reprezentację 26 proc. całości rynku, numer tygodnia od momentu otwarcia galerii

Wykres 11. Liczba nowych zachorowań na świecie i w USA osiągnęła rekordowe poziomy



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. Całkowita liczba chorujących stopniowo się obniża



Źródło: worldometer.info, Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
6 lip PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	V	42.9	15.4	-25.8
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	19.0	15.0	-11.7
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	VI	--	--	46.7
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VI	50.8	50	45.4
7 lip WTOREK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	26.5	10.5	-17.9
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	--	-22.4	-33.7
8 lip ŚRODA							
09:00	HU	Inflacja CPI	%	VI	2.9	3.0	2.2
9 lip CZWARTEK							
03:30	CN	Inflacja	%	VI	--	2.5	2.4
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	1350	--	1427
10 lip PIĄTEK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	%	VI	--	2.9	2.9

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	570	646
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,720	1,800	1,861	1,989	2,116	2,265	2,249	2,418
PKB per capita (USD)	14,200	12,421	12,288	13,734	15,262	15,354	14,883	16,861
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	9,0	8,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-4,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-13,1	16,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-2,1	4,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,2	6,1
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-7,9	5,3
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-9,1	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,2	1,9
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,1	1,7
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	3,0	3,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	6,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
WIBOR3M. (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,29	0,31
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,03	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	3,86	3,67
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,95	3,76
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,44	4,37
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,43	4,40
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-5,9	2,8	17,3	17,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,5	3,0	2,7
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	15,1	13,3
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	225,9	249,5
Import	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	255,1	210,8	236,2
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	21,7	26,3
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,1	-16,7	-19,4
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-8,3	-7,6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-7,2	-6,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	43,8	54,3	57,0

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, 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 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.