

CitiWeekly

Odływ zagranicznych inwestorów i wolniejsze prefinansowanie

- W czerwcu rząd poinformował o zamiarze [nowelizacji ustawy budżetowej](#) na ten rok, zgodnie z którym deficyt budżetowy wzrośnie o 24 mld PLN. Ponadto Ministerstwo Finansów poinformowało, że w wyniku tych zmian kwota tegorocznych potrzeb pożyczkowych netto wzrośnie o 40,1 mld PLN do 150,6 mld PLN. Według naszych szacunków realizacja potrzeb pożyczkowych brutto wynosiła po czerwcu niecałe 95% wobec kwoty zapisanej w ustawie budżetowej. Po nowelizacji stopień tegorocznego finansowania obniżyłby się do około 82%.
- Na tegorocznych aukcjach obligacji skarbowych Ministerstwo Finansów nie napotkało istotnych problemów ze sprzedażą papierów, gdyż popyt przekraczał wartość przyjętych ofert przeciętnie o około 50%. Podczas czerwcowych przetargów uplasowane zostały papiery w kwocie ponad 13 mld PLN, a plany nowelizacji budżetu nie miały istotnego wpływu na spadek zainteresowania ze strony kupujących. Przyjęte ceny były zbliżone do notowanych w tym samym czasie na rynku wtórnym.
- W odróżnieniu od krajowych inwestorów, niewielkie zainteresowanie obligacjami denominowanymi w polskiej walucie wyrażają inwestorzy zagraniczni. Według opublikowanych w piątek danych zadłużenie wobec nierezydentów spadło w maju o 3,7 mld PLN, a ich udział w długu Skarbu Państwa emitowanym w PLN wynosi obecnie zaledwie 15,4%. Od końca ubiegłego roku portfele nierezydentów zmniejszyły się o blisko 10 mld PLN (wówczas ich udział w długu SP w krajowej walucie wynosił blisko 17%). Jednocześnie inwestorzy zagraniczni wykazują silne zainteresowanie emisjami polskich obligacji denominowanych w walutach obcych.
- Wynikiem rewizji budżetu będzie wolniejszy proces prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2024 rok. MF z reguły finansuje pewną część przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych na aukcjach w roku bieżącym. W ostatnich czterech latach były to znaczące kwoty, które przekraczały nawet 40% potrzeb pożyczkowych zapisanych w ustawie budżetowej. W bieżącym roku odkupiono obligacje skarbowe o wartości zaledwie 5 mld PLN, których termin zapadalności ustalony był na 2024 rok. W związku z tym proces prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych będzie prawdopodobnie w większej skali prowadzony w IV kwartale niż w miesiącach wakacyjnych.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA

+48-22-657-7750

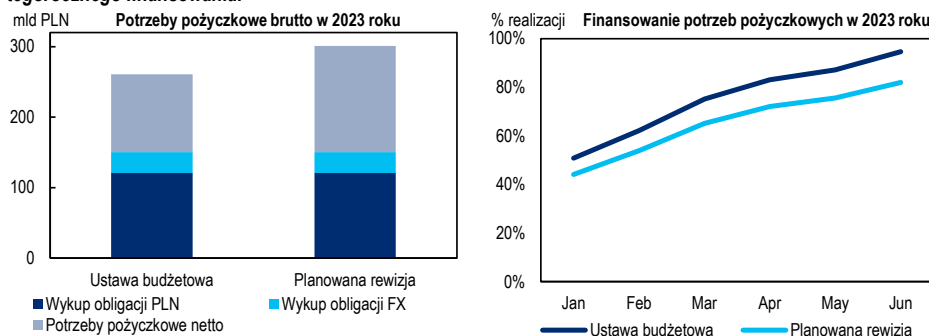
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 23	4,50	4,02	5,17	1,12	6,75	2,45	3,40
III KW 24	4,54	3,85	5,16	1,18	6,00	2,00	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 20.06.2023 r. Pozostałe prognozy z 21.06.2023 r.

Wykres 1. Rewizja budżetu doprowadzi do wzrostu potrzeb pożyczkowych oraz obniżenia poziomu realizacji tegorocznego finansowania.



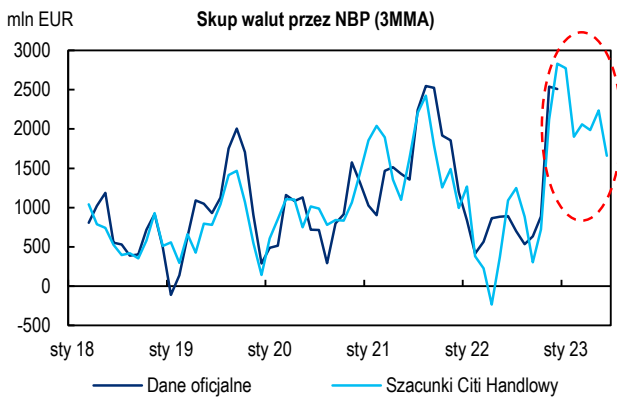
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów.

Spis treści

	Nr str.
- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. MF zmniejszyło aktywność na rynku walutowym, wymiana trwa w NBP



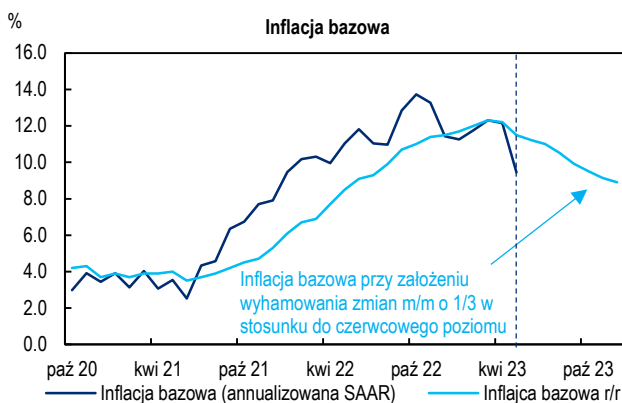
■ Quasi-interwencje na rynku walutowym praktycznie wygasły. Najnowsze dane o przepływach na rachunkach Ministerstwa Finansów potwierdzają, że po okresie stosunkowo dużej aktywności w IV kw. 2022 i I kw. 2023 roku, resort finansów znacznie ograniczył w kwietniu jak i maju skalę operacji wymiany walut na rynku.

■ Utrzymuje się za to relatywnie wysoka (choć mniejsza niż na przełomie roku) skala skupu walut przez NBP. Prowadzi to do zwiększenia płynności na rynku bankowym.

■ Ograniczenie „interwencji” przez MF sugeruje, że obecne poziomy kursu PLN (poniżej 4,50 wobec euro) nie są już postrzegane przez Ministerstwo jako nadmiernie słabe.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP

Wykres 3. Inflacja ponownie w dół

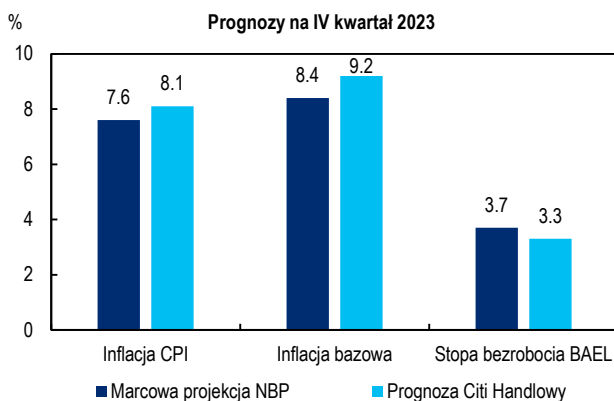


■ Inflacja w czerwcu obniżyła się do 11,5% r/r z 13% w maju. Dane były nieznacznie niższe od naszych prognoz (o 0,2 pp) a niewielka niespodzianka wynikała w równym stopniu z niższych cen paliw oraz czynników bazowych. Według naszych szacunków inflacja bazowa spadła do około 11,2% r/r, a w ujęciu zannualizowanym w ostatnich trzech miesiącach wynosiła 8,2% r/r.

■ Jak już wielokrotnie sygnalizowaliśmy w naszych raportach, kierunek, w którym zmierza wskaźnik CPI jest w znacznym stopniu zdeterminowany przez „echo” wydarzeń z 2022 roku. Wysoki punkt odniesienia związany z ówczesnym szokiem energetycznym oznacza, że we wrześniu inflacja ma szansę spaść do poziomów jednocyfrowych. Niemniej nawet jeżeli miesięczne tempo inflacji bazowej obniży się o 1/3 w stosunku z poziomem z ostatnich trzech miesięcy, inflacja bazowa w IV kwartale wciąż będzie przekraczać 8% r/r.

Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. Nowa projekcja zapewne pokaże wyższą ścieżkę inflacji oraz niższą ścieżkę bezrobocia



■ Na środę-czwartek zaplanowano dwudniowe posiedzenie RPP. Zarówno nasza prognoza, jak i konsensus rynkowy zakładają pozostawienie stóp procentowych bez zmian. Tym razem jednak RPP otrzyma nową projekcję makroekonomiczną, która może posłużyć Radzie do oficjalnego ogłoszenia końca cyklu podwyżek stóp.

■ Najbliższe posiedzenie będzie o tyle istotne, że jeżeli RPP chciałaby zacząć obniżać stopy procentowe we wrześniu (jak sugerują notowania rynku FRA), powinna już w lipcu zaszykalizować tę możliwość. Naszym zdaniem wyniki projekcji inflacyjnej mogą nie pozwolić na tak znaczny zwrot w nastawieniu Rady. Spodziewamy się bowiem rewizji projekcji inflacji bazowej w górę oraz rewizji stopy bezrobocia w dół w stosunku do marcowego Raportu o Inflacji.

Źródło: NBP (Raport o Inflacji, mar-2023), prognozy Citi Handlowy (czerwiec 2023)

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
03 lip PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	46,3	46,3
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VI	47,9	47,2	46,9
05 lip ŚRODA							
9:55	DE	PMI dla usług	pkt	VI	--	54,1	54,1
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	VI	--	52,4	52,4
16:00	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	V	--	0,8	0,4
06 lip CZWARTEK							
-	PL	Decyzja RPP	%	VII	6,75	6,75	6,75
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	V	1,2	1,5	-0,4
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	--	--	-5,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	245	225	239
15:45	USA	Indeks PMI dla usług	pkt	VI	--	54,1	54,1
16:00	USA	Indeks ISM dla usług	pkt	VI	51,8	51,1	50,3
07 lip PIĄTEK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0,8	0,2	0,3
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VI	--	--	21,5
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	-0,2	--	1,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VI	170	225	339
14:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	VI	--	3,6	3,7
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VI	0,4	0,3	0,3

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	682	692	819	948
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.395	3.672
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	21.522	24.939
Populacja (mln)	38.4	38.4	38.4	38.3	38.1	38.1	38.1	38.0
Stopa bezrobocia (%)	6.6	5.8	5.2	6.3	5.4	5.2	5.6	5.6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	5.9	4.4	-2.0	6.9	5.1	0.9	3.0
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	4.4	0.2
Spożycie ogółem (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	-0.5	3.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-1.1	4.5
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	1.9	5.4
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-2.7	6.8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	7.8	5.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	12.1	6.3
Płace nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	12.4	9.5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3.5	7.4	4.7	4.7	5.3	1.2	2.5	5.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	0.10	1.75	6.75	6.75	5.25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	6.77	5.26
Rentowność obligacji 10-letnich	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	6.00	5.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	3.93	3.85
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.14	3.87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.50	4.56
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.56	4.52
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.8	-8.1	-18.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	-1.0	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	-16.8	-27.1
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	388.2	430.1
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	404.9	457.2
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	46.9	52.7
Saldo dochodów	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-35.3	-39.5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.6	-4.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.3	-3.7	-2.4
Dług publiczny (polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	40.3	41.6

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 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.