

1 grudnia 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Umiarkowany napływ kapitału zagranicznego do polskiego długu

- Wysoki poziom deficytu fiskalnego, który wynosi blisko 7% PKB oraz związane z tym podwyższone potrzeby pożyczkowe mogą rodzić pytania o źródła finansowania budżetu. W ostatnich latach ciężar finansowania przesunął się zdecydowanie w stronę krajowych inwestorów finansowych (głównie banków) kosztem między innymi inwestorów zagranicznych.

- Najnowsze dane ministerstwa finansów pokazały, że w październiku wartość portfeli nierezydentów w polskich obligacjach skarbowych (denominowanych w złotym) zwiększyła się o 5,7 mld, a ich udział w długu SP (w PLN) wzrósł nieznacznie do 12% z 11,9% we wrześniu. W ostatnich latach udział inwestorów zagranicznych w złotowym długu SP ulegał spadkom, chociaż w wolniejszym tempie niż miało to miejsce od 2014 roku, kiedy udział nierezydentów stanowił ponad 40%. Analizując zadłużenie wobec nierezydentów w ujęciu geograficznym nie widzimy istotnych zmian, gdyż wciąż najwięcej obligacji znajduje się w posiadaniu inwestorów z Japonii, Luksemburga oraz Wielkiej Brytanii. Nieco ponad połowa z papierów posiadanych przez inwestorów zagranicznych jest zapisana na rachunkach zbiorczych bądź jest w posiadaniu zagranicznych banków centralnych.

- Umiarkowany wzrost portfeli złotych obligacji skarbowych nie oznacza, że kapitał zagraniczny nie jest w ogóle zainteresowany papierami dłużnymi emitowanymi przez Polskę. Dane z bilansu płatniczego wskazują, że transakcje nierezydentów w papierach z sektora instytucji rządowych i samorządowych (uwzględnia również obligacje gwarantowane przez skarb państwa) oscylują w ostatnich czterech kwartałach w okolicach 1,5% PKB. Ten napływ stanowi istotną poprawę wobec aktywności nierezydentów w latach 2018-2022. Napływ kapitału zagranicznego do sektora *general government* wynika przede wszystkim ze wzmożonych zakupów obligacji skarbowych denominowanych w walutach obcych.

- Pomimo umiarkowanego zainteresowania nierezydentów papierami denominowanymi w złotym, popyt na aukcjach obligacji skarbowych pozostaje solidny, dzięki czemu Ministerstwo Finansów nie napotyka problemów w procesie finansowania potrzeb pożyczkowych. Spread rentowności polskich papierów 10-letnich w relacji do niemieckiego Bunda znajduje się najniższy od blisko 5 lat, na co wpływ wywiera silny spadek inflacji oraz idące za tym obniżki stóp przez RPP. Obawy o stan finansów publicznych mogą być odzwierciedlone w spreadzie ASW (spread polskich obligacji nad swapami opartymi o WIBOR), który oscyluje obecnie w okolicach 100 pb.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

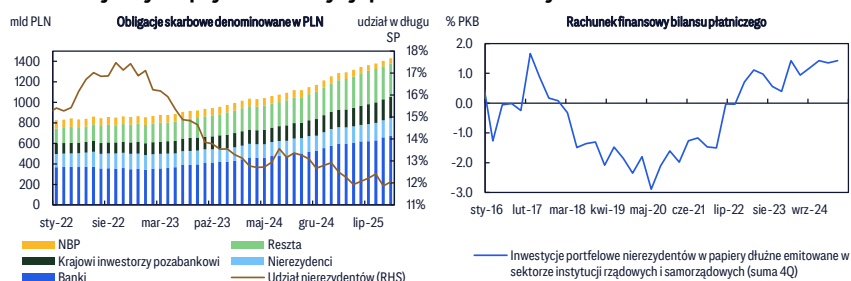
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

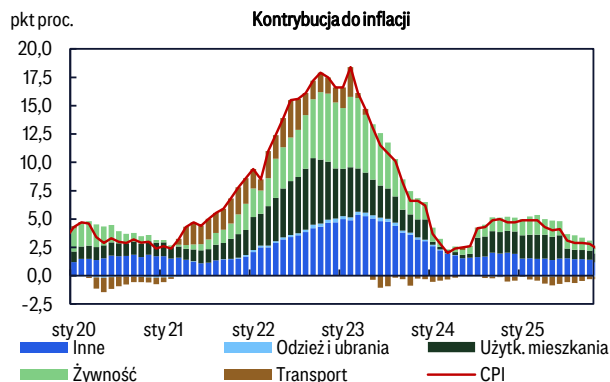
Wykres 1. Inwestorzy zagraniczni wyrażają umiarkowane zainteresowanie obligacjami denominowanymi w PLN, jednak w ostatnich kwartałach obserwujemy napływ inwestycji portfeli dłużnych do Polski



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów, NBP

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Silny spadek inflacji otwiera drogę do grudniowych obniżek

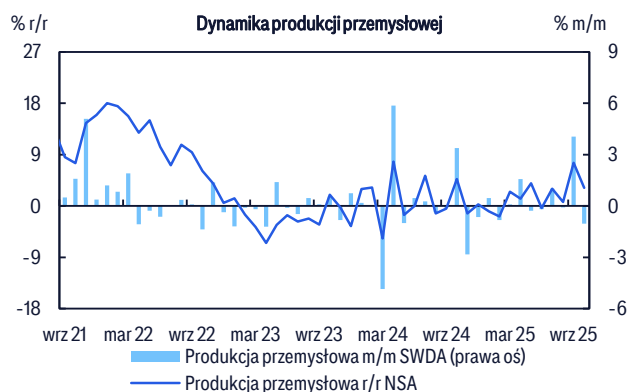


Źródło: GUS, Citi Handlowy

• Według szybkiego szacunku GUS inflacja w listopadzie obniżyła do 2,4% r/r wobec 2,8% r/r w październiku, tym samym spadając poniżej celu NBP (2,5%). Odczyt okazał się istotnie niższy zarówno od naszej prognozy, jak i konsensusu rynkowego na poziomie 2,6% r/r. W ujęciu rocznym ceny paliw, żywności i energii wzrosły odpowiednio o 2,2%, 0,1% i 0,1%. W najbliższych miesiącach nasza prognoza zakłada utrzymywanie się inflacji w pobliżu celu NBP. Spodziewamy się, że w przyszłym roku również inflacja bazowa będzie zmierzać w stronę 2,5%.

• Biorąc pod uwagę znaczący spadek inflacji, dodatkowo silniejszy niż zakładała prognoza NBP, przypuszczamy, że RPP zdecyduje się na obniżkę stóp o 25 pb już na grudniowym posiedzeniu, w efekcie której stopa referencyjna wyniosłaby 4,00%. Choć w naszej prognozie stopa końcowa w bieżącym cyklu wynosi 3,75%, to ryzyka dla jej ostatecznego wyniku pozostają przesunięte w stronę niższego poziomu.

Wykres 3. Gospodarka przyspiesza, rynek pracy hamuje

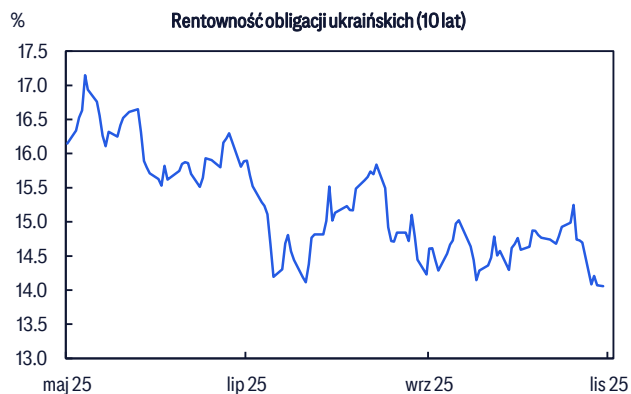


Źródło: GUS, Citi Handlowy

• Październikowe dane potwierdziły, że aktywność gospodarcza nie traci impetu. Zarówno produkcja przemysłowa, jak i sprzedaż detaliczna zaskoczyły w górę, przebijając konsensus rynkowy oraz nasze prognozy. Sprzedaż wzrosła o 5,4% r/r, wobec 6,4% we wrześniu, natomiast produkcja przemysłowa zwiększyła się o 3,2% r/r wobec 7,4% we wrześniu. Co istotne, w przeciwieństwie do września, październikowe odczyty nie były wspierane przez efekty kalendarzowe, co tym bardziej świadczy o dobrej kondycji polskiej gospodarki.

• Z kolei dynamika płac wyhamowała w październiku do 6,6% r/r z 7,5% we wrześniu, schodząc poniżej naszej prognozy (7,0%) oraz konsensusu rynkowego (7,3%). Choć schładzanie na rynku pracy staje się coraz bardziej widoczne, jak dotąd nie widzimy oznak osłabienia konsumpcji prywatnej.

Wykres 4. Inwestorzy ponownie liczą na porozumienie pokojowe Rosji i Ukrainy



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

• Po raz trzeci już w tym roku inwestorzy zaczynają częściowo wyceniać możliwość szybszego podpisania zawieszenia broni między Rosją a Ukrainą. W ostatnich dwóch tygodniach rentowności ukraińskich obligacji mocno spadły, a notowania rubla zyskały na wartości. Na razie jednak nie widać rzeczywistego postępu w rozmowach pokojowych i szanse na szybkie podpisanie porozumień wydają się co najwyżej umiarkowane.

• Z punktu widzenia Polski i innych krajów regionu ewentualne zawieszenie działań wojennych na Ukrainie mogłoby być bardzo istotnym wydarzeniem, potencjalnie prowadząc do wzmocnienia złotego. Niemniej jak wspominaliśmy już w naszych raportach w przeszłości ([tutaj](#)), efekt pro wzrostowy w skali makroekonomicznej byłby niewielki, a ryzyko masowego odpływu ukraińskich migrantów jest naszym zdaniem mniejsze niż się często zakłada.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
1 gru PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	XI	--	--	51,9
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	48,3	49,2	48,7
2 gru WTOREK							
08:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q3	0,6	--	0,6
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	XI	2,1	2,1	2,1
3 gru ŚRODA							
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XI	--	52,7	52,7
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XI	53,1	53,1	53,1
14:00	PL	Decyzja RPP	%	XII	4,00	--	4,25
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	0,4	0,0	0,1
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XI	--	--	55
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	51,0	52,2	52,4
4 gru CZWARTEK							
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	3,0	--	3,0
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	XI	2,4	--	2,5
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	-0,2	0,0	-0,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	214	--	216
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	IX	--	-65,5	-59,6
5 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	X	0,3	0,5	1,1
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	-3,5	--	1,3
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	2,2	--	2,6
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	Q3	0,2	0,2	0,1
16:00	USA	Dochód osobisty	% m/m	IX	0,2	0,4	0,4
16:00	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	IX	0,4	0,3	0,6
16:00	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	IX	0,2	0,2	0,2
16:00	USA	Deflator PCE	% m/m	IX	0,2	0,3	0,3
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	IX	--	0,2	1,4
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	XII	50,4	--	51,0

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	1056	1078
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3892	4149
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28224	28820
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	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.5	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	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	4.5	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.6	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.2
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7
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	4.25	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.26	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.65	3.88
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.26	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.9	-19.2	-31.0
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	390.5	388.4
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	409.7	419.3
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.3	49.2
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.4	-38.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.9	-6.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-4.3	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.9	53.8

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 jedynego 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.