

## CitiWeekly

### Potrzeby pożyczkowe na półmetku

- Projekt budżetu na 2020 r. z grudnia przewiduje wzrost potrzeb pożyczkowych w 2020 r. do 141,5 mld zł z ok. 130 mld zł w 2019 r. Biorąc pod uwagę zaskakująco wysoki stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych, który po ubiegłotygodniowej aukcji resort finansów oszacował na 56% (40% według poprzednich publikacji na koniec grudnia 2019 r.), można założyć, że ubiegłoroczne potrzeby były znacznie mniejsze od wcześniejszych założeń. Na tej podstawie sądzimy, że w ubiegłym roku wynik budżetu mógł być na tyle dobry, że nie zanotował deficytu (w projekcie z grudnia deficyt szacowano na ok. 12,5 mld zł), a część środków z obligacji wyemitowanych w ubiegłym roku przeznaczono na finansowanie tegorocznych potrzeb. Nieco lepsza mogła być także poprawa w zarządzaniu płynnością sektora finansów publicznych. W rezultacie ubiegłoroczne potrzeby pożyczkowe netto mogły być zbliżone do zera, a w 2020 r. budżet zakłada ich wzrost do ok. 23,5 mld zł.
- Potrzeby pożyczkowe będą finansowane przede wszystkim przy zwiększonym finansowaniu krajowym (planowana emisja netto: +46 mld zł), wliczając w to kolejny rok z rządu dużej emisji obligacji detalicznych (netto ok. 6 mld zł), przy ujemnym finansowaniu zagranicznym (-15 mld zł). Ujemna emisja obligacji zagranicznych jest zgodna z planem stopniowej redukcji udziału długu zagranicznego w długi skarbowym do ok. 20% w 2023 r. z ok. 30% w 2018 r. i ok. 27% na koniec października 2019 r.
- Oczekujemy emisji brutto na aukcjach pierwotnych obligacji krajowych na poziomie średnio ok. 5 mld zł na aukcję. Zakładamy, że na aukcjach podstawowych resort finansów może wyemitować ok. 70 mld zł obligacji krajowych, a na aukcja zamiany, częściowo w ramach finansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych ok. 40 mld zł. Naszym zdaniem jak zwykle na początku roku resort finansów będzie starał się odbudować swoje depozyty, które na koniec roku wyniosły ok. 34,7 mld zł. Tym samym, biorąc pod uwagę stosunkowo nieduże zapadalności obligacji i płatności kuponowe w pierwszych miesiącach roku sądzimy, że największa emisja netto będzie miała miejsce w I kwartale. Sądzimy, że popyt na obligacje utrzyma się na solidnym poziomie przy dalszych zakupach przez krajowe banki.
- W regionie oczekujemy zmniejszenia potrzeb pożyczkowych i emisji w Czechach i na Węgrzech oraz wyższych emisji na Słowacji.

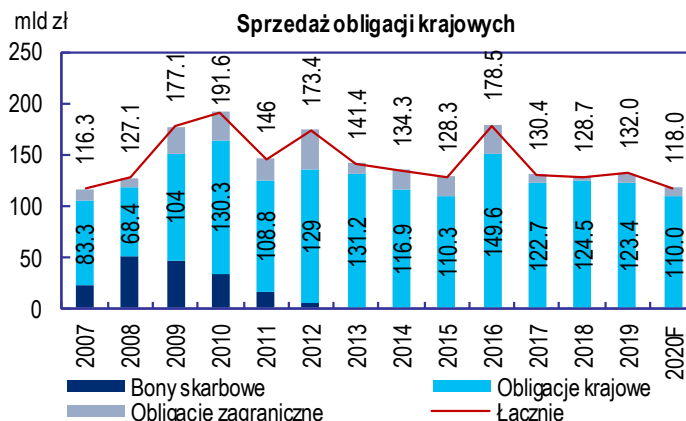
P

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 20	4,27	3,81	5,14	1,12	1,50	-0,50	1,71	-0,30	1,63
I KW 21	4,24	3,59	4,99	1,18	1,50	-0,50	1,71	-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 25.11.2019 r., pozostałe prognozy z dnia 13.12.2019 r.

Wykres 1. Emisja obligacji w tym roku może być mniejsza niż w 2019 r.



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

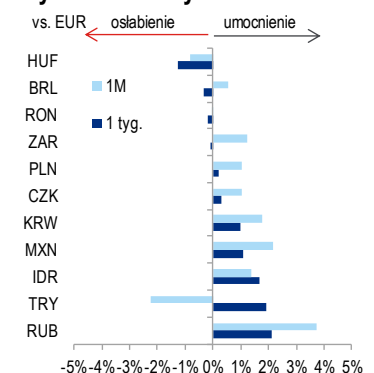
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 10.01.2020 r.

Źródło: Reuters.

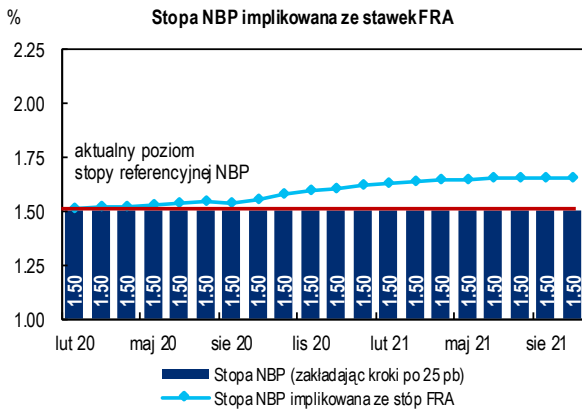
#### Spis treści

#### Nr str.

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

## Tydzień w wykresach

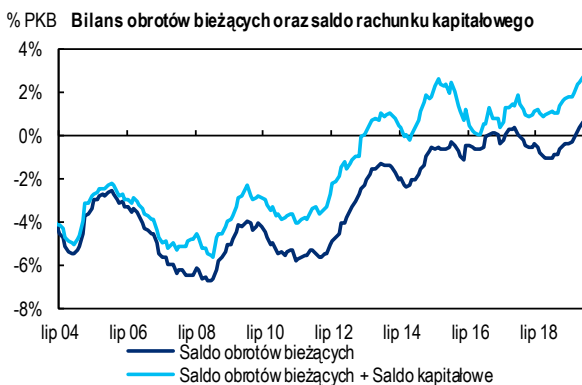
Wykres 3. RPP bez reakcji na wzrost inflacji



- RPP nie zmieniła stóp procentowych na styczniowym posiedzeniu i zasygnalizowała, że ich obecny poziom jest odpowiedni z punktu widzenia stabilności gospodarki.
- Prezes A. Głapiński zdecydowanie bronił łagodnego tonu Rady, podkreślając jednocześnie, że wzrost inflacji ma tylko charakter przejściowy. Prezes NBP zwracał również uwagę, że inflacja w dużej mierze wynika z czynników poza kontrolą RPP (ceny wieprzowiny, napięcia na Bliskim Wschodzie, ceny administracyjne).
- Kwotowania z rynku FRA implikują 40% szansy na podwyżkę w ciągu roku. Niemniej naszym zdaniem brak reakcji RPP na wzrost inflacji wskazuje raczej, że w horyzoncie kilkunastu miesięcy (a najprawdopodobniej do 2022 r.) stopy procentowe pozostaną bez zmian.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

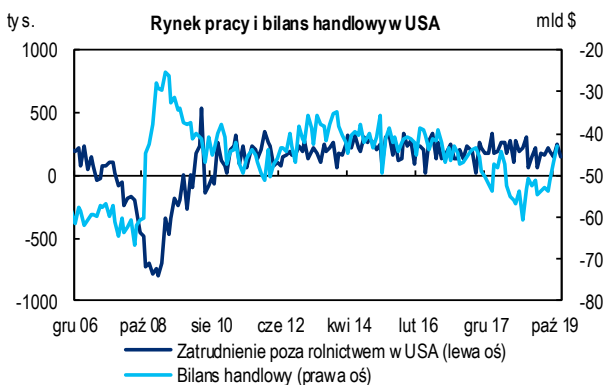
Wykres 4. Pełne dane o CPI, wysoka nadwyżka w obrotach bieżących



- W tym tygodniu poznamy szczegółowe rozbiecie ubiegłotygodniowych danych o inflacji. W szczególności dowiemy się jakie konkretnie czynniki stały za wzrostem inflacji bazowej w grudniu ub.r., co pozwoli lepiej ocenić prognozy CPI na kolejne miesiące.
- Dane o bilansie płatniczym mocno zaskoczyły. Bilans obrotów bieżących uległ poprawie w listopadzie do ok. 1,5 mld EUR z ok. 0,5 mld EUR w październiku. Na tak dobry rezultat złożyły się pozytywne niespodzianki we wszystkich głównych składowych przy wciąż bardzo słabym imporcie, co NBP tłumaczy m.in. mniejszym importem paliw. Skumulowane saldo za 12 miesięcy wzrosło do rekordowo wysokiego poziomu ok. 0,6% PKB.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 5. Słabsze dane o zatrudnieniu, porozumienie USA-Chiny w centrum uwagi



- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w grudniu o 145 tys., nieco poniżej oczekiwań rynkowych (160 tys.) i naszych prognoz (175 tys.). Po dwóch miesiącach pozytywnych niespodzianek, słabszy wynik za grudzień nie powinien istotnie wpłynąć na perspektywy polityki pieniężnej w USA. W bazowym scenariuszu zakładamy stabilne stopy procentowe do końca roku.
- W tym tygodniu w centrum uwagi będą relacje handlowe między USA i Chinami. Na środę zaplanowano podpisanie pierwszej fazy porozumienia między dwoma krajami, które zaowocuje zniesieniem części ceł.
- Rynki będą też uważnie obserwować rozwój relacji amerykańsko-irańskich.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>13 sty</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	XII	3,0	3,1	3,1
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	XI	295	250	529
<b>14 sty</b> <b>WTOREK</b>							
00:00	CN	Eksport	% r/r	XII	--	3,2	-1,3
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	XII	4	3,8	3,4
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	--	--	3,6
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	XII	0,2	0,3	0,3
<b>15 sty</b> <b>ŚRODA</b>							
	USA	Podpisanie "Fazy 1" porozumienia między USA i Chinami					
10:00	PL	Inflacja	% r/r	XII	3,4	3,4	2,6
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	0,2	0,3	-0,5
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	XII	2,5	2,7	2,6
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	I	--	3,5	3,5
20:00	USA	Beżowa księga					
<b>16 sty</b> <b>CZWARTEK</b>							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	220	214
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII	0,4	0,3	0,2
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	I	--	3,8	0,3
<b>17 sty</b> <b>PIĄTEK</b>							
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	XII	1,3	1,3	--
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	XII	--	1378	1365
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	XII	1460	1465	1474
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	-0,4	-0,1	1,1
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt	I	100	99	99,3

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	580	635	700
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.241	2.366	2.502
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.101	16.577	18.272
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	5,5	5,8
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,3	3,4	3,4
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	7,0	0,0	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,2	4,2	3,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,2	4,3	3,4
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	3,3	4,3	5,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,4	4,5	4,7
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,5	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,2	2,5
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,8	7,0	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	0,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,10	1,90	2,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,79	3,62	3,54
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,73	3,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,24	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,25	4,25
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-0,8	-1,7	-2,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,1	-0,3	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-3,2	-3,1	-1,5
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	254,5	266,7	305,0
Import	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	257,6	269,8	306,5
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	26,9	26,2	27,1
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-21,2	-21,5	-23,5
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4	133,4
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-2,6	-2,4	-1,5	-0,4	-0,9	-1,2	-2,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,5	0,2	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	44,9	44,3	43,1

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

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, 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. Jakkolwiek 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 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 wybranym 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.