

Nierezydenci wciąż ostrożni wobec polskiego długu

- Według danych Ministerstwa Finansów w marcu zaangażowanie nierezydentów w polskie obligacje skarbowe (denominowane w złotym) obniżyło się o 5 mld PLN, a ich udział w łącznej emisji spadł do 12,7% z 12,2% w lutym.

- Dane MF pokazują, że nierezydenci wciąż ostrożnie podchodzą do bardziej zdecydowanych inwestycji w polskie obligacje skarbowe. W marcu zmianie tego nastawienia z pewnością nie sprzyjała sytuacja na globalnych rynkach finansowych, gdyż eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie powodowała, że inwestorzy preferowali bardziej bezpieczne aktywa i w klasie instrumentów dłużnych wybierali raczej te pochodzące z rynków bazowych.

- Wśród posiadaczy obligacji skarbowych w podziale geograficznym warto odnotować spadek zaangażowania ze strony inwestorów z Wielkiej Brytanii (o 1,6 mld PLN w porównaniu z lutym), Stanów Zjednoczonych (o 1,6 mld PLN) oraz Francji (o 1,3 mld PLN), a pozostałe spadki pochodziły z rachunków zbiorczych (o 2,9 mld PLN) przy niewielkich wzrostach wśród inwestorów z innych krajów (największy w przypadku Japonii o 0,7 mld PLN).

- Po wysokim popycie na polskie obligacje skarbowe w pierwszych dwóch miesiącach tego roku, kiedy wskaźnik bid-to-cover (popytu zgłoszonego na aukcjach do sprzedaży) przekraczał 1,7x, w marcu obserwowaliśmy spadek do niecałych 1,2x (średnia za 2025 rok wyniosła 1,3x). Taki wynik aukcji nie oznacza, że Ministerstwo Finansów napotkało problemy w plasowaniu obligacji, jednak może odzwierciedlać podwyższoną niepewność wobec inwestycji na polskim rynku dłużnym, W marcu obserwowaliśmy dużą zmienność notowań obligacji, co widoczne było w szerokim zakresie notowań rentowności, które na rynku wtórnym potrafiły notować rozpiętość (max-min) nawet w pobliżu 100 pb.

- W obliczu umiarkowanego zainteresowania polskim długiem przez nierezydentów, ciężar finansowania spoczywał na krajowych inwestorach finansowych, w szczególności z sektora bankowego. Stan posiadania obligacji skarbowych przez polskie banki przekroczył w marcu po raz pierwszy 800 mld PLN.

- Naszym zdaniem finansowanie tegorocznego deficytu nie będzie istotnym problemem dla Ministerstwa Finansów. Jednak biorąc pod uwagę wysoki deficyt fiskalny za zeszły rok oraz ograniczone pole do realnych działań w celu konsolidacji finansów publicznych, zakładamy, że premia za ryzyko (m.in. w ASW) będzie pozostawała podwyższona.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

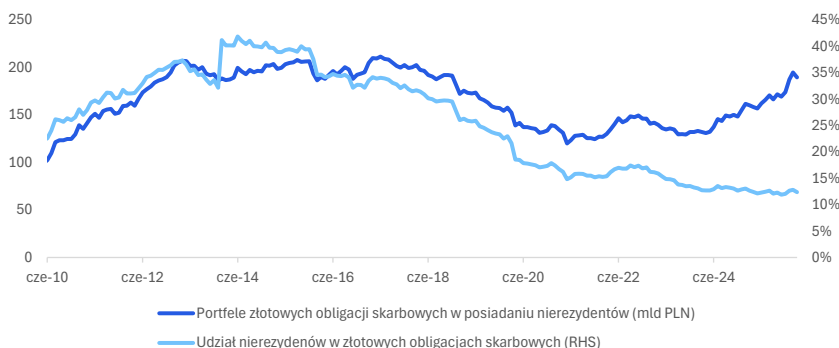
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

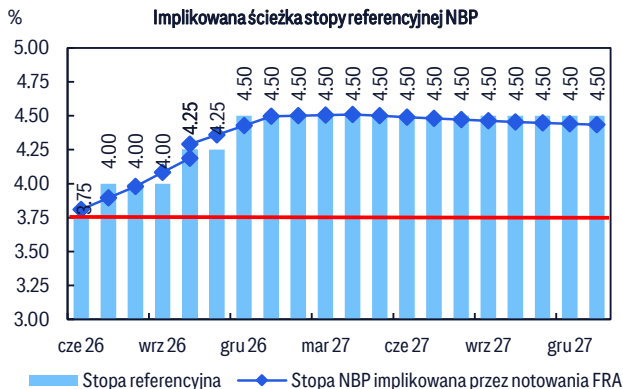
Wykres 1. Udział nierezydentów w długu SP pozostaje w trendzie bocznym.



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Tydzień w wykresach

Wykres 2. RPP oczekuje na dane, rynek obawia się podwyżek

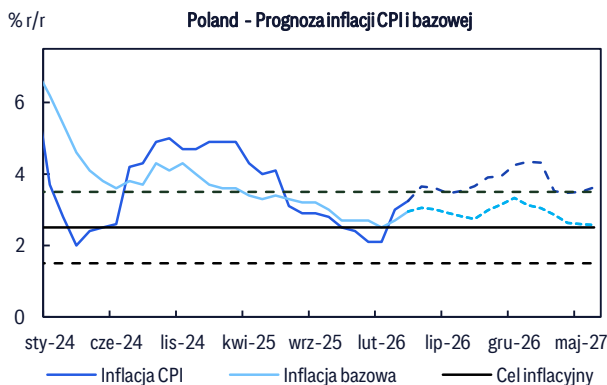


Źródło: Bloomberg, PAP, Citi Handlowy

- W środę RPP ogłosi decyzję w sprawie stóp procentowych. Spodziewamy się pozostawienia stopy referencyjnej bez zmian (3,75%). Szanse na obniżki na obecnym etapie zostały praktycznie rozwiązane przez ostatnie wypowiedzi członków RPP. W ubiegłym tygodniu M. Zarzecki wskazał na długi okres stabilnych stóp, nie wykluczając podwyżek (PAP, 23/04), natomiast H. Wnorowski odniósł się do ryzyka zacieśnienia polityki pieniężnej w przypadku wyższej od oczekiwań presji inflacyjnej (PAP, 17/04).

- Oczekujemy, że do czasu lipcowej projekcji Rada utrzyma postawę wyczekującą i dopiero nowe dane pozwolą na bardziej precyzyjne określenie przyszłej ścieżki stóp. Pozostajemy przy scenariuszu zakładającym brak zmian stóp w horyzoncie bieżącego roku.

Wykres 3. Inflacja już w maju powyżej dopuszczalnych odchyłeń

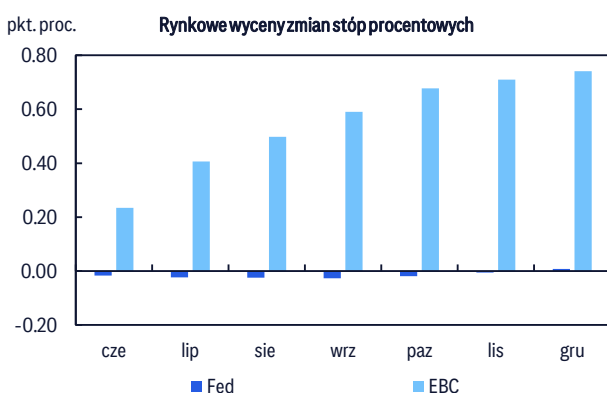


Źródło: prognozy Citi Handlowy, GUS

- Inflacja wzrosła w kwietniu do 3,2% r/r, z 3% w marcu. Wynik z kwietnia okazał się wyższy niż nasza prognoza wynosząca 3,1% r/r oraz konsensus na poziomie 2,9%. Składowe wskazują, że ceny żywności wzrosły o 0,6% m/m, ceny energii wzrosły o 0,5% m/m, a ceny paliw spadły o 1,8% m/m. Zakładamy, że ceny paliw były głównym źródłem zaskoczenia w stosunku do konsensusu, biorąc pod uwagę, że wzrost cen paliw w marcu (w komunikacie GUS) był znacznie niższy niż prognozy rynkowe (oparte na zagregowanych danych ze stacji benzynowych). Na podstawie częściowego wstępnego komunikatu szacujemy, że inflacja bazowa wzrosła w kwietniu do 3% r/r w porównaniu z poprzednimi 2,7%.

- Pomimo przedłużenia obowiązywania programu obniżającego ceny paliw widzimy ryzyko, że już w maju inflacja może przekroczyć 3,5% (górne pasmo dopuszczalnych wahań wokół celu 2,5%).

Wykres 4. Rynki finansowe wyceniają wyraźne podwyżki w strefie euro



Źródło: Bloomberg

- Ostatni tydzień minął pod znakiem decyzji największych banków centralnych. Zgodnie z oczekiwaniami amerykański Fed pozostawił stopy procentowe bez zmian i podtrzymał komunikację sugerującą możliwość dodatkowych obniżek. Nowością było jednak to, że trzech członków Komitetu odcięło się od tej komunikacji, sygnalizując swoją gotowość do bardziej jastrzębiej polityki pieniężnej. Wciąż oczekujemy, że w dalszej części roku słabnący rynek pracy otworzy drogę do kolejnych obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

- Z kolei EBC, pomimo pozostawienia stóp bez zmian, wyraźnie sygnalizuje możliwość zacieśnienia polityki monetarnej. Oczekujemy w tym roku dwóch podwyżek w strefie euro – w czerwcu i lipcu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
4 maj PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	III	--	--	0,0
5 maj WTOREK							
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	III	-61,8	-59,7	-57,3
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IV	--	--	--
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IV	54,6	54,0	54,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	II	636		587
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	III	638	668	--
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	III	6,960	6,700	6,882
6 maj ŚRODA							
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	0,0	--	-1,5
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	IV	2,2	--	1,9
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IV	--	--	--
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IV	--	47,4	47,4
--	PL	Decyzja RPP	%	IV	3,75	3,75	3,75
7 maj CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	III	0,5	1,0	0,9
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	4,9	--	3,8
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	1,5	--	1,3
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	--	-0,3	-0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	200	--	189
15:30	CZ	Decyzja CNB	%	V	3,50	--	3,50
8 maj PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	0,2	0,5	-0,3
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	IV	2,4	--	1,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IV	-15	59	178
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IV	4,4	4,3	4,3
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	IV	0,2	0,3	0,2
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	V	51,1	49,3	49,8

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1131	1178
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4169	4424
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	30224	31495
Populacja (mln)	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.7	5.8	5.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.9	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	8.8	1.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.8	3.4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.7	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	6.0	4.4
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.0	6.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.3	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.4	3.5
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.20	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.72	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.69	3.75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.26	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.6	-22.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.3	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	415.0	433.4
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	439.3	462.3
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.0	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-38.9	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-6.7	-6.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-3.9	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.1	49.1	52.3	55.9

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej
+48 (22) 692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

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

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska
Osoby zainteresowane otrzymaniem 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.