

CitiWeekly

Czy nierezydenci odzyskują zainteresowanie obligacjami w CEE?

■ W ubiegłym miesiącu [pisaaliśmy](#) o spadku zaangażowania nierezydentów na rynku polskich obligacji skarbowych. Inwestorzy postrzegają Polskę jako państwo z grupy krajów Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) i porównują do Czech oraz Węgier. Dlatego postanowiliśmy przeanalizować poziom inwestycji nierezydentów w krajach z grupy CEE.

■ W ostatnich latach obserwowaliśmy spadek relacji portfeli nierezydentów do wyemitowanego przez kraje CEE długu w walucie krajowej. Udział ten spadł z powyżej 30% w 2017 roku do niecałych 18% pod koniec 2021 roku. Obecnie w wyniku zakupów obligacji denominowanych w złocie, koronie i forincie wskaźnik odbił w okolice 20%. Jednocześnie rosła wartość pozostających do wykupu obligacji skarbowych (równowartość 415 mld EUR). Skala emisji długu zwiększyła się w ostatnich latach jako odpowiedź na szok wywołany wybuchem pandemii COVID-19.

■ Pomimo podobnych czynników wpływających na lokalne rynki dłużne w ostatnich miesiącach, czyli silny wzrost inflacji i wynikające z niego podwyżki stóp procentowych, reakcja nierezydentów w poszczególnych krajach nie była identyczna. Nierezydenci sukcesywnie redukują (relatywnie) zaangażowanie w rządowe papiery skarbowe denominowane w złocie, które wynosi obecnie niecałe 15%. W przypadku Czech również doszło do spadku udziału inwestorów zagranicznych z powyżej 50% sześć lat temu do blisko 30% w połowie 2023 roku. Na Węgrzech zmiany relacji długu nierezydentów do emisji w forincie były w ostatnich latach mniejsze, a od połowy 2022 zauważalne jest systematyczne odbicie.

■ Analizę uzupełniamy o emisje obligacji w walutach obcych. Władze w krajach CEE przez lata prowadziły politykę oddłużenia w walutach obcych. W Czechach doprowadziło to do sytuacji, w której papiery w tzw. „twardej walucie” stanowią znikomą część obligacji rządowych (0,2%). Polska w drugiej połowie zdecydowanie zwiększyła sprzedaż papierów denominowanych walutach obcych, które głównie obejmowane są przez nierezydentów, którzy prawdopodobnie w ten sposób realizują popyt na polski dług. Również w przypadku Węgier rośnie udział długu w walutach obcych (ponad 20% sprzedanych obligacji), a obejmowane są one głównie przez nierezydentów.

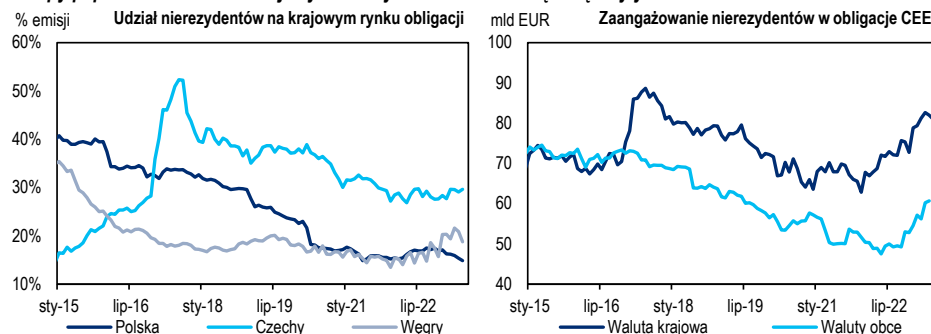
■ Zbliżające się obniżki głównych stóp procentowych w CEE będą wpływały na popyt na obligacje ze strony nierezydentów. Jednak równie ważne będą oczekiwania wobec polityki fiskalnej, która wciąż pozostaje ekspansywna, co zwiększa skalę emisji obligacji skarbowych.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 23	4,50	3,98	5,17	1,13	6,75	2,45	3,85
III KW 24	4,52	3,86	5,14	1,17	5,50	2,00	3,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 13.07.2023 r. Pozostałe prognozy z 19.07.2023 r.

Wykres 1. Udział nierezydentów w obligacjach skarbowych krajów CEE jest niski, jednak w ujęciu nominalnym zakupy papierów w walutach krajowych i obcych zauważalnie się zwiększyły.



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv, Haver Analytics

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mroccka

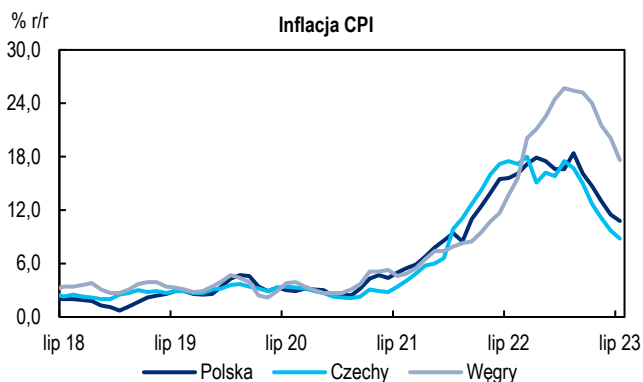
Spis treści

Nr str.

- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Dalsze spadki inflacji w CEE



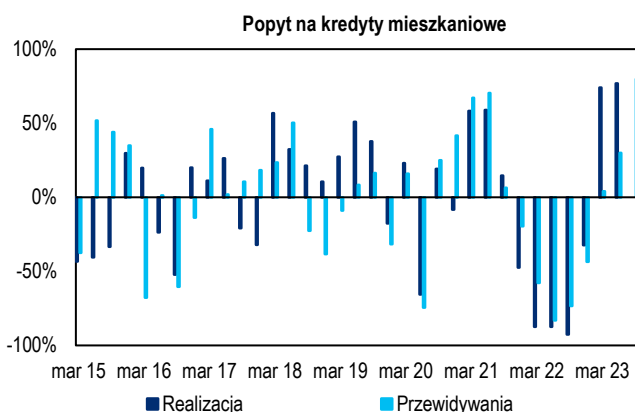
■ W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane dotyczące inflacji za lipiec dla Węgier oraz Czech. W Czechach inflacja okazała się być zgodna z konsensem i obniżyła się do poziomu 8,8% r/r, czyli poniżej odczytu z czerwca na poziomie 9,7% za co jest odpowiedzialny silny efekt bazy.

■ W przypadku Węgier inflacja spadła z 20,1% r/r do 17,6% r/r. Oczekujemy, że trend spadkowy będzie utrzymywał się do końca roku. Perspektywa dalszego spadku inflacji powinna pozwolić NBH na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach.

■ Ostateczne lipcowe dane potwierdziły obniżenie się inflacji w Polsce do 10,8% r/r. Z punktu widzenia polityki pieniężnej kluczowe pozostaje przekroczenie poziomu 10%.

Źródło: Haver, Szacunki Citi Handlowy

Wykres 3. Wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe

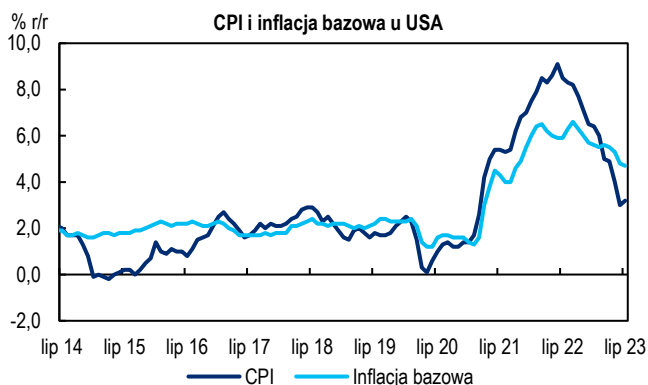


■ Według wyników ankiety NBP przeprowadzonej wśród przewodniczących komitetów kredytów, banki w II kwartale 2023 r. odnotowały wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe, do czego przyczyniły się między innymi prognozy odnośnie sytuacji na rynku mieszkaniowym, złagodzenie kryteriów udzielania kredytów w I kwartale oraz poprawa sytuacji ubiegających się o kredyt gospodarstw domowych. Jednocześnie NBP w raporcie podkreśla, że banki spodziewają się dalszego utrzymania wzrostowego trendu popytu na kredyty mieszkaniowe w III kwartale.

■ Oczekiwania te potwierdza BIK, który poinformował, że w lipcu wartość zapytań o kredyty mieszkaniowe wzrosła o 273,1% względem lipca zeszłego roku. Za wzrost popytu odpowiada zarówno trzykrotny wzrost liczby osób wnioskujących (efekt programu „Bezpieczny Kredyt 2 proc.”) jak i wzrost zdolności kredytowej (wzrost wynagrodzeń, spadek rynkowych stóp procentowych oraz działania regulacyjne).

Źródło: NBP, BIK, szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. Szansa na brak podwyżki stóp procentowych przez Fed we wrześniu



■ Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych w lipcu okazała się być nieco niższa niż oczekiwania rynkowe i wyniosła 3,2% r/r (wobec konsensusu 3,3% oraz odczytu 3,0% za czerwiec), co było jej pierwszym od dwunastu miesięcy wzrostem. W ujęciu miesięcznym odczyt pokrył się z oczekiwaniami na poziomie 0,2% m/m. Nieco niższe niż oczekiwaliśmy okazały się ceny energii. Inflacja bazowa również wzrosła o 0,2% m/m, czyli 4,7% r/r.

■ Odczyt inflacji z lipca może spowodować, że Fed wstrzyma się z podwyżką stóp procentowych we wrześniu. Od danych sierpniowych, które poznamy tydzień przed posiedzeniem, zależeć będzie czy prognoza inflacji będzie wystarczająco niska, żeby zaszykalizować brak podwyżek we wrześniu. Wciąż oczekujemy, że Fed podniesie stopy o 25 pb w listopadzie. Rynkowe wyceny są obecnie bardziej umiarkowane wobec działań Fed, gdyż notowania instrumentów wskazują na około 30% prawdopodobieństwo podwyżki stóp w listopadzie.

Źródło: Haver, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 sie PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	VI	2,173	1,769	1,392
15 sie WTOREK							
4:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	5,2	4,3	4,4
4:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	4,3	4,0	3,1
8:30	HU	Produkcja przemysłowa - finalny odczyt	% r/r	VI	--	--	-3,8
11:00	DE	Indeks instytutu ZEW	pkt	VIII	-18,0	-12,0	-14,7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	0,4	0,4	0,2
16 sie ŚRODA							
8:30	HU	PKB - wstępny odczyt	% r/r	2Q	-1,0	--	-0,9
9:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	VII	--	1,5	1,9
10:00	PL	PKB - wstępny odczyt	% r/r	2Q	-1,0	-0,3	-0,3
11:00	EUR	PKB - wstępny odczyt	% kw/kw	2Q	--	0,6	0,6
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	0,2	-0,6	0,2
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VII	10,9	10,7	11,1
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	VII	1,491	1,440	1,434
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	VII	1,527	1,460	1,441
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	0,6	0,3	-0,5
17 sie CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	240	--	248
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VIII	--	-10,0	-13,5
18 sie PIĄTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - finalny odczyt	% r/r	VII	5,3	5,3	5,5

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	947
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,392	3,668
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,526	24,910
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
Konsumpcja (% 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	7,2	5,8
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,9	5,9
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	6,25	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,44	5,26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,50	5,30
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	-20,6	-8,0	-17,9
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 pierwotnych	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-35,3	-39,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-4,8
Saldo pierwotne sektora	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 Trzciolek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażyстка

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 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.