

CitiWeekly

Kto kupi te wszystkie obligacje?

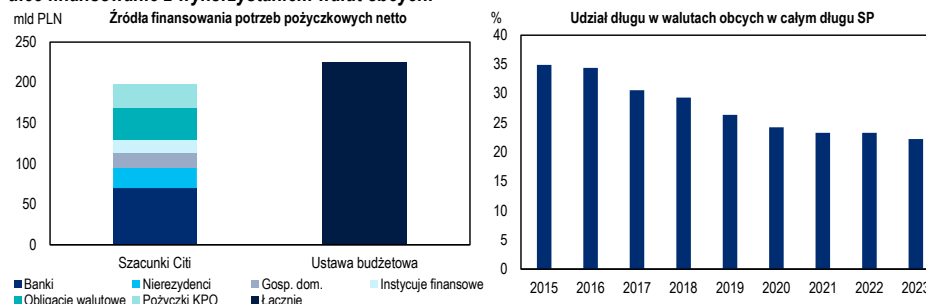
- Ostatnie tygodnie przyniosły znaczną poprawę nastrojów na rynku długu, a co za tym idzie spadek długoterminowych rentowności. Niemniej nawet w tej sytuacji sfinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych budżetu pozostaje wyzwaniem.
- Krajowy sektor bankowy posiada obecnie ok. 48% hurtowych obligacji skarbowych, a udział ten wzrósł znacznie od końca 2015 roku, między innymi w związku z wprowadzeniem podatku bankowego. Potencjał do dalszego przyrostu portfeli obligacji skarbowych w aktywach banków będzie uzależniony od skali odbicia akcji kredytowej. Przy założeniu, że depozyty w sektorze wzrosną o 9% w 2024 roku (~170 mld PLN), a wzrost kredytów udzielanych rezydentom wyniesie 7% (~100 mld PLN), różnica w wysokości ~70 mld PLN mogłaby zostać przeznaczona na zakup obligacji skarbowych.
- Nierezydenci posiadają obecnie zaledwie 15,5% rynkowego długu skarbowego denominowane w złotych, a od początku roku udział ten zmniejszył się o ok. 3 pp. Popyt ze strony inwestorów zagranicznych będzie naszym zdaniem kluczowy w finansowaniu przyszłorocznego deficytu i o ile zakładamy, że popyt z tej strony może się pojawić, to będzie to stopniowy proces. Zakładając powrót zaangażowania nierezydentów do średniej z minionych 5 lat (kiedy rozpoczął się odpływ od polskich aktywów dłużnych), napływ do obligacji skarbowych mógłby wynieść ok. 25 mld PLN.
- Zakładamy, że jeśli warunki oferty detalicznej nie ulegną istotnej zmianie, to przyrost długu skarbowego w posiadaniu gospodarstw domowych mógłby wynieść ok. 18 mld PLN w skali roku. Jednocześnie zwiększenie oszczędności finansowych netto wśród inwestorów indywidualnych powinno również wpływać na wzrost portfeli niebankowych instytucji finansowych w podobnej skali jak w ciągu ostatnich 12 miesięcy – o 16 mld PLN.
- W sumie powyższe szacunki wskazują, że około 130 mld PLN z 225 mld PLN potrzeb pożyczkowych netto może zostać sfinansowane na krajowym rynku bez nadmiernej presji na wzrost rentowności obligacji skarbowych. Jednocześnie budżet przewiduje zdecydowany wzrost finansowania zagranicznego (obligacje FX: 37,8 mld PLN, pożyczki z KPO 28,6 mld PLN). Dodając finansowanie zagraniczne do naszych szacunków popytu na rynku krajowym, „luka finansowania” wynosiłaby wciąż ~30 mld PLN. Biorąc to pod uwagę sądzimy, że pokrycie pełnych potrzeb może wymagać większego niż dotychczas zaplanowano finansowania w walutach obcych. Tym bardziej, że biorąc pod uwagę warunki rynkowe oraz retorykę NBP zakładamy, że skup obligacji na rynku wtórnym przez bank centralny nie jest możliwą (ani też uzasadnioną) opcją.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,52	4,35	5,26	1,04	5,75	2,25	4,50
IV KW 24	4,58	4,24	5,20	1,08	5,25	1,75	4,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 10.11.2023 r. Pozostałe prognozy z 20.10.2023 r.

Wykres 1. Przy niewystarczającym popycie na obligacje skarbowe denominowane w złotym, zwiększeniu może ulec finansowanie z wykorzystaniem walut obcych.



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciotek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Spis treści

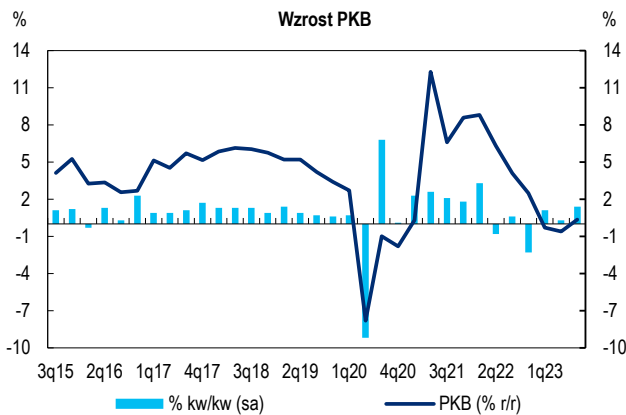
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 3
- 4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. PKB bez zaskoczenia

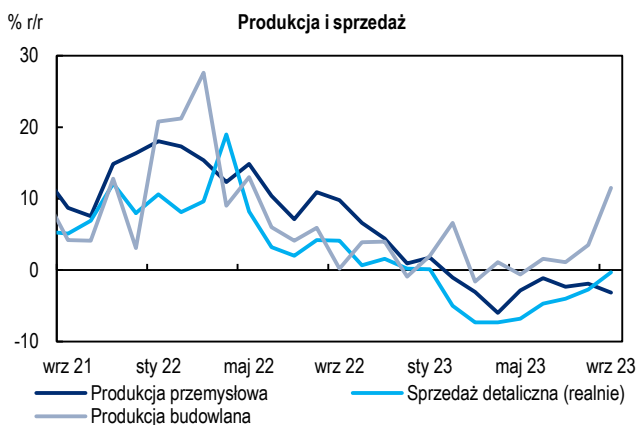


■ PKB w III kwartale 2023 r. wzrósł zgodnie z oczekiwaniami o 0,4% r/r. GUS dokonał również rewizji danych w ujęciu kwartalnym za 2022 oraz 2023 rok, co prawdopodobnie było związane z aktualizacją procedury odsezonowującej, a nie z rzeczywistą korektą danych. Z tego względu wspomniane rewizje nie mają – w naszej ocenie - wpływu na ocenę sytuacji gospodarczej.

■ W najbliższej przyszłości możemy spodziewać się dalszego ożywienia. Dane miesięczne o sprzedaży detalicznej oraz produkcji sugerują poprawę aktywności. Ryzykiem wciąż pozostaje słabszy wzrost w strefie euro, ale wygląda na to, że obecnie jest on równoważony przez poprawę krajowej konsumpcji. Szacujemy, że w 2023 r. gospodarka wzrośnie o 0,1-0,5% (w zależności od wyniku ostatniego kwartału), a w przyszłym roku o ponad 3%.

Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Nareszcie doczekamy się wzrostów?

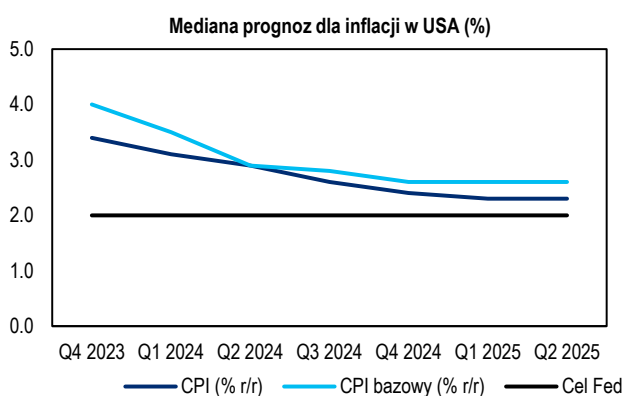


■ Szacujemy, że w październiku produkcja przemysłowa wzrosła o 2,3% r/r. Wolumen nowych zamówień w polskich firmach wciąż pozostaje niski, ale sygnały płynące z otoczenia zewnętrznego napawają optymizmem (m.in. lepsze dane z Chin czy poprawa indeksu ZEW). Liczymy również, że produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 12,2% r/r, co jest efektem dalszego wzrostu wykorzystania funduszy unijnych.

■ Według naszych prognoz płace nominalne wzrosły w październiku o 12% r/r, a dwucyfrowe tempo wzrostu utrzyma się zapewne do końca 2023 roku. Z kolei płace realne zanotowały znaczący wzrost na poziomie 5,1% r/r. Tak wyraźna poprawa realnych wynagrodzeń powinna mieć wpływ na wydatki konsumentów - szacujemy, że wzrost sprzedaży detalicznej w końcu okazał się dodatni i wyniósł w październiku 1,1% r/r.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 4. Podwyżki nie będzie



■ Inflacja CPI w październiku w Stanach Zjednoczonych nie zmieniła się (0% m/m), do czego przyczyniła się w głównej mierze, niższa niż zakładano, inflacja bazowa (0,2% m/m vs oczekiwane 0,3% m/m). Łagodniejsze dane dotyczące inflacji z dużą pewnością sprawiają, że przedstawiciele Fed będą mniej skłonni do dalszych podwyżek stóp procentowych. Tak niski odczyt inflacji bazowej sprawia, że podwyżka stóp w grudniu wydaje się być wysoce nieprawdopodobna, oraz zmniejsza prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek w tym cyklu.

■ Każdy łagodniejszy odczyt inflacji bazowej zwiększa prawdopodobieństwo prawdziwego „miękkiego lądowania”. Jednakże niższy od oczekiwań odczyt nie zmienia znacząco czynników makro, które wskazują, że inflacja pozostanie podwyższona na dłużej i będzie cechować się dużą zmiennością.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
21 lis WTOREK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	X	-0.1	0.0	0.0
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	2.3	1.6	-3.1
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	X	--	-3.5	-2.8
10:00	PL	Płace	% r/r	X	12.0	11.8	10.3
14:00	HU	Decyzja MNB	%	XI	11.50	--	12.25
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	X	3.86	3.90	3.96
22 lis ŚRODA							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	1.1	1.6	-0.3
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	X	12.2	10.5	11.5
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	X	-4.5	-3.2	4.6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	229	226	231
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	XI	-17.5	-17.6	-17.9
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	XI	--	60.4	60.4
23 lis CZWARTEK							
9:30	DE	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	XI	42.0	41.1	40.8
9:30	DE	PMI dla usług (wstępny)	pkt	XI	47.5	48.3	48.2
10:00	EUR	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	XI	44.0	43.3	43.1
10:00	EUR	PMI dla usług (wstępny)	pkt	XI	47.0	47.0	47.8
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	X	--	8.6	8.3
24 lis PIĄTEK							
8:00	DE	PKB - finalny odczyt	% kw/kw sa	3Q	-0.1	-0.1	-0.1
10:00	DE	Indeks nastrojów biznesowych Ifo	pkt	XI	87.5	87.4	86.9
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	X	5.0	5.0	5.0
15:45	USA	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	XI	49.8	49.9	50.0
15:45	USA	PMI dla usług (wstępny)	pkt	XI	49.9	50.2	50.6

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	793	832
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.361	3.650
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	20.836	21.887
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	0.3	3.5
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	7.9	1.0
Konsumpcja (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	1.1	4.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-0.2	5.1
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	-1.9	3.7
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-6.3	5.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.7	6.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	6.2
Płace nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	10.5
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	5.75	5.25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.84	5.26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.65	5.40
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	4.33	4.22
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.24	4.39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.52	4.58
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.56	4.57
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.6	10.0	2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	1.3	0.3
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	6.5	1.6
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	357.2	376.3
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	350.6	374.7
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	41.7	44.4
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-36.3	-41.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.8	-5.1
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.1	-3.9	-2.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	41.3	42.1

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

Arkadiusz Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażystka

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 twórcą 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.