

6 lipca 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Realizacja potrzeb pożyczkowych wciąż idzie powoli

- Po pierwszej połowie roku Ministerstwo Finansów zrealizowało ok. 63% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Biorąc pod uwagę finansowanie budżetu państwa z lat ubiegłych, realizacja w 2026 roku jest zdecydowanie wolniejsza, gdyż w ostatnich pięciu latach finansowanie w pierwszej połowie roku było zapewnione w około 80%.

- Powodem wolniejszego finansowania budżetu w tym roku jest znaczny wzrost potrzeb pożyczkowych, gdyż kwota zapisana w budżecie na 2026 rok jest o ponad 36% wyższa od zrealizowanych potrzeb z roku ubiegłego. Na ten moment nie widać czynników, które skłaniałyby do oceny, że Ministerstwo Finansów ma trudności z plasowaniem obligacji na rynku, gdyż łączna kwota zacięgniętych w tym roku zobowiązań jest zbliżona do analogicznego okresu w 2025 roku. Na nieco niższy poziom sprzedaży obligacji skarbowych w tym roku wpływa odwołanie aukcji zaplanowanej w pierwszej w połowie marca, krótko po eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, kiedy panowały niesprzyjające warunki na rynku dłużnym (wysoka zmienność, trudność ustalenia ceny oraz awersja wobec ryzyka ze strony inwestorów). Ta aukcja zostanie prawdopodobnie „nadrobiona” w miesiącach letnich, kiedy to zwyczajowo w lipcu lub w sierpniu MF decydowało się w latach ubiegłych na przeprowadzenie mniejszej liczby przetargów niż w pozostałej części roku.

- Plan finansowania budżetu państwa na III kwartał tego roku zakłada sprzedaż obligacji w kwocie do 100 mld PLN na aukcjach regularnych, ponadto planowane są wpływy ze sprzedaży bonów skarbowych oraz ewentualnych emisji obligacji zagranicznych czy zaciągania pożyczek zagranicznych.

- Nasze szacunki wskazują, że w stosunku do planu na cały rok MF powinno wyemitować jeszcze co najmniej 140 mld PLN w obligacjach skarbowych, dlatego zakładamy, że realizacja potrzeb pożyczkowych zostanie zakończona na przełomie października i listopada, a na pozostałych przetargach będą prefinansowane przyszłoroczne potrzeby. Na ten moment prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb wynosi według naszych szacunków 1,5% (w wyniku akcji zamiany) i widzimy ryzyko, że stopień finansowania przyszłorocznych potrzeba może znaleźć się poniżej 30% (średnia z ostatnich pięciu lat).

- Tegoroczny budżet zakładał wpływ pożyczek zagranicznych w wysokości 53,5 mld PLN, a do tej pory na konta MF wpłynęło 10,3 mld PLN. Według komunikacji z Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej do końca roku Polska otrzyma 100 mld zł z tytułu KPO, a nasze szacunki wskazują, że ponad 40 mld PLN z tej kwoty będzie pochodziło z części pożyczkowej.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

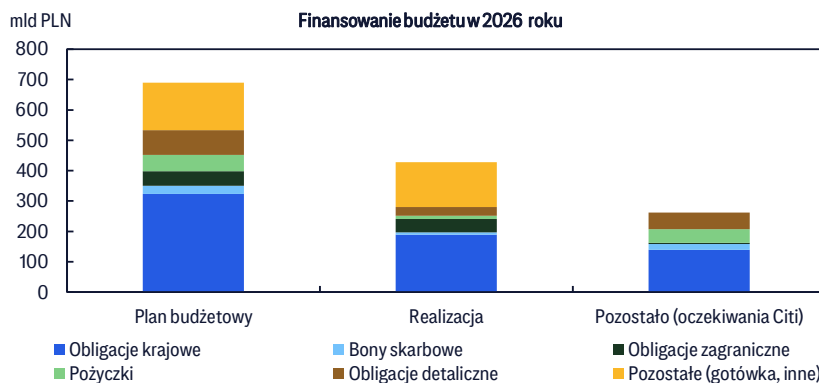
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

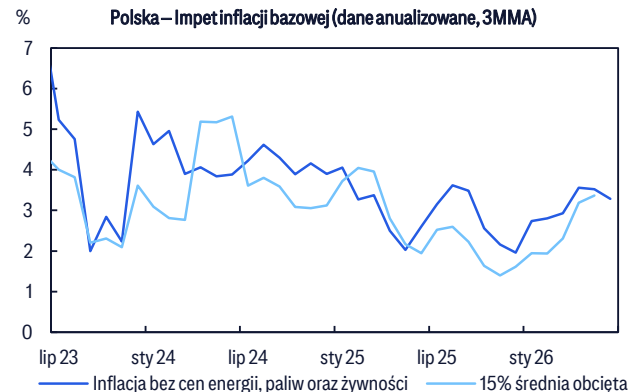
Wykres 1. W tym roku pozostało do sfinansowania 37% potrzeb pożyczkowych, które będą realizowane głównie z obligacji krajowych i pożyczek zagranicznych



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Tydzień w wykresach

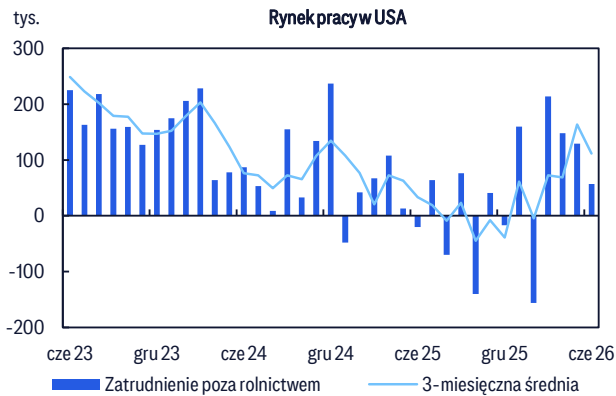
Wykres 2. Pomimo spadku inflacji CPI, inflacja bazowa pozostaje na podwyższonym poziomie



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, NBP, GUS

- W czerwcu inflacja w Polsce spadła bardziej niż oczekiwano i osiągnęła 2,5%, powracając tym samym do celu NBP. W porównaniu z naszymi prognozami niespodzianka wynikała w ~70% z niskich cen żywności oraz energii.
- Według naszych szacunków inflacja bazowa spadła do około 2,9%, ale jej impet pozostaje wysoki, wyraźnie powyżej 3% (wykres 2). Wskazuje to na utrzymywanie się presji cenowej w kategoriach nie związanych z żywnością, co – pomimo powrotu CPI do celu – ogranicza możliwość dyskusji o ewentualnych obniżkach stóp. W tym kontekście ciekawe będzie to, co powie prezes NBP po zaplanowanej na ten tydzień decyzji o stopach procentowych (oczekujemy pozostawienie stóp bez zmian, podkreślenia faktu powrotu CPI do celu i jednocześnie neutralnego tonu).

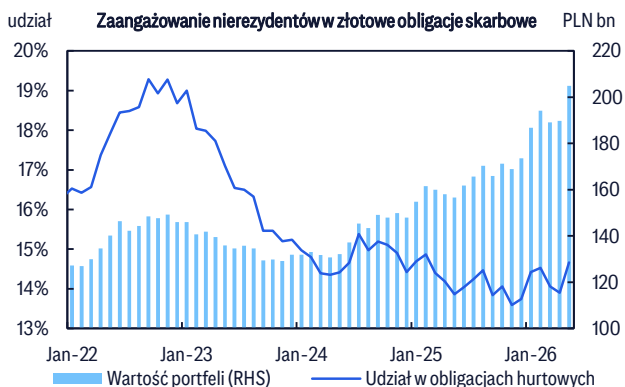
Wykres 3. Rynek pracy przestał wspierać jastrzębi Fed



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Słabsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym za czerwiec podważyły obraz odpornego rynku pracy, który w ostatnim czasie wspierał bardziej restrykcyjne nastawienie Fedu. Zatrudnienie wzrosło zaledwie o 57 tys. wobec konsensusu rynkowego na poziomie 118 tys., a dane za dwa poprzednie miesiące zrewidowano łącznie o 74 tys. w dół. Stopa bezrobocia obniżyła się z 4,3% do 4,2%, co wynikało jednak przede wszystkim ze spadku aktywności zawodowej.
- W naszej ocenie najnowsze dane, wraz z oczekiwanym wygasaniem presji inflacyjnej, ograniczają argumenty za zacieśnieniem polityki pieniężnej i wzmacniają scenariusz powrotu Fed do obniżek stóp w październiku. W podobnym tonie podczas forum w Sintrze wypowiadał się przewodniczący FOMC K. Warsh, wskazując na spadek ryzyk inflacyjnych oraz unikając wskazań dotyczących przyszłej ścieżki stóp procentowych.

Wykres 4. Ponad 200 mld PLN w portfelach niezydentów



Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP

- W maju wartość portfeli złotych obligacji skarbowych w posiadaniu niezydentów wzrosła o 15,2 mld PLN do 204,9 mld PLN. Jednocześnie wzrósł udział inwestorów zagranicznych w całości wyemitowanych hurtowych papierów skarbowych do 14,7% (z 13,9% w kwietniu), osiągając najwyższy udział od lutego ubiegłego roku (kiedy to wynosił 14,9%).
- Pomimo wzrostu udziału niezydentów w polskich obligacjach skarbowych, ich zaangażowanie pozostaje niskie w ujęciu historycznym. Widzimy tutaj dwa czynniki powodujące taki stan rzeczy. Po pierwsze wpisuje się to w szersze trendy obserwowane w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie inwestorzy preferują obligacje tych krajów, ale emitowane w tzw. „twardej walucie” (euro czy dolar). Po drugie, znacznie wzrósł w ostatnich latach udział sektora bankowego w związku z konstrukcją podatku bankowego oraz sytuacją na rynku krajowych depozytów i kredytów.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
6 cze PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VI	--	--	51,3
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VI	54,1	54,4	54,5
7 cze WTOREK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	-0,1	0,4	0,4
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VI	1,8	--	1,8
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VI	2,0	--	2,1
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	V	2,7	--	1,6
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	V	-78,4	-78,8	-55,9
8 cze ŚRODA							
--	PL	Decyzja RPP	%	VII	3,75	3,75	3,75
9 cze CZWARTEK							
03:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	VI	--	4,2	3,9
03:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	VI	--	1,1	1,2
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	2,1	--	1,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	213	--	215
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VI	4,150	4,230	4,170
10 lip PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VI	2,4	2,4	2,4
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VI	2,0	--	2,1

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	1106	1173
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4144	4394
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29562	31346
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	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	2.2
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.4	3.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.9	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	5.0	4.7
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	5.8	6.9
Ceny, pieniądź i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	3.4	3.1
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.8	3.2
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	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.20	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.74	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.75	3.75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.27	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.1	-22.3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.5	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.8	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	423.0	433.6
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	447.8	462.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.9	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.6	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-6.9	-6.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.1	-3.8
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.9	56.7

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 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 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.