

## CitiWeekly

### Realizacja potrzeb pożyczkowych szybsza niż oczekiwano

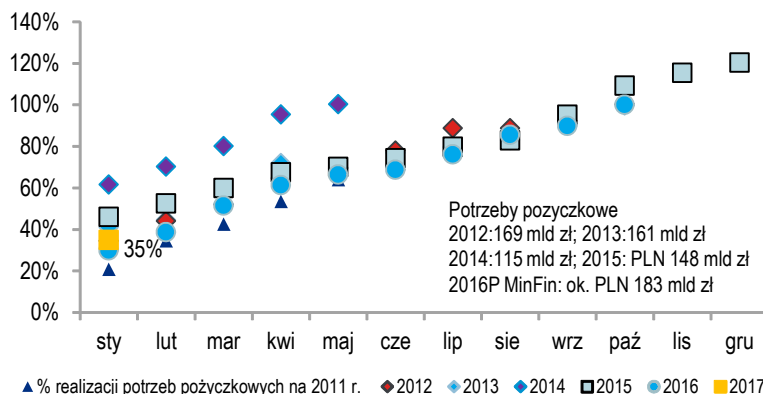
- Po ubiegłotygodniowej aukcji Ministerstwo Finansów zrealizowało już aż 35% potrzeb pożyczkowych. Na aukcji w poprzedni poniedziałek resort finansów sprzedał obligacje za niemal 12 mld zł. Duża podaż była częściowo związana z wysokimi zapadalnościami pod koniec stycznia (12,4 mld zł), jednak wielkość sprzedaży ostatecznie przekroczyła wyraźnie górną granicę podanego przedziału 6-9 mld zł. Podobnie jak na pierwszej aukcji w tym roku została zorganizowana aukcja dodatkowa, na której popyt również był wysoki.
- Wyniki tegorocznych aukcji świadczą o wysokim popycie ze strony inwestorów na krajowy dług. Wskaźnik popytu-do-sprzedaży dla całej aukcji wyniósł 2,15 wobec 2,58 na pierwszej aukcji 5-go stycznia, co wyraźnie przekracza najwyższy poziom wskaźnika z 2016 r. (2,08 odnotowane na aukcji w maju) oraz średnią z ub.r. 1,60. Najwyższa relacja popytu-do-sprzedaży były odnotowana dla obligacji 2-letnich i zmiennokuponowych, w tym szczególnie WZ1122. Jednak najwięcej nominalnie sprzedano obligacji 5-letnich oraz 10-letnich. Wysoki popyt poza chęcią reinwestycji środków pochodzących z obligacji zapadalnych mógł być związany z wysokim poziomem rentowności, które były blisko najwyższych poziomów od maja 2014 r. W dzień aukcji doszło do spadku rentowności na krajowym rynku długu, choć w dalszej części tygodnia wzrosty rentowności były większe.
- Realizacja potrzeb pożyczkowych w tym roku będzie łatwiejsza niż uważaliśmy kilka miesięcy temu. Wynika to z dużo mniejszej realizacji deficytu budżetowego za ubiegły rok, gdzie część emisji zeszłorocznych zostanie wykorzystana do sfinansowania tegorocznych potrzeb. Ponadto tegoroczne potrzeby pożyczkowe zostaną obniżone przez dużo wyższy od oczekiwań zysk z NBP za rok ubiegły (wyższy nawet o 10 mld zł). Kolejnym czynnikiem, który może zapewnić szybszą finalizację potrzeb w tym roku jest wysoka sprzedaż wspierana przez jeszcze większy popyt na pierwszych tygodniach roku.

**Tabela 1. Prognozy rynkowe.**

|         | €/zł | \$/zł | £/zł | €/€  | NBP  | EBC | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|---------|------|-------|------|------|------|-----|----------|----------|----------------|
| I KW 17 | 4,41 | 4,24  | 5,01 | 1,04 | 1,50 | 0,0 | 1,73     | 0,40     | 2,45           |
| I KW 18 | 4,38 | 4,38  | 4,81 | 1,00 | 1,75 | 0,0 | 2,28     | 0,35     | 2,60           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy dn. 25.1.2017.

**Wykres 2. Ministerstwo Finansów sfinansowało już 35% potrzeb pożyczkowych**



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

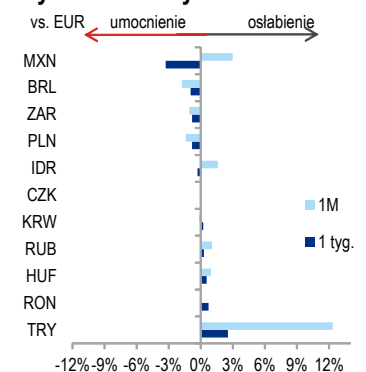
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

+48-22-692-9421

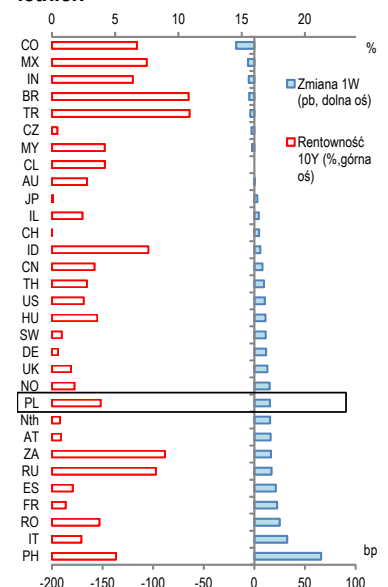
cezary.chrapek@citi.com

**Wykres 1. Zmiany kursów walut**



Według stanu na dzień 20.1.2017 r.  
Źródło: Reuters.

**Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich**



Według stanu na dzień 27.1.2017 r.  
Źródło: Reuters.

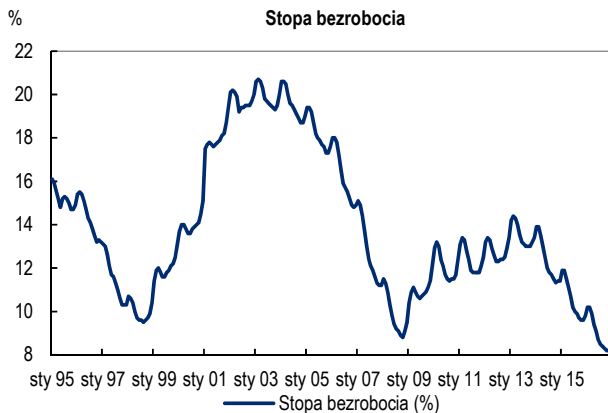
#### Spis treści

#### Nr str.

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

## Tydzień w wykresach

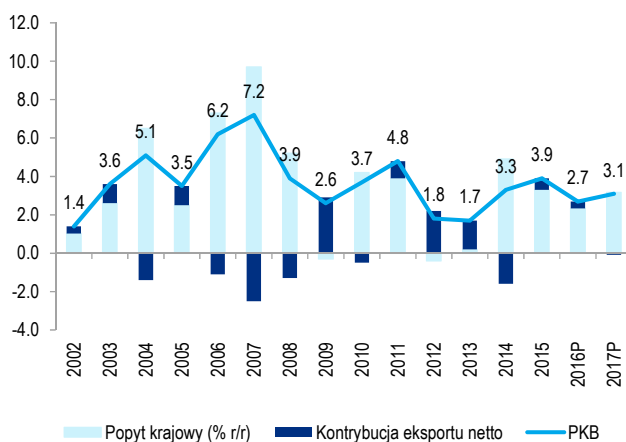
**Wykres 3. Sytuacja na rynku pracy wciąż bardzo dobra**



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

- Stopa bezrobocia wzrosła w grudniu do 8,3% z historycznie niskiego poziomu 8,2% w listopadzie, a w ciągu roku obniżyła się z 9,8%. W związku z oczekiwanym utrzymaniem dobrej sytuacji na rynku pracy spodziewamy się dalszego spadku stopy bezrobocia do 7,2% na koniec roku.
- Szczegółowe rozbięcie danych o płacach z Biuletynu Statystycznego pokazało, że za spowolnienia płac do 2,7% w grudniu odpowiedzialne było przede wszystkim górnictwo. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu płac w tym roku. Taki scenariusz wspiera najnowszy raport NBP o sytuacji przedsiębiorstw, który wskazuje na nasilenie presji płacowej.

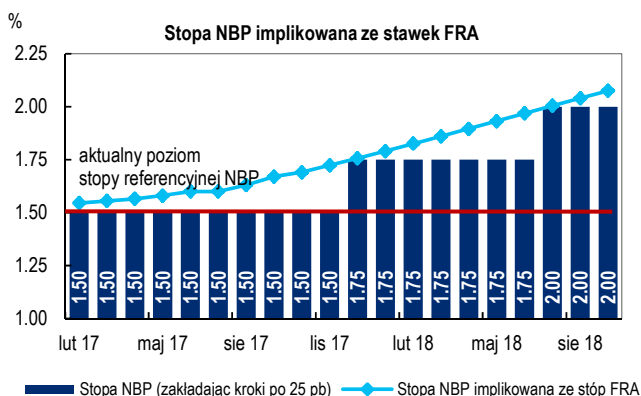
**Wykres 4. Deficyt fiskalny może być nieco wyższy niż wcześniej zakładaliśmy z powodów metodologicznych**



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

- Według premiera M. Morawieckiego zmiana klasyfikacji wpływów z LTE (ok. 0,5% PKB) może oznaczać, że według metodologii ESA2010 deficyt sektora rządowego i samorządowego wyniósł w 2016 r. 2,7% zamiast 2,2%. Jednak według metodologii krajowej deficyt najprawdopodobniej wyniósł ok. 2%. Naszym zdaniem nawet po korekcie deficytu w górę o kwotę z aukcji LTE deficyt w 2016 r. był prawdopodobnie niższy niż 2,5%.
- Premier Morawiecki powiedział, że wzrost PKB może w tym roku wynieść ok 3% wobec 3,6% założonych w budżecie. Nasza prognoza (3,1%) jest niższa niż założenia budżetowe, ale inflacja może okazać się wyższa niż przyjęto (1,3%). W rezultacie deficyt budżetowy powinien pozostać poniżej 3% w tym roku, ale może ten próg przekroczyć w 2018 r. ze względu na niższy wiek emerytalny.

**Wykres 5. Wzrost inflacji i oczekiwane ożywienie wzrostu sprawiły że rynek nie myśli już o obniżkach stóp**



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

- Oczekujemy stabilizacji PMI za styczeń w okolicach 54 pkt wobec 54,3 odnotowanych w grudniu. Naszą prognozę stabilizacji PMI na wysokim poziomie wspierają wzrosty wstępnych odczytów PMI dla strefy euro i Niemiec wobec spadku indeksu Ifo.
- Minutes z ostatniego posiedzenia RPP oraz wypowiedzi członków Rady z minionego tygodnia potwierdzają, że członkowie nie są skłonni do zmian stóp procentowych w tym roku. Choć E. Gatnar zasygnalizował możliwość podwyżki stóp jeśli inflacja dotknie celu inflacyjnego, a E. Łon obniżkę stóp jeśli inwestycje nie odreagują to najbardziej prawdopodobne wydaje się utrzymanie stóp bez zmian i podwyżka na początku 2018 r.

## Kalendarz publikacji

| Godz. publikacji                  | Kraj      | Informacja                         | jednostka    | Okres       | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|-----------------------------------|-----------|------------------------------------|--------------|-------------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>30 sty</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b> |           |                                    |              |             |               |                   |                    |
| 11:00                             | EMU       | Indeks nastrojów gospodarczych     | pkt          | I           | 108.4         | 107.7             | 107.8              |
| 14:30                             | USA       | Dochód osobisty                    | % m/m        | XII         | --            | 0.4               | 0.00               |
| 14:30                             | USA       | Wydatki osobiste                   | % m/m        | XII         | --            | 0.3               | 0.10               |
| 16:00                             | USA       | Rozpoczęta sprzedaż domów          | % m/m        | XII         | --            | 2.0               | -2.50              |
| <b>31 sty</b> <b>WTOREK</b>       |           |                                    |              |             |               |                   |                    |
| <b>10:00</b>                      | <b>PL</b> | <b>PKB</b>                         | <b>% r/r</b> | <b>2016</b> | <b>2.7</b>    | <b>--</b>         | <b>3.9</b>         |
| 11:00                             | EMU       | PKB                                | % kw/kw      | IV kw.      | 0.5           | 0.4               | 0                  |
| 15:45                             | USA       | Chicago PMI                        | pkt          | I           | --            | 55.0              | 54.6               |
| 16:00                             | USA       | Zaufanie konsumentów               | pkt          | I           | --            | 112.9             | 113.7              |
|                                   | <b>PL</b> | <b>Dane o portfelach obligacji</b> |              |             |               |                   |                    |
| <b>1 lut</b> <b>ŚRODA</b>         |           |                                    |              |             |               |                   |                    |
| <b>09:00</b>                      | <b>PL</b> | <b>PMI dla przemysłu</b>           | <b>pkt</b>   | <b>I</b>    | <b>54.0</b>   | <b>--</b>         | <b>54.3</b>        |
| 09:55                             | DE        | PMI dla przemysłu                  | pkt          | I           | 56.4          | 56.5              | 55.6               |
| 10:00                             | EMU       | PMI dla przemysłu                  | pkt          | I           | 55.1          | 55.1              | 54.9               |
| 14:15                             | USA       | Zatrudnienie ADP                   | tys.         | I           | --            | 165               | 153                |
| 15:45                             | USA       | PMI dla przemysłu                  | pkt          | I           | --            | 55.1              | 55.1               |
| 16:00                             | USA       | ISM dla przemysłu                  | pkt          | I           | --            | 55.0              | 54.7               |
| 20:00                             | USA       | Decyzja Fed                        | %            | II          | 0.75          | 0.75              | 0.75               |
| <b>2 lut</b> <b>CZWARTEK</b>      |           |                                    |              |             |               |                   |                    |
|                                   | <b>PL</b> | <b>Przetarg obligacji</b>          |              |             |               |                   |                    |
| 14:30                             | USA       | Liczba nowych bezrobotnych         | tys.         | tyg.        | --            | 251               | 259                |
| <b>3 lut</b> <b>PIĄTEK</b>        |           |                                    |              |             |               |                   |                    |
| 09:55                             | DE        | PMI dla usług                      | pkt          | I           | 53.2          | 53.2              | 54.3               |
| 10:00                             | EMU       | PMI dla usług                      | pkt          | I           | 53.6          | 53.6              | 53.7               |
| 11:00                             | EMU       | Sprzedaż detaliczna                | % m/m        | XII         | -0.3          | 0.3               | -0.4               |
| 14:30                             | USA       | Zatrudnienie poza rolnictwem       | tys.         | I           | --            | 171               | 156                |
| 14:30                             | USA       | Stopa bezrobocia                   | %            | I           | --            | 4.7               | 4.7                |
| 15:45                             | USA       | PMI dla usług                      | pkt          | I           | --            | 55.1              | 55.1               |
| 16:00                             | USA       | ISM dla usług                      | pkt          | I           | --            | 57.0              | 57.2               |

Źródło: Reuters, Bloomberg, 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)                    | 529    | 501    | 524    | 546    | 477    | 468    | 438    | 494    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1,567  | 1,629  | 1,657  | 1,720  | 1,798  | 1,847  | 1,927  | 2,023  |
| PKB per capita (USD)                       | 13,738 | 12,994 | 13,622 | 14,199 | 12,410 | 12,177 | 11,441 | 12,920 |
| 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    | 8,4    | 7,7    | 7,3    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 5,0    | 1,6    | 1,3    | 3,3    | 3,9    | 2,7    | 3,1    | 2,8    |
| Nakłady na środki trwałe (% r/r)           | 8,8    | -1,8   | -1,1   | 9,8    | 6,1    | -4,9   | 2,4    | 4,0    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 2,0    | 0,5    | 0,7    | 3,1    | 3,1    | 3,8    | 3,7    | 2,7    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 3,3    | 0,8    | 0,2    | 2,6    | 3,1    | 3,8    | 3,8    | 2,8    |
| Eksport (% r/r)                            | 7,9    | 4,6    | 6,1    | 6,4    | 6,5    | 8,6    | 6,2    | 5,0    |
| Import (% r/r)                             | 5,8    | -0,3   | 1,7    | 10,0   | 6,0    | 8,4    | 6,5    | 5,5    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | 4,6    | 2,4    | 0,7    | -1,0   | -0,5   | 0,8    | 1,6    | 2,6    |
| 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    | 4,6    | 6,3    | 6,5    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)   | 4,50   | 4,25   | 2,50   | 2,00   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 2,50   |
| WIBOR3M, (% koniec okresu)                 | 4,77   | 4,21   | 2,61   | 2,71   | 1,65   | 1,73   | 1,86   | 2,90   |
| Rentowność obligacji 10-letnich            | 5,91   | 3,73   | 4,34   | 2,52   | 2,95   | 3,63   | 3,90   | 4,30   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,40   | 3,10   | 3,01   | 3,52   | 3,92   | 4,18   | 4,34   | 3,96   |
| USD/PLN (Średnia)                          | 2,96   | 3,25   | 3,16   | 3,15   | 3,77   | 3,94   | 4,40   | 4,10   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,42   | 4,09   | 4,15   | 4,26   | 4,26   | 4,42   | 4,34   | 4,20   |
| EUR/PLN (Średnia)                          | 4,12   | 4,19   | 4,20   | 4,18   | 4,18   | 4,36   | 4,40   | 4,25   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                           | -27,4  | -18,5  | -6,7   | -11,1  | -1,2   | -4,7   | -7,3   | -9,8   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)            | -5,2   | -3,7   | -1,3   | -2,0   | -0,3   | -1,0   | -1,7   | -2,0   |
| Saldo handlu zagranicznego                 | -18,6  | -10,5  | -0,4   | -4,3   | 2,4    | 0,0    | -3,4   | -6,1   |
| Eksport                                    | 184,4  | 181,4  | 198,1  | 210,7  | 190,8  | 193,6  | 183,1  | 205,0  |
| Import                                     | 203,0  | 191,9  | 198,5  | 215,0  | 188,4  | 193,6  | 186,5  | 211,1  |
| Saldo usług                                | 7,2    | 7,7    | 10,1   | 11,4   | 10,9   | 11,8   | 11,7   | 13,1   |
| Saldo dochodów                             | -17,2  | -15,5  | -15,8  | -17,7  | -13,5  | -14,8  | -13,8  | -14,8  |
| Rezerwy międzynarodowe                     | 89,7   | 100,3  | 99,3   | 94,1   | 89,4   | 107,0  | 115,0  | 123,0  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)  | -4,8   | -3,7   | -4,1   | -3,4   | -2,6   | -2,2   | -2,7   | -3,0   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz.  | -2,4   | -1,0   | -1,5   | -1,5   | -0,8   | -0,5   | -1,0   | -1,3   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)        | 52,0   | 51,6   | 53,3   | 48,1   | 49,0   | 51,3   | 51,3   | 50,5   |

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 otrzymywaniem 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 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 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy nie stanowi również „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 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.