

## Citi Weekly

### Wysycha popyt na obligacje skarbowe

- Na koniec kwietnia Ministerstwo Finansów sfinansowało około 64% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Naszym zdaniem istnieje możliwość, że potrzeby pożyczkowe z planowanych 449 mld PLN wzrosną, jeśli dojdzie do rewizji deficytu budżetowego. Niższe tempo ściągłości podatku VAT, brak wpłaty zysku NBP do budżetu (plan zakładał 6 mld PLN, a NBP potwierdził stratę w 2023 na poziomie 20,8 mld PLN) oraz ewentualne dalsze luzowanie polityki fiskalnej mogłyby zwiększyć deficyt o ok. 30 mld PLN wobec zaplanowanego w budżecie poziomu 184 mld PLN.

- Na początku roku aukcje obligacji skarbowych cieszyły się dużym zainteresowaniem. Do połowy lutego wskaźnik *bid-to-cover* (stosunek zgłoszonych ofert do sprzedaży) na aukcjach Ministerstwa Finansów średnio przekraczał 1,7x, a na ostatnim przetargu w kwietniu wyniósł zaledwie 1,15x. Ponadto, Ministerstwo przeważnie ustala widełki podaży obligacji na aukcji, aby ostateczna sprzedaż znalazła się blisko górnego ograniczenia tego przedziału. Podczas ostatniej aukcji sprzedaż okazała się nawet niższa niż dolna granica oczekiwanej podaży w związku z niewystarczającą liczbą ofert ze strony uczestników.

- Spadek popytu nie oznacza automatycznie, że Polska napotka problemy w finansowaniu tegorocznego budżetu. W ostatnim czasie globalnie obserwowaliśmy istotny wzrost rentowności obligacji skarbowych, który w dużym stopniu wynikał z ograniczenia rynkowych oczekiwań na skalę obniżek stóp procentowych (przede wszystkim w USA).

- Sprzedaż obligacji skarbowych na aukcjach odpowiada za nieco ponad 20% tegorocznego finansowania budżetu. Około 26% jest wynikiem ubiegłorocznego prefinansowania. Ponad 10% potrzeb zostało zrealizowanych poprzez emisje obligacji w walutach obcych, które przeważnie są nabywane przez inwestorów zagranicznych (historycznie posiadali oni około 90% tych papierów). Jednocześnie, inwestorzy zagraniczni nie decydują się na zwiększenie zaangażowania w dług denominowany w złotym. Udział nierezydentów w złotych obligacjach skarbowych spadł na koniec lutego do 13,1% z 13,6% na koniec ubiegłego roku. Przy spadku popytu na aukcjach, który i tak prawdopodobnie pochodził ze strony krajowych instytucji finansowych, istotne będzie naszym zdaniem, czy inwestorzy zagraniczni zdecydują się na zwiększenie ekspozycji na dług w złotym. Widzimy również ryzyko, że Ministerstwo Finansów zdecyduje się na większą skalę emisji obligacji w walutach obcych, niż planowano to w budżecie (wypełniono już ok. 77% rocznego planu).

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

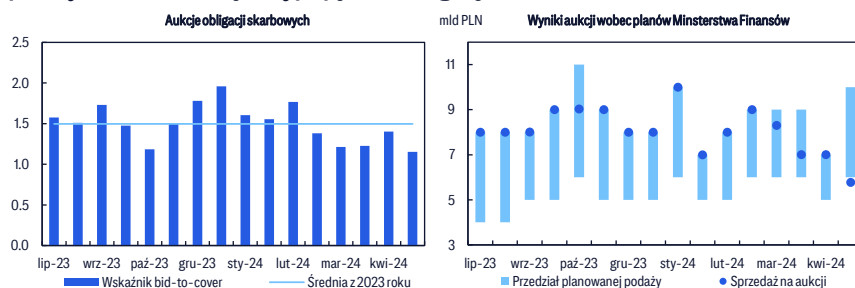
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Zuzanna Mroczka**

zuzanna.mroczka@citi.com

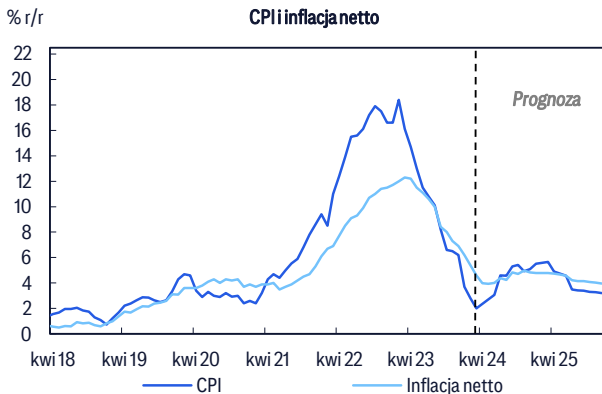
**Wykres 1. Wyniki aukcji Ministerstwa Finansów wskazują, że w relacji do początku roku obniżył się popyt na obligacje skarbowe**



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja w górę



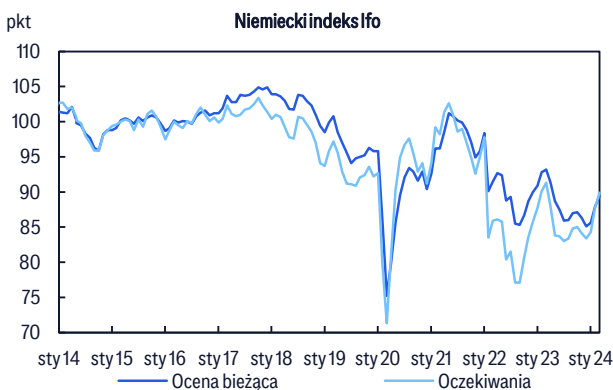
Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Spodziewamy się, że inflacja wzrosła z 2% r/r w marcu do 2,4% w kwietniu. Pomimo podwyżki VAT na żywność, sądzimy, że efekt nie będzie jeszcze w pełni widoczny w kwietniowym odczycie i zostanie rozłożony na następne kilka miesięcy.

- W związku z zapowiadanymi przez rząd podwyżkami maksymalnej ceny energii (z 412 zł/MWh do 500 zł/MWh), które mogą sprawdzić, że ścieżka inflacji okaże się wyższa niż początkowo zakładaliśmy, postanowiliśmy zaktualizować również nasze prognozy średnioterminowe.

- Choć skala podwyżek opłat dystrybucyjnych nie jest jeszcze znana, to spodziewamy się, że wzrost wspomnianych opłat będzie dwucyfrowy. Częściowe odmrożenie cen energii i wzrost opłat za jej dystrybucję może zatem zwiększyć inflację w lipcu o 1,2 pp zamiast oczekiwanych przez nas wcześniej 0,6 pp, chociaż ryzyko jest przesunięte w górę. Spodziewamy się, że inflacja na koniec roku wyniesie 5,1% r/r.

Wykres 3. Europejski przemysł nadal słaby



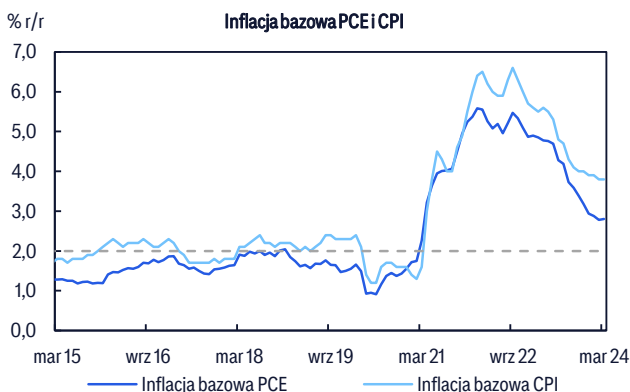
Źródło: Haver Analytics, Bloomberg

- Indeks PMI dla europejskiego przemysłu obniżył się w kwietniu o 0,5 pkt do 45,6 pkt. W dalszym ciągu znajduje się on poniżej neutralnego poziomu 50 pkt i wskazuje na spowolnienie w europejskiej gospodarce. Poważny problem dla tamtejszego przemysłu nadal stanowią spadki nowych zamówień.

- Pociuszający wydaje się jednak odczyt niemieckiego indeksu instytutu Ifo, który obrazuje nastroje wśród niemieckich przedsiębiorców. Przewyższył on oczekiwania rynkowe i wzrósł z 87,9 pkt do 89,4 pkt, co wskazuje na rosnący optymizm za zachodnią granicą.

- Europejski przemysł pozostaje słaby, chociaż widoczna jest już poprawa oczekiwań co do jego przyszłości. Nadal może mu jednak ciążyć konkurencja ze strony Chin, napięcia geopolityczne, rosnące ceny ropy naftowej oraz ryzyko utrzymania wyższych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

Wykres 4. Co zrobi Fed?



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów, Haver Analytics

- Dane dotyczące amerykańskiego PKB za I kwartał okazały się niemiłą niespodzianką. PKB wzrósł o zaledwie 1,6% kw/kw w ujęciu annualizowanym (SAAR) wobec znacznie wyższych oczekiwań (Citi: 2%; konsensus: 2,5%). Bardziej szczegółowe dane wskazują, że na taki odczyt PKB pozytywnie wpłynął prywatny popyt krajowy, a negatywnie – eksport netto.

- Inflacja bazowa PCE za marzec okazała się wyższa od oczekiwanego poziomu 2,7% r/r i podobnie jak w lutym wyniosła 2,8%. Kwartalne dane o deflatorze bazowym PCE okazały się jeszcze większym zaskoczeniem w górę wynosząc 3,7% SAAR. Skala zaskoczenia może sugerować, że zaskoczenie może również dotyczyć wcześniejszych miesięcy I kwartału.

- Biorąc pod uwagę fakt, że to prywatny popyt krajowy był czynnikiem pozytywnie wpływającym na wzrost PKB, Fed podejmując decyzję prawdopodobnie będzie kierował się ostatnimi odczytami PCE, a nie wzrostem gospodarczym.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>29 kwi</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	IV	--	-14,7	-14,7
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	IV	2,4	2,3	2,2
<b>30 kwi</b> <b>WTOREK</b>							
8:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	--	1,5	-1,9
8:30	HU	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q1	1,5	1,3	0,5
9:00	CZ	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q1	0,1	0,3	0,2
10:00	DE	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q1	-0,2	-0,1	-0,3
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja CPI - odczyt wstępny</b>	<b>% r/r</b>	<b>IV</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	IV	2,3	2,4	2,4
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q1	0,1	0,1	-0,1
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IV	105,7	104,1	104,7
<b>01 maj</b> <b>ŚRODA</b>							
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	IV	--	49,9	49,9
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IV	49,5	50,1	50,3
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	III	8,700	8,725	8,756
20:00	USA	Decyzja Fed	%	V	5,5	5,5	5,5
<b>02 maj</b> <b>CZWARTEK</b>							
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI dla przemysłu</b>	<b>pkt</b>	<b>IV</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>48,0</b>
9:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	IV	--	--	52,3
9:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	IV	46,8	46,7	46,2
9:55	DE	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	IV	--	42,2	42,2
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	IV	45,6	45,6	46,1
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	III	-71,1	-68,8	-68,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	214	--	207
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	V	5,25	5,25	5,75
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	III	--	1,7	1,4
<b>03 maj</b> <b>PIĄTEK</b>							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IV	215	250	303
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IV	3,8	3,8	3,8
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	IV	0,3	0,3	0,3
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IV	--	50,9	50,9
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IV	51,6	52,0	51,4

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	811	885	965
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,617	3,900
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,266	21,560	23,573	25,800
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
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
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
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,1	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,9	4,2
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	5,15	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,92	4,25	3,82
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,09	4,04
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
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,8	-4,0	-8,5
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	407,4	442,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	413,1	451,2
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,7	49,1
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,1
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,1	-5,5	-4,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,2	-3,3	-1,7
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	42,0	42,6

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

### Arkadiusz Trzciółek, CFA

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

### Zuzanna Mroczka

Stażystka  
[zuzanna.mroczka@citi.com](mailto:zuzanna.mroczka@citi.com)

## Citi Handlowy

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