

Citi Weekly

Podaż obligacji nie przyciąga inwestorów zagranicznych

- W okresie od stycznia do maja 2024 roku wartość nominalna do odkupu obligacji hurtowych przez Skarb Państwa wzrosła o ok 51,5 mld PLN. W tym okresie prawie nie uległ zmianie stan posiadania skarbowych papierów wartościowych (denominowanych w PLN) przez inwestorów zagranicznych, gdyż nominalna wartość ich portfeli wzrosła o niecałe 0,3 mld PLN (co oznacza spadek udziału w złotowym zadłużeniu SP do 12,7% z 13,6% na koniec 2023 roku).

- Od stycznia do maja bieżącego roku emisja SPW wzrosła o 5,9% wobec 1,7% w analogicznym okresie ubiegłego roku. Duże emisje obligacji na razie nie przyciągają inwestorów na rynek złotych obligacji krajowych, a nowe obligacje są wciąż głównie przejmowane przez krajowych inwestorów głównie przez banki (których udział po wykluczeniu NBP przekracza już 50% długu w SPW).

- W rozbiću geograficznym nie zauważamy istotnych zmian w stanach posiadania inwestorów z poszczególnych krajów. Wciąż największą grupę stanowią inwestorzy z Japonii (bez istotnych zmian od początku roku). O 1,8 mld PLN zmniejszyły się portfele nierezydentów z Wielkiej Brytanii, z kolei o 1 mld PLN wzrósł stan posiada obligacji przez amerykańskich inwestorów.

- Nierezydenci wciąż preferują zakupy polskich obligacji denominowanych w walutach obcych (zakupy wyniosły blisko równowartość 34 mld PLN na tegorocznych emisjach), jednak plan podaży obligacji Ministerstwa Finansów na trzeci kwartał nie przewiduje nowych emisji walutowych.

- W trzecim kwartale Ministerstwo Finansów zakłada podaż na pięciu regularnych przetargach w łącznej kwocie do 45 mld PLN, a dodatkowo planowane są trzy przetargi zamiany. Według naszych szacunków na koniec drugiego kwartału zrealizowano ok. 77% tegorocznych potrzeb pożyczkowych, a biorąc pod uwagę planowaną podaż SPW tegoroczne finansowanie byłoby zabezpieczone w ponad 90% na koniec września. Kwartałny plan zakłada łącznie 8 przetargów wobec 9 sygnalizowanych w tym okresie w rocznym harmonogramie. Według nas oznacza to, że MF zrezygnuje z jednej aukcji wstępnie przewidywanej na sierpień.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

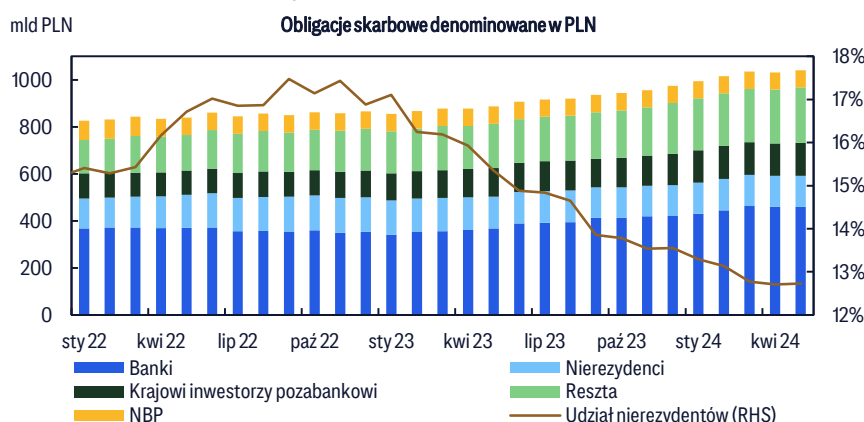
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

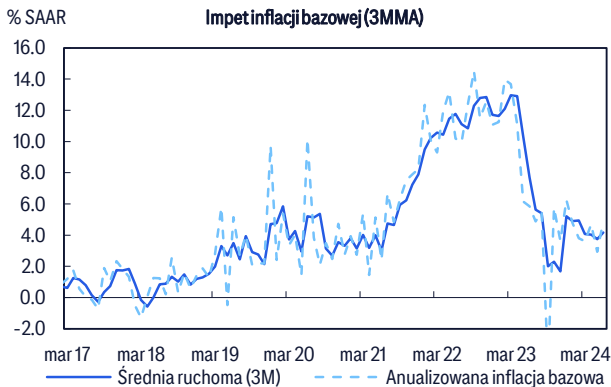
Wykres 1. Udział nierezydentów na rynku skarbowych obligacji złotych kontynuuje spadki w bieżącym roku.



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Trend spadkowy w inflacji bazowej wyhamował

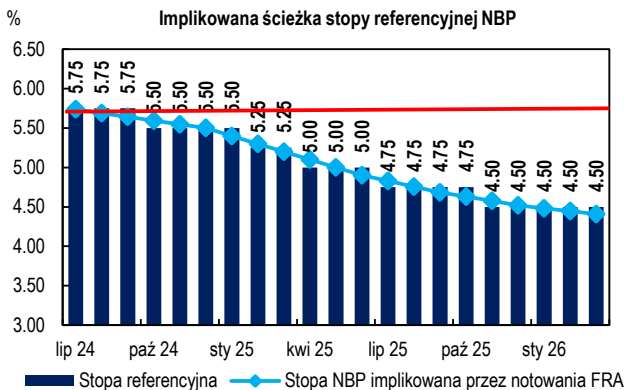


Źródło: Citi Handlowy, dane NBP i GUS

- Inflacja wzrosła w czerwcu do 2,6%, wobec 2,5% w lipcu. Na uwagę zasługuje odbicie cen żywności, które po raz pierwszy od dłuższego czasu wzrosły silniej niż sugerowałyby wzorce sezonowe. Może to wskazywać, że efekt dobrych zbiorów z poprzedniego roku dobiega końca lub że sklepy zdecydowały się w końcu na dostosowanie cen żywności do VAT. Co do inflacji bazowej, w czerwcu najprawdopodobniej utrzymała się na poziomie 3,8%, a jej „impet” oscyluje w okolicach 4%.

- Już w lipcu zmiany cen gazu i energii elektrycznej dodadzą do rocznego wskaźnika CPI około 1,7 pp. W rezultacie przez kolejne dwanaście miesięcy inflacja będzie oscylować najprawdopodobniej w okolicach lub powyżej 5%. Efekt rosnących cen energii będzie raczej przejściowy - nie spodziewamy się z tego tytułu efektów drugiej rundy.

Wykres 3. Inwestorzy liczą na obniżkę stóp już w tym roku, jednak naszym zdaniem będzie trzeba na nie poczekać dłużej



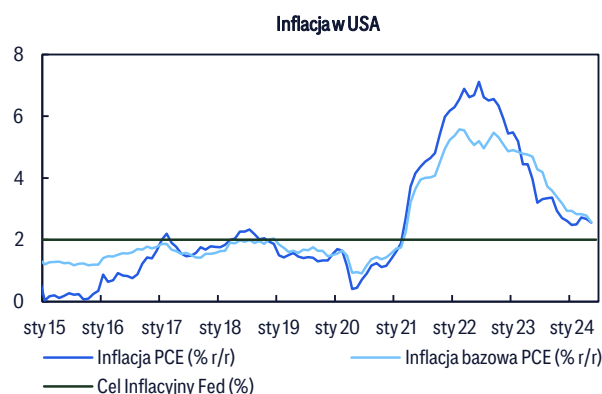
Źródło: Citi Handlowy, GUS

- W środę poznamy decyzję RPP w sprawie stóp procentowych. Naszym zdaniem Rada pozostawi stopę referencyjną bez zmian (5,75%) i utrzyma swoją ostrożną retorykę.

- Tym razem RPP zapozna się z wynikiem zaktualizowanej projekcji makroekonomicznej, która zapewne pokaże kontynuację ożywienia gospodarczego oraz wzrost inflacji w drugiej połowie roku powyżej 5%. Będzie to więc okazją dla członków Rady aby z większą pewnością wnioskować na temat przyszłych scenariuszy makroekonomicznych. Ta większa pewność raczej nie spowoduje gotowości do szybszych cięć stóp procentowych.

- Spodziewamy się, że dyskusja na temat obniżek stóp może rozpocząć się w RPP dopiero na początku 2025 roku, a na pierwszą obniżkę będzie trzeba poczekać nawet do połowy roku.

Wykres 4. Inflacja w USA zwalnia



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- W maju inflacja bazowa PCE (miara preferowana przez Fed) obniżyła się do 0,1% m/m wobec 0,3% w kwietniu. W ujęciu rok-do-roku wskaźnik znajduje się na poziomie 2,6% (vs. 2,8% poprzednio) i powoli zmierza w stronę 2% celu wyznaczonego przez władze monetarne.

- Biorąc pod uwagę wypowiedzi członków Fed oraz retorykę przedstawioną przez FOMC na ostatnim posiedzeniu, zmiana poziomu stóp procentowych jeszcze w lipcu jest mało prawdopodobna. Decydenci prawdopodobnie będą chcieli poczekać na dalsze potwierdzenie w danych, że presja inflacyjna osłabła nim zdecydują się na łagodzenie warunków monetarnych. Zakładamy, że cykl obniżek stóp procentowych w USA rozpocznie się we wrześniu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
01 lip PONIEDZIAŁEK							
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VI	2,1	2,3	2,4
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VI	--	51,7	51,7
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VI	49,1	49,2	48,7
02 lip WTOREK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	VI	2,4	2,5	2,6
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mIn	V	8,015	--	8,059
03 lip ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	VII	5,75	5,75	5,75
9:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VI	--	53,5	53,5
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VI	52,6	52,6	52,6
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	V	-77,6	-72,2	-74,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	233	--	233
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VI	--	--	55,1
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	V	--	0,3	0,7
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VI	52,2	52,5	53,8
04 lip CZWARTEK							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	V	0,3	1,0	-0,2
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	V	--	--	5,3
05 lip PIĄTEK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	-0,3	0,3	-0,1
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	-1,7	--	-2,4
8:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	V	3,8	--	3,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VI	155	188	272
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VI	4,0	4,0	4,0
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VI	0,4	0,3	0,4

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	903	990
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,634	3,932
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,268	21,487	24,060	26,472
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,9	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	-1,8	6,6
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	6,0	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	5,4	3,9
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	2,2	5,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,4	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,0	4,5
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,10	3,82
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,03	3,97
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,31	4,37
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,35
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	-4,0	-8,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	-5,7	-8,3
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	406,0	443,7
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	411,7	452,0
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,6	49,1
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,4	-45,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,1	-5,4	-4,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,2	-3,2	-1,4
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	41,7	41,9

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

Arkadiusz Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska
Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:
poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, 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. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz 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. Niniejszy materiał 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. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku.

Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. 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. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne 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 prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. 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 pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. 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 nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

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.