

### CitiWeekly

#### MinFin zrealizował ponad 60% potrzeb pożyczkowych

- Nie dostrzegamy istotnego ryzyka dla finansowania potrzeb pożyczkowych. Do dziś resort finansów zrealizował ok. 62% potrzeb pożyczkowych. To nieco wolniejsze tempo finansowania niż w ostatnich latach, ale wynika to w dużej mierze z rekordowo wysokiego poziomu potrzeb w tym roku i związanym także z tym faktem niskim poziomem prefinansowania. Jednak tempo realizacji potrzeb pożyczkowych jest zgodne z planami rządu z początku roku. Przyspieszenie realizacji potrzeb nastąpiło na przełomie marca i kwietnia, kiedy MinFin uplasował 1,75 mld \$ obligacji denominowanych w dolarach oraz 0,75 mld euro obligacji zagranicznych w euro. Ponadto na dwóch aukcjach w kwietniu resort finansów uplasował ok. 15 mld zł na krajowym rynku długu. Choć potrzeby pożyczkowe są rekordowo wysokie w ujęciu nominalnym, to w relacji do PKB są wciąż stosunkowo niskie (ok. 10%), a rząd dodatkowo utrzymuje rezerwę finansową na poziomie 46,6 mld zł na koniec I kw., co zapewnia elastyczność w emisji długu. Ponadto widzimy ryzyko w dół dla finalnej wielkości potrzeb pożyczkowych w tym roku.
- Spodziewamy się emisji obligacji na poziomie średnio 6-7 mld zł na aukcję w kolejnych miesiącach. To najprawdopodobniej pozwoli sfinalizować potrzeby pożyczkowe już w październiku. Dotychczas resort finansów zrealizował plan emisji krajowych obligacji na poziomie 60% (wciąż 52,5 mld zł pozostało do wyemitowania) oraz plan emisji obligacji zagranicznych na poziomie 70%. Choć zaawansowanie emisji walutowej jest nieco większe niż krajowej, to biorąc pod uwagę roczny plan emisji obligacji zagranicznych na poziomie 15-18% łącznej emisji sądzimy, że udział długu FX w długu w całkowitym zadłużeniu Skarbu Państwa obniżył się po I kw. z ok. 35% na koniec ub. r.. W związku z tym, że strategia zarządzania długiem przewiduje obniżenie tej relacji do ok. 30%, zakładamy niższą emisję FX w przyszłości.
- Na posiedzeniu w tym tygodniu Fed najprawdopodobniej nie zmieni stóp procentowych i nie będzie chciał niepokoić rynków możliwością bliskiej podwyżki stóp. Tymczasem w strefie euro EBC może złagodzić politykę pieniężną po raz kolejny już we wrześniu. Stabsze dane z krajowej gospodarki i łagodne komentarze z Fed i EBC mogą wywołać nieco bardziej gołąbie komentarze ze strony RPP niż dotychczas.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

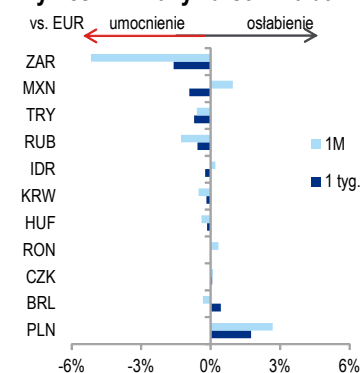
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

#### Wykres 1. Zmiany kursów walut



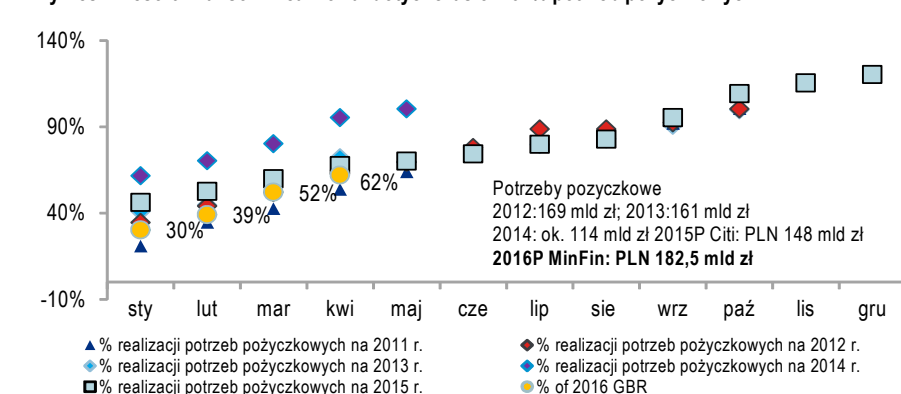
Według stanu na dzień 22.04.2016 r.  
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 16	4,36	3,86	5,52	1,13	1,50	0,00	1,68	0,15	1,80
II KW 17	4,29	3,90	5,57	1,10	1,50	0,00	1,76	0,30	2,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 19.03.2016 r.

Wykres 2. Resort finansów zrealizował dotychczas ok. 62% potrzeb pożyczkowych.

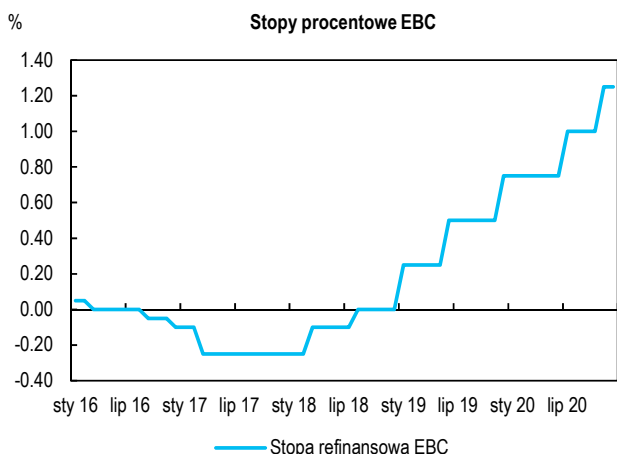


Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

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

## Tydzień w wykresach

**Wykres 3. EBC gotowy łagodzić politykę pieniężną w razie zaostżenia warunków finansowych**

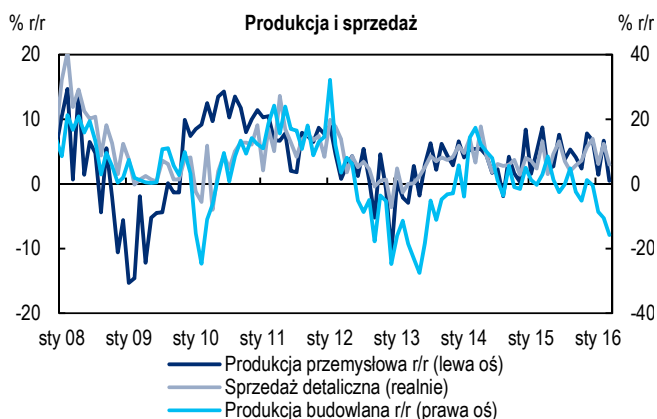


- Na kwietniowym posiedzeniu EBC utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie i zasygnalizował, że stopy pozostaną na niskim poziomie przez znacznie dłuższy czas niż okres trwania programu skupu aktywów (tj. poza marzec 2017 r.).
- M. Draghi podkreślił, że w sytuacji nieoczekiwanego zacieśnienia warunków finansowych na rynkach EBC, użyje wszelkich instrumentów dozwolonych przez mandat EBC.
- Spodziewamy się dalszego złagodzenia polityki pieniężnej przez EBC we wrześniu (biorąc pod uwagę ryzyka dla wzrostu i niską inflację) i uwzględnienia programu skupu obligacji korporacyjnych w miesięcznej puli zakupów za 80 mld EUR w czerwcu.

**W skrócie: Dalsze łagodzenie polityki przed EBC.**

Źródło: Reuters, prognoza Citi Research, Citi Handlowy.

**Wykres 4. Po dwóch miesiącach pozytywnych niespodzianek słabsze dane za marzec wpisują się w scenariusz słabszego wzrostu w I kw.**

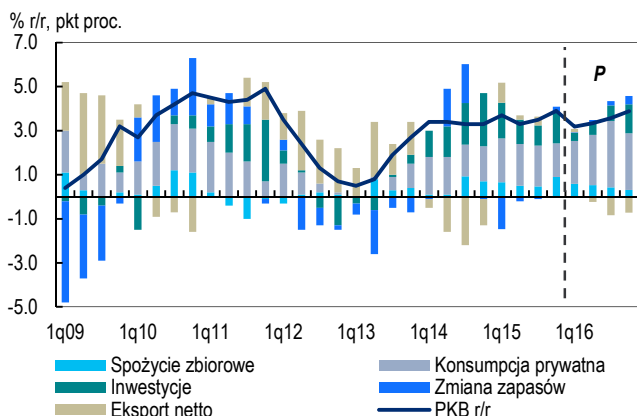


- Produkcja przemysłowa spowolniła do 0,5% r/r z 5,7% w lutym, poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie. Słabsze dane o produkcji były częściowo wynikiem mniejszej liczby dni roboczych, ale także po korekcie o ten czynnik produkcja spowolniła do 0,8% z 3%. Stało się tak mimo wzrostu indeksu PMI za marzec do 53,8 pkt.
- Tymczasem produkcja budowlana pogłębiła spadek do -15,8% r/r, z -10,6% w lutym. Słabsze dane o produkcji mogą częściowo wynikać z mniejszego napływu środków unijnych w tym roku i mniejszych nakładów na infrastrukturę.

**W skrócie: Rozczarujące dane o produkcji potwierdzają spowolnienie wzrostu w I kw.**

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

**Wykres 5. Mimo słabszej sprzedaży w marcu perspektywy dla konsumpcji prywatnej są bardzo korzystne.**



- Podobnie jak produkcja, również sprzedaż detaliczna spowolniła w marcu do 3% w ujęciu realnym z 6,2% w lutym. Dobry wynik zanotowała jedynie sprzedaż w kategoriach związanych z żywnością, co najprawdopodobniej wynika z efektu zeszłorocznej niskiej bazy (w 2015 r. Święta Wielkanocne były w kwietniu).
- W związku z tym, że realny fundusz płac w marcu rósł w tempie ok. 7%, a w II połowie roku będą odczuwalne efekty programu 500+, sądzimy, że konsumpcja prywatna przyspieszy do ok. 5% w II poł. roku i będzie głównym motorem wzrostu.

**W skrócie: Oczekujemy ożywienia w kolejnych kwartałach za sprawą mocnej konsumpcji**

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

## Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>25 kwi</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IV	107.2	107.0	106.7
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>%</b>	<b>IV</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>10.3</b>
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	III	--	520	512
<b>26 kwi</b> <b>WTOREK</b>							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	III	--	1.8	-2.8
15:00	USA	Indeks cen domów S&P	% r/r	II	--	5.5	5.7
15:45	USA	PMI dla usług	% r/r	II	--	--	51.3
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	II	--	96.0	96.2
<b>27 kwi</b> <b>ŚRODA</b>							
14:30	USA	Wstępna sprzedaż domów	% r/r	III	--	0.5	0.7
20:00	USA	Decyzja Fed	%	IV	0.5	0.5	0.5
<b>28 kwi</b> <b>CZWARTEK</b>							
05:00	JP	Decyzja Banku Japonii	%	IV	--	--	-0.1
11:00	EA	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	IV	102.5	103.50	103.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	260	247
14:30	USA	PKB	% r/r	I kw	--	0.7	0.7
<b>29 kwi</b> <b>PIĄTEK</b>							
11:00	EA	Wstępny PKB	% r/r	I kw.	1.4	1.4	1.6
11:00	EA	Inflacja	% r/r	III	--	--	-0.1

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	500	524	546	475	477
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,790	1,859
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,363	12,415
Populacja (mln)	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4
Stopa bezrobocia (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,4
Inwestycje (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	12,6	4,1	4,3
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,2
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	6,2
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	7,3
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,5
Płace nominalne (% r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,71	1,65	1,57
Rentowność obligacji 10-letnich	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,20
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,99
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,90
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,39
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-17,3	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-0,8	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,9	5,0
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	190,6	205,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	187,8	200,5
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	11,0	12,0
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,7	-13,4
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-3,4	-8,1	-10,0	-11,0
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,9	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,1	-1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	51,6	53,3	47,9	49,5	50,1

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 ofertą ani 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 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. 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. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów 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.*

*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.*