

Plan finansowania budżetu nie zakłada problemów w Q2

- Według naszych szacunków Ministerstwo Finansów po pierwszym kwartale zapewniło około 40% tegorocznych potrzeb pożyczkowych 2026 roku. Wartość ta jest znacznie niższa niż w ostatnich kilku latach, gdy średnia realizacja potrzeb pożyczkowych przekraczała 60% po pierwszych trzech miesiącach roku. Na emisję obligacji w I kw. w pewnym stopniu wpływała eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie. Jednak według naszych szacunków, gdyby Ministerstwo Finansów nie napotkało żadnych problemów na aukcjach w marcu, realizacja potrzeb pożyczkowych byłaby wyższa jedynie o około 3 punkty procentowe.

- Dotychczasowa emisja w od stycznia do marca była pokryta głównie poprzez prefinansowanie w 2025 roku (21%) oraz emisję hurtowych obligacji skarbowych (14%). Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje hurtowe o wartości 96 mld PLN, co stanowi około 30% rocznego planu. Sprzedaż obligacji zagranicznych zasilą budżet kwotą 18,5 mld PLN (38% planu na 2026 rok). Warto odnotować, że Polska nie otrzymała dotychczas żadnych zagranicznych pożyczek, choć środki z KPO prawdopodobnie napłyną w późniejszej części roku.

- Głównym znakiem zapytania na najbliższe kilka miesięcy pozostaje to, czy podwyższona zmienność na rynkach długu wpłynie na możliwość sfinansowania wysokich potrzeb pożyczkowych oraz czy przełoży się istotnie na koszt finansowania. Ministerstwo Finansów było zmuszone odwołać jedną ze swoich aukcji w marcu (która przypadła w pierwszym tygodniu eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie). Ponadto jedyna regularna aukcja sprzedaży obligacji, która odbyła się pod koniec marca, przyciągnęła znacznie mniejszy popyt – emisja wyniosła 7,3 mld PLN wobec średniej na poziomie 13,3 mld PLN w okresie styczeń–luty.

- Plan emisji na II kwartał 2026 roku nie zakłada, naszym zdaniem, problemów w procesie finansowania. Ministerstwo Finansów przewiduje, że emisja obligacji hurtowych wyniesie od 50 mld PLN do 90 mld PLN w ramach 7 lub 8 regularnych aukcji, a dodatkowo możliwe są dwa przetargi zamiany. Patrząc na szczegóły aukcji kwietniowych, średnia sprzedaż na regularnych przetargach planowana jest na poziomie do 13 mld PLN, ale nieco niżej ustawiono próg minimalnej sprzedaży - o około 1–3 mld PLN niżej niż wcześniej w tym roku.

- Uważamy, że Ministerstwo Finansów pozostanie czujne wobec panujących warunków na rynkach finansowych. Nie wykluczamy, że plany aukcyjne mogą wymagać dalszej rewizji, gdyby doszło do wzrostu zmienności rentowności obligacji lub braku płynności na rynku wtórnym.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

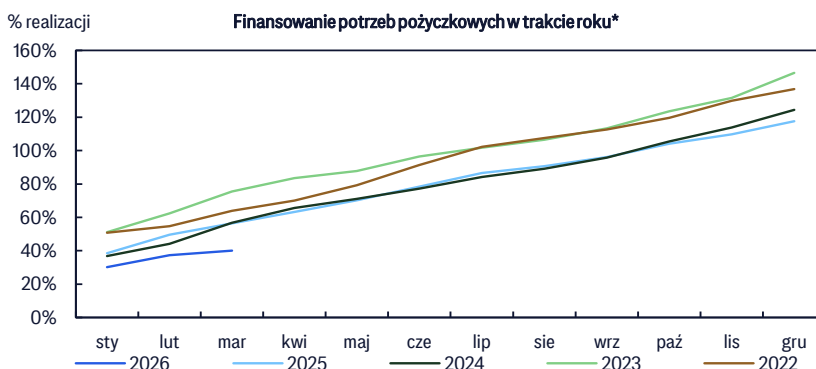
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

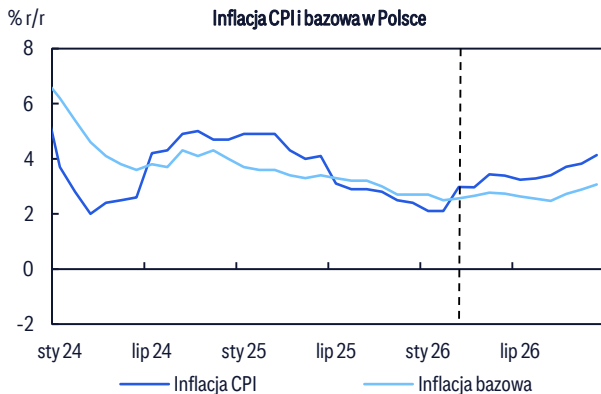
Wykres 1. Finansowanie budżetu przebiega wolniej niż w latach ubiegłych



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów; *wobec potrzeb zapisanych w pierwotnej ustawie budżetowej

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Wzrost presji inflacyjnej słabszy niż zakładano

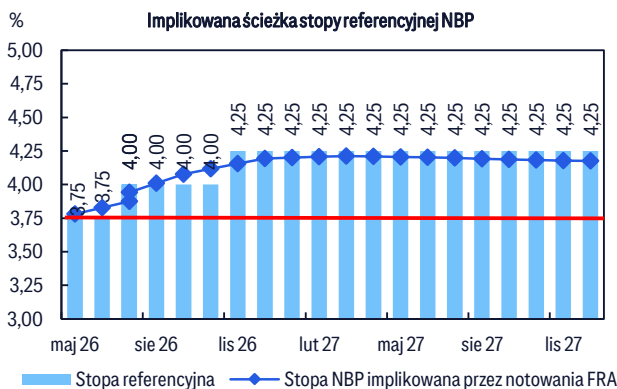


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Według szybkiego szacunku inflacji CPI w Polsce, wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł w marcu 3,0% r/r wobec 2,1% r/r w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynkowych (3,3% r/r) oraz naszej prognozy (3,2% r/r). Na niższy odczyt wpłynęły głównie ceny paliw, których wzrost okazał się słabszy niż zakładano. Efekt ten mógł wynikać jednak ze sposobu zbierania danych przez GUS, który najprawdopodobniej bazował na obserwacjach z pierwszych tygodni miesiąca, nie wychwytyjąc w pełni późniejszych wzrostów cen paliw.

- Również w strefie euro szybki szacunek inflacji HICP okazał się niższy od oczekiwań, wskazując na wzrost cen o 2,0% r/r (konsensus rynkowy: 2,5% r/r). Na niższy wynik wpłynęły zarówno czynniki bazowe, jak i wprowadzone w niektórych krajach (Włochy, Hiszpania) działania fiskalne ograniczające wzrosty cen paliw.

Wykres 3. Początek dłuższej paazy?

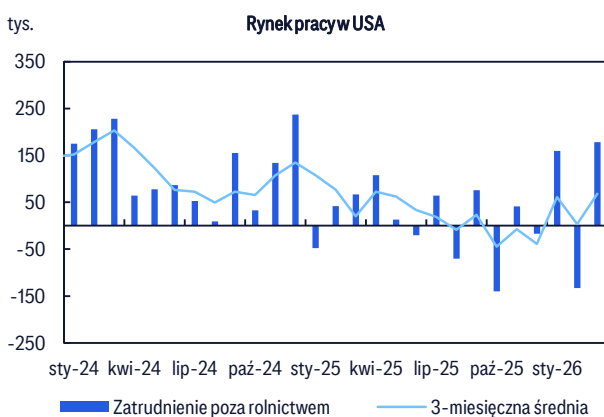


Źródło: NBP, Bloomberg, Citi Handlowy

- W czwartek poznamy decyzję RPP w sprawie stóp procentowych. Oczekujemy, że Rada pozostawi stopy bez zmian, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Po marcowej obniżce RPP przyjmie najprawdopodobniej bardziej wyczekujące podejście, powstrzymując się od dalszych działań, jak i jednoznacznej oceny wpływu wzrostu cen ropy na gospodarkę.

- Choć rynek kontraktów FRA wycenia obecnie dwie podwyżki do końca bieżącego roku, w naszym scenariuszu bazowym zakładamy pozostawienie stóp na obecnym poziomie, m.in. ze względu na niższe ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy niż w okresie poprzedniego szoku energetycznego. Niemniej w przypadku przedłużenia się konfliktu i utrzymania się cen ropy na podwyższonych poziomach nie można wykluczyć nasilenia presji inflacyjnej, co w dalszej perspektywie mogłoby wymusić dostosowanie stóp w górę.

Wykres 4. Zaskakująco mocny wzrost zatrudnienia w USA



Źródło: Citi Handlowy, BLS

- Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA wzrosło w marcu o 178 tys, przebijając oczekiwania na poziomie 60 tys. Dane wskazują na bardzo dużą zmienność, gdyż w lutym zatrudnienie spadło o 133 tys (rewizja w dół z -92 tys) na co wpływały strajki pracowników służby zdrowia oraz warunki pogodowe. Stopa bezrobocia nieznacznie spadła w marcu do 4,3% z 4,4%, a wzrost wynagrodzeń obniżył się do 0,2% m/m wobec 0,4% miesiąc wcześniej (konsensus: 0,3%).

- Rentowności amerykańskich obligacji 2-letnich rosły o ok. 7 pb w reakcji na dane, jednak ruch ten został w trakcie sesji ograniczony do ok 3 pb. Pole do działań Fed w polityce pieniężnej wydaje się w najbliższym czasie ograniczone, a wyceny rynkowe wskazują na brak zmian stóp fed funds do końca tego roku.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 kwi		WTOREK					
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	II	0,3	--	0,0
8 kwi		ŚRODA					
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	II	2,0	2,0	-11,1
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	4,0	--	3,5
09:30	HU	Produkcja przemysłowa, WDA	% r/r	II	-0,3	--	0,3
09:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	III	2,3	--	1,4
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	-0,5	0,2	-0,1
9 kwi		CZWARTEK					
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, SA	% m/m	II	0,3	0,6	-0,5
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa, WDA	% r/r	II	1,9	1,5	2,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	213	210	202
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	II	0,2	--	0,4
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	II	0,6	--	0,4
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	II	0,4	0,4	0,4
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	II	0,4	0,4	0,3
14:30	USA	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q4	--	0,7	0,7
--	PL	Decyzja RPP	%	IV	3,75	3,75	3,75
10 kwi		PIĄTEK					
03:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	III	0,3	0,4	-0,9
03:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	III	0,9	1,2	1,3
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	III	2,7	2,7	2,7
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	III	0,2	0,3	0,2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	III	0,9	0,9	0,3
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	II	--	--	0,1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	IV	49,8	52,5	53,3

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1097	1166
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4176	4432
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27758	29332	31160
Populacja (mln)	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.7	5.8	5.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.9	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	8.8	1.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.8	3.4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.7	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	6.0	4.4
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.0	6.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.0	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.2	3.5
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.04	3.88	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.30	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.80
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.81	3.80
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.33	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.31	4.31
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-7.1	-14.6	-19.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-14.9	-23.9	-28.2
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.0	412.4	427.5
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	405.0	436.3	455.7
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	44.9	46.0
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.1	-37.0	-37.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.2	-6.6	-6.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.7	-3.9	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	49.2	52.3	55.9

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 otrzymaniem 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.