

Citi Weekly

Bilion obligacji

- Zgodnie z najnowszymi danymi Ministerstwa Finansów, na koniec lutego łączna wartość wyemitowanych obligacji skarbowych denominowanych w złotym po raz pierwszy w historii przekroczyła 1 bilion złotych, na co składają się emisje netto na ponad 40 mld PLN od końca ubiegłego roku. Bieżące dane są spójne z założeniami budżetowymi na ten rok, według których zadłużenie krajowe miało wzrosnąć o blisko 200 mld PLN.
- W drugim kwartale planowana jest podaż na regularnych aukcjach obligacji skarbowych w przedziale 40-55 mld PLN oraz możliwe są trzy przetargi zamiany. Ewentualny napływ pożyczek z unijnego KPO zwiększałby stan finansowania budżetu. Ministerstwo Finansów nie podało szczegółów na temat emisji obligacji w walutach obcych a najbliższa zapadalność papierów denominowanych w euro przypada dopiero w lipcu. Według naszych szacunków Ministerstwo Finansów po pierwszym kwartale sfinansowało 56% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Plan na drugi kwartał implikuje, że na koniec czerwca zabezpieczonych zostanie około 75% potrzeb.
- Dane na temat struktury inwestorów w obligacjach skarbowych denominowanych w krajowej walucie wskazują, że inwestorzy zagraniczni nie zwiększyli istotnie swojego zaangażowania na polskim rynku. W lutym portfele nierezzydentów w złotych obligacjach skarbowych zwiększyły się o 1,3 mld PLN, ale ich udział w całości emisji spadł do 13,1% z 13,3% w styczniu. Inwestorzy zagraniczni wciąż wykazują zdecydowanie większe zainteresowanie emisjami papierów w walutach obcych, na co wskazuje silny popyt towarzyszący marcowej sprzedaży obligacji denominowanych w amerykańskim dolarze przy rekordowej podaży 8 mld USD.
- Wzrost zadłużenia w instrumentach dłużnych denominowanych w złotym wynika przede wszystkim ze zwiększenia inwestycji przez krajowych inwestorów. Najmocniej w 2024 roku (o 24,3 mld PLN) wzrósł stan posiadania portfeli sektora bankowego, jednak widoczny był również popyt ze strony innych krajowych instytucji finansowych (fundusze emerytalnych i TFI zakupiły obligacje za ponad 7 mld PLN). Dużym zainteresowaniem cieszą się również obligacje skarbowe wśród gospodarstw domowych, gdyż od grudnia stan posiadania tej grupy zwiększył się o ponad 6 mld PLN.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

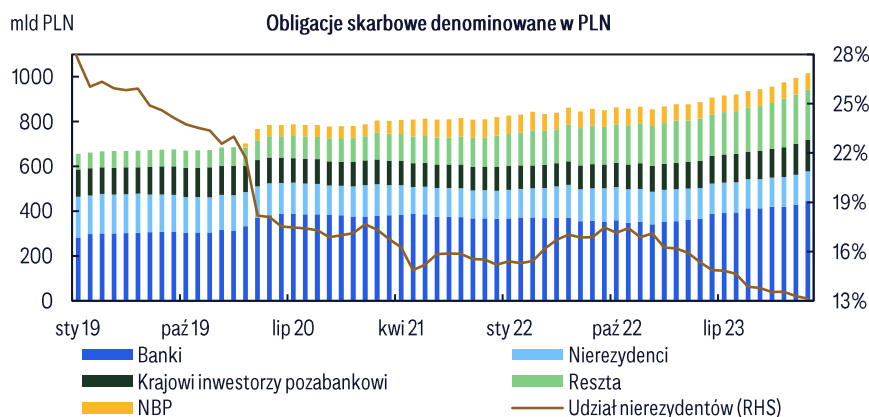
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

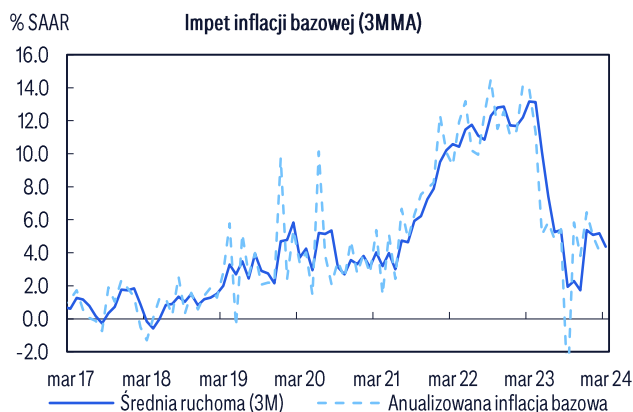
zuzanna.mroccka@citi.com

Wykres 1. Ponad bilion złotych w obligacjach skarbowych znajduje się w obiegu



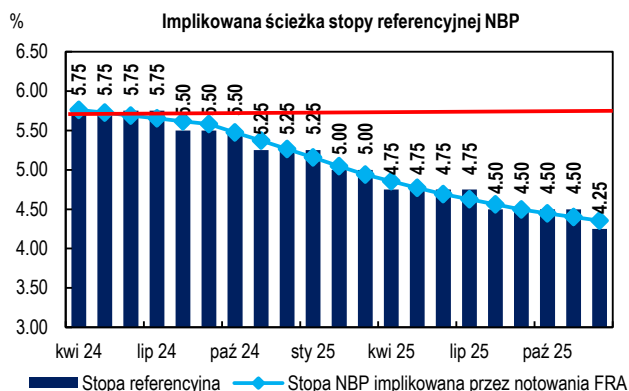
Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja bazowa bardzo powoli wytraca swój impet

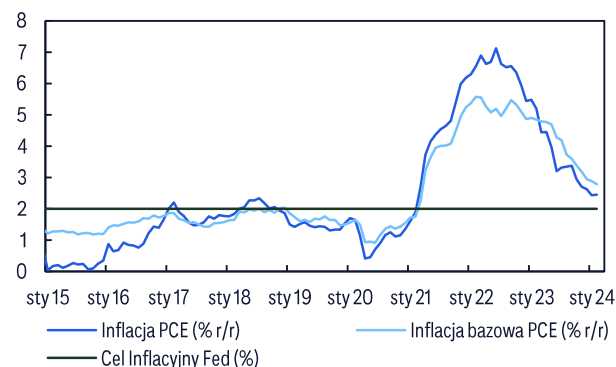
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, NBP

- Inflacja spadła w marcu do 1,9% z 2,8% w lutym. Wynik był niższy od naszej prognozy (2,2%) oraz konsensusu rynkowego (Bloomberg: 2,3%). Niespodzianka w stosunku do naszych prognoz wynikała jednak w całości z cen żywności i energii.
- Na podstawie opublikowanych danych szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się do ok. 4,6%. Spoglądając na dane po wyeliminowaniu sezonowości, w ostatnich trzech miesiącach ceny bazowe rosły średnio w tempie 0,36% (ok. 4% SAAR).
- Jeżeli chodzi o dane za kolejny miesiąc (kwiecień), będą one pod wpływem podwyżki VAT na żywność. Coraz więcej sieci handlowych sygnalizuje, że nie planuje podnosić cen pomimo zmiany stawki VAT. O ile dotychczas zakładaliśmy, że wyższy VAT zostanie w 80% przeniesiony na inflację, obecnie prawdopodobna skala przełożenia wydaje się bliższa 40%.

Wykres 3. Rynki finansowe nie „oczekują” cięć stóp przez najbliższe kilka miesięcy

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Na środę i czwartek zaplanowano posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Stopy procentowe prawdopodobnie pozostaną bez zmian, a komunikat zostanie utrzymany w ostrożnym tonie. Dane o płacach i sprzedaży detalicznej, które pojawiły się od ostatniego posiedzenia, pozwolą RPP podkreślać ryzyko przyszłego wzrostu inflacji, nawet pomimo jej niskiego poziomu w marcu.
- Uczestnicy rynku z uwagą będą wsłuchiwać się czy rosnące napięcia na linii parlament-NBP (w tym przede wszystkim ryzyko wniosku do Trybunału Stanu) znajdą jakieś odzwierciedlenie w oficjalnej komunikacji po posiedzeniu Rady.
- Nasz bazowy scenariusz niezmiennie zakłada stabilizację stóp procentowych w Polsce do końca bieżącego roku.

Wykres 4. Inflacja w USA wciąż powyżej celu

Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Presja inflacyjna w Stanach Zjednoczonych stopniowo słabnie. W lutym bazowy deflator PCE (preferowana przez Fed miara inflacji) obniżył się do 0,3% m/m, a styczniowe dane zostały zrewidowane w dół do 0,4%. Dane te nie zmieniają istotnie perspektyw stóp procentowych w Stanach.
- W tym tygodniu poznamy kluczowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Spodziewamy się, że liczba nowych bezrobotnych poza rolnictwem spadnie do 150 tys., co byłoby wynikiem niższym od konsensusu (ok. 200 tys.). Jeżeli nasze oczekiwania się potwierdzą, powinno to dać podstawę Fed do rozpoczęcia obniżek już w czerwcu. Prognozy Citi zakładają w sumie 125 pb obniżek stóp w trakcie roku, a więc wyraźnie więcej niż 68 pb wyceniane przez rynek.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 kwi WTOREK							
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	III	2,2	2,3	2,5
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	II	--	1,0	-3,6
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	II	8,855	--	8,863
3 kwi ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	III	2,6	2,5	2,6
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	III	--	--	52,2
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	III	52,8	52,6	52,6
28 mar CZWARTEK							
	PL	Decyzja NBP	%	IV	5,75	5,75	5,75
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	III	51,1	51,1	50,2
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	II	-68,5	-65,7	-67,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	214	--	210
29 mar PIĄTEK							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	II	-0,3	0,5	-11,3
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	-3,0	--	-4,1
8:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	2,0	--	0,6
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	2,9	--	2,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	III	150	216	275
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	III	3,9	3,8	3,9
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	III	0,4	0,3	0,1

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	811	891	976
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,627	3,914
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,266	21,560	23,752	26,086
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	5,0	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,2	3,9
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	8,4	2,1	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,1	-0,1	3,9	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-1,0	4,1	3,8
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,7	-1,9	8,3	5,1
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-8,3	9,5	5,9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,3	3,7
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,5	4,3
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	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,63	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,00	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,92	4,25	3,79
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,07	4,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,35	4,43
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,34	4,39
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-8,8	-16,6	12,6	-3,7	-8,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,3	-2,4	1,5	-0,4	-0,8
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,1	-25,6	9,5	-2,3	-4,5
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	339,5	361,6	373,6	415,0
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	365,1	352,1	375,8	419,5
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	40,9	40,7	43,6
Saldo dochodów	-22,6	-24,9	-22,8	-30,9	-27,2	-34,7	-38,5	-42,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,6	-4,5
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,3	-1,7
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	40,0	42,8	43,3

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 Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mroczka

Stażystka

zuzanna.mroczka@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 jedynego 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.