

11 sierpnia 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Nierezydenci umiarkowanie zainteresowani polskimi obligacjami

- Na koniec pierwszego półrocza tego roku stan posiadania polskich instrumentów dłużnych denominowanych w złotym przez nierezydentów wyniósł 162 mld PLN, co oznacza wzrost o 14 mld PLN w porównaniu do końca ubiegłego roku. Pomimo nominalnego wzrostu portfeli inwestorów zagranicznych, ich udział w wyemitowanych złotych papierach skarbowych obniżył się do 12,1% (wobec 12,7% na koniec 2024 r.) i od dłuższego czasu znajduje się w trendzie spadkowym.

- Analizując strukturę geograficzną inwestorów zagranicznych, wciąż najwięcej polskich obligacji skarbowych znajduje się w posiadaniu inwestorów z Japonii (17,1 mld PLN – wzrost o 1,1 mld PLN od końca 2024). W 2025 najbardziej zwiększyły się portfele inwestorów z Wielkiej Brytanii (o 1,8 mld PLN), Francji (1,6 mld PLN) oraz Irlandii i Niemiec (1,4 mld PLN w obu przypadkach). Patrząc na długoterminowe trendy, od początku 2015 roku najmocniej swoje zaangażowanie w polskie instrumenty dłużne ograniczyli kupujący z rachunków zarejestrowanych w Luksemburgu oraz USA, które wynosiły wtedy łącznie 75,5 mld PLN wobec 17,2 mld PLN obecnie.

- Nierezydenci w większym stopniu wyrażają zainteresowanie obligacjami emitowanymi przez Skarb Państwa, które są denominowane w walutach obcych (przede wszystkim w EUR i USD). Od początku roku sprzedaż tych papierów stanowi równowartość ok. 48 mld PLN, a historycznie inwestorzy zagraniczni posiadali około 90% całej emisji w walutach obcych.

- Przy umiarkowanym zainteresowaniu polskimi instrumentami dłużnymi, „ciężar” finansowania spada na krajowych inwestorów. Wciąż największą grupą posiadaczy długu emitowanego w złotych jest sektor bankowy (udział blisko 50%). Pozabankowy sektor finansowy posiada łącznie blisko 14% rządowych aktywów złotych, a gospodarstwa domowe nieco ponad 12%.

- Według naszych szacunków, Ministerstwo Finansów sfinansowało już ok. 90% tegorocznych potrzeb pożyczkowych i prawdopodobnie na przełomie III i IV kwartału plan zostanie zrealizowany. Na aukcjach obligacji nie zauważamy problemu ze sprzedażą, pomimo relatywnie dużych rozmiarów przetargów. Relacja zgłoszonego przez kupujących popytu do ostatecznej sprzedaży oscyluje w granicach 130%, co oznacza, że na razie nie brakuje chętnych na nabywanie polskich obligacji. Do końca wakacji rząd powinien przedstawić projekt przyszłorocznego budżetu, co pozwoli ocenić skalę przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych oraz źródła finansowania deficytu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

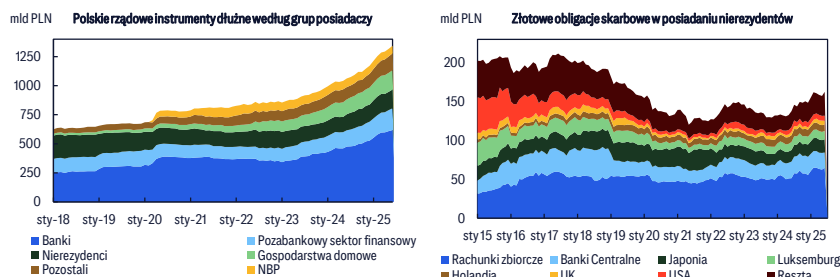
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Nierezydenci stanowią coraz mniejszy udział w rządowych instrumentach dłużnych

Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Dane o PKB na horyzoncie

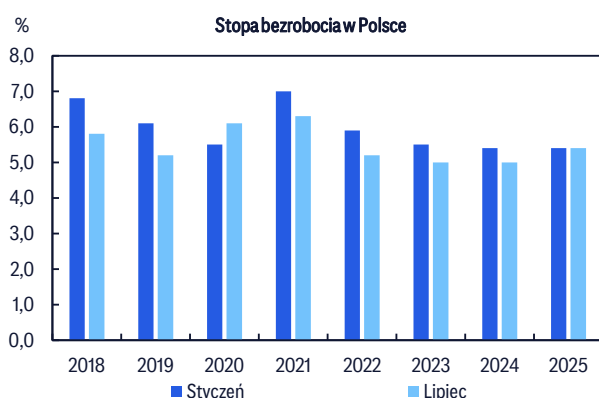


Źródło: Citi Handlowy

- W środę opublikowany zostanie wstępny odczyt PKB dla Polski za drugi kwartał bieżącego roku. Spodziewamy się wzrostu na poziomie 3,5% r/r, co oznaczałoby nieznaczne przyspieszenie wobec poprzedniego kwartału (3,2% r/r). Głównym motorem napędowym wzrostu PKB wciąż pozostaje konsumpcja prywatna.

- Nasze oczekiwania pozostają spójne z miesięcznymi danymi dotyczącymi aktywności gospodarczej. O ile w czerwcu dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej rozczarowały, to wciąż skumulowane wyniki za II kwartał są lepsze niż przed rokiem. Na szczegółowe dane o PKB przyjdzie nam jednak poczekać do początku września, kiedy to możliwa będzie dokładna analiza jego komponentów.

Wykres 3. Lipcowa stopa bezrobocia powodem do niepokoju?

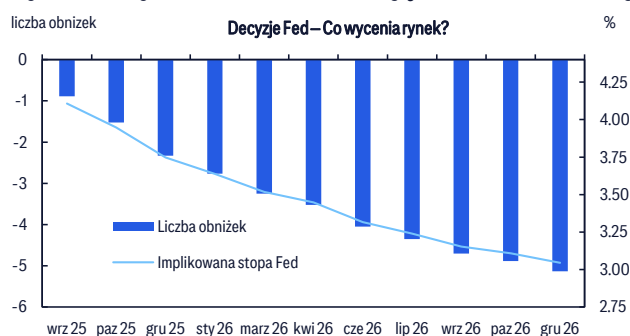


Źródło: Citi Handlowy, MRPIPS, GUS

- W lipcu stopa bezrobocia rejestrowanego według wstępnego szacunku MRPIPS nieoczekiwanie wzrosła do 5,4% z 5,2% w czerwcu. Wynik ten był o tyle zaskakujący, że co roku (poza COVID-owym 2020 r.) bezrobocie w lipcu jest dzięki czynnikom sezonowym niższe niż w styczniu. Tym razem tak nie było.

- Odczyt lipcowego szacunku nie powinien jednak niepokoić. Od czerwca w życie weszła nowa ustawa regulująca funkcjonowanie rynku pracy, wprowadzająca m.in. możliwość zachowania statusu osoby bezrobotnej bez konieczności osobistego stawiennictwa w urzędzie oraz umożliwiającą rejestrację bezrobotnych poza miejscem zameldowania. Te zmiany jednocześnie ograniczały liczbę wyrejestrowań bezrobotnych oraz zwiększały nowe rejestracje. Jednocześnie w lipcu do urzędów pracy zgłoszono o 35,3% więcej ofert pracy niż w czerwcu.

Wykres 4. Rynki finansowe oczekują obniżki w Stanach już we wrześniu



Źródło: Citi Handlowy, S&P Global

- W tym tygodniu uwaga uczestników rynku skupi się na wtorkowej publikacji danych o inflacji w Stanach Zjednoczonych. Spodziewamy się, że inflacja bazowa w lipcu wzrośnie do 0,3% m/m z 0,2% miesiąc wcześniej. Naszym zdaniem na lipcowe dane wpłynęły wchodzące w życie cła importowe, które przyczyniały się do wzrostu cen towarów. Jednocześnie w przypadku usług spodziewamy się stopniowego schładzania presji cenowej.

- Ponieważ efekt ceł na inflację najprawdopodobniej okaże się przejściowy, wzrost inflacji bazowej w lipcu nie powinien być przeszkodą dla spodziewanych obniżek stóp przez Fed. Rynki finansowe wyceniły praktycznie pełną obniżkę stóp o 25pb we wrześniu, jednak pozostaje pewne ryzyko, że ostatecznie zmiana stóp może okazać się nawet większa niż sugerują notowania rynkowe.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 sie WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VIII	--	40,0	52,7
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VII	0,2	0,2	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VII	0,3	0,3	0,2
13 sie SRODA							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VII	--	2,0	2,0
10:00	PL	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q2	3,5	3,4	3,2
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	VI	-1.243	-960	-1.740
14 sie CZWARTEK							
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VII	3,1	3,1	3,1
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	VII	0,3	0,2	0,0
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	VII	0,2	0,2	0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	223	--	226
15 sie PIĄTEK							
04:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	5,8	6,0	6,8
04:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	5,0	4,6	4,8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	0,6	0,5	0,6
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	0,1	0,1	0,3
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	VIII	61,5	62,0	61,7

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1065	1120
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3900	4162
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28482	29947
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.50	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.62	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.66	3.71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.24	4.26
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.24
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.7	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.1	-1.4
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	410.6	436.3
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	412.7	437.7
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	46.6	51.0
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy 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

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@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 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 tożsamy 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.