

12 stycznia 2026 | 6 stron

Citi Weekly

100 miliardów obligacji w I kwartale

- Potrzeby pożyczkowe brutto na bieżący rok zostały zaplanowane w budżecie na poziomie 690 mld PLN i są wyższe o ponad 40% od oczekiwanej realizacji potrzeb budżetu państwa za ubiegły rok. W ujęciu netto rosną one w relacji do 2025 roku głównie ze względu na planowane przepływy na rachunku walutowym (wynikające z napływów i wypłat środków z UE), gdyż plan zakłada emisję w kwocie od 75 mld PLN do 100 mld PLN na aukcjach regularnych. Biorąc pod uwagę niewielką skalę zapadalności obligacji w pierwszych trzech miesiącach roku (9,3 mld PLN), emisja papierów skarbowych w ujęciu netto będzie wyraźnie dodatnia.
- Zgodnie z informacjami z Ministerstwa Finansów, na ten rok prefinansowano około 23% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Oznacza to, że poziom prefinansowania jest niższy niż w latach ubiegłych (średnio 37% w ostatnich 5 latach).
- Emisja obligacji skarbowych w tym roku prawdopodobnie będzie zbliżona do tej z ubiegłego roku i w ujęciu brutto planowana jest na poziomie 323,4 mld PLN. Duża część z tej sprzedaży prawdopodobnie zostanie zrealizowana już w pierwszym kwartale tego roku, gdyż plan zakłada emisję w kwocie od 75 mld PLN do 100 mld PLN na aukcjach regularnych. W zeszłym roku do Polski wpłynęła pożyczka z tytułu KPO w kwocie 4 mld EUR, natomiast tegoroczny plan zakłada około 12 mld EUR. Warto zaznaczyć, że tegoroczny budżet nie zakłada napływu pożyczek z tytułu unijnego instrumentu SAFE (służącego wsparciu potencjału obronności), co może wskazywać, że środki te będą kierowane do funduszy pozabudżetowych (zakładamy, że w tym roku w ramach prefinansowania z SAFE do Polski napłynie ok. 6,6 mld EUR z przyznanych 43,7 mld EUR).
- W 2026 roku budżet zakłada większy nacisk na finansowanie w walutach obcych. Emisja obligacji walutowych ma być jednak zbliżona do tej z 2025 roku (równowartość 48,6 mld PLN w 2026 wobec 47,7 mld PLN w 2025). Oznacza to, że większe wpływy planowane są przede wszystkim z tytułu pożyczek zagranicznych. W zeszłym roku do Polski wpłynęła pożyczka z tytułu KPO w kwocie 4 mld EUR, natomiast tegoroczny plan zakłada około 12 mld EUR. Warto zaznaczyć, że tegoroczny budżet nie zakłada napływu pożyczek z tytułu unijnego instrumentu SAFE (służącego wsparciu potencjału obronności), co może wskazywać, że środki te będą kierowane do funduszy pozabudżetowych (zakładamy, że w tym roku w ramach prefinansowania z SAFE do Polski napłynie ok. 6,6 mld EUR z przyznanych 43,7 mld EUR).
- W najbliższych miesiącach zakładamy, że w procesie finansowania budżetu władze nie powinny napotkać istotnych problemów, na co wskazuje silny popyt na obligacje denominowane zarówno w złotym jak i walutach obcych. Wyzwaniem na ten rok pozostaje sytuacja fiskalna, gdzie podobnie jak w ubiegłym istnieje ryzyko niższych wpływów niż założono w ustawie budżetowej. Na ten rok w budżecie założono bowiem wpływy pochodzące ze wzrostu opłaty cukrowej oraz akcyzy, które ostatecznie nie weszły w życie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

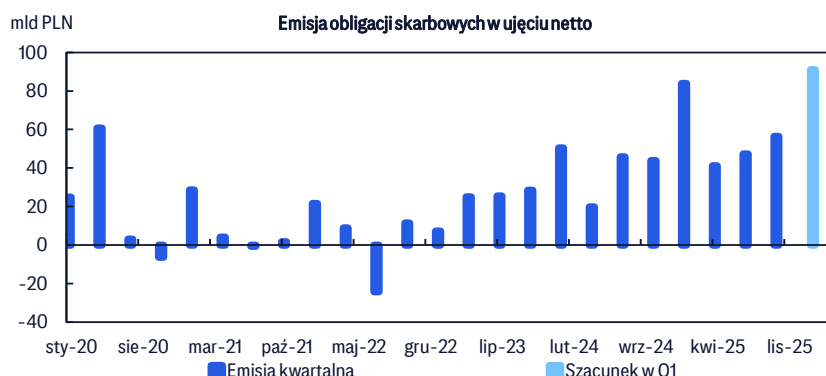
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

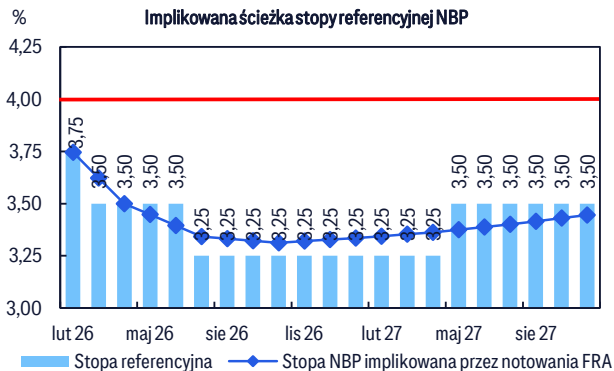
Wykres 1. W Q1 Ministerstwo Finansów planuje wysoką emisję obligacji



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

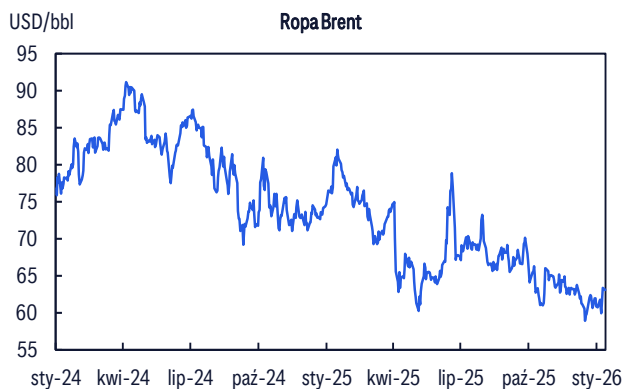
Wykres 2. Polityka pieniężna w fazie pauzy?



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Bloomberg

- W śróde poznamy decyzję RPP w sprawie stóp procentowych. Oczekujemy, że po raz pierwszy od czerwca Rada wstrzyma się z obniżką, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 4,00%.
- Naszym zdaniem za pozostawieniem stóp bez zmian przemawia potrzeba oceny wpływu dotychczasowych cięć na gospodarkę, co w ostatnim czasie sygnalizowali sami członkowie Rady. Ponieważ w momencie lutowego posiedzenia nie będą jeszcze dostępne styczniowe dane o inflacji, bezpiecznym podejściem wydaje się pozostawienie stóp bez zmian także w kolejnym miesiącu.
- Nie oznacza to jednak zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W sumie oczekujemy jeszcze jednej obniżki o 25 pb, która w naszej ocenie nastąpi w marcu. Nie wykluczamy jednak scenariusza głębszych lub wcześniejszych cięć, co znajduje odzwierciedlenie w aktualnej wycenie rynków finansowych.

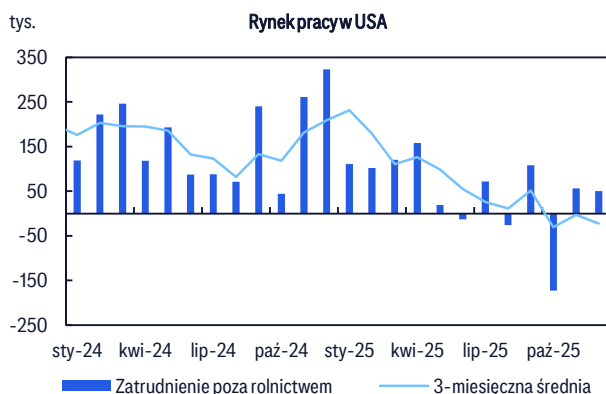
Wykres 3. Ropa pod wpływem geopolityki



Źródło: LSEG, Citi Handlowy

- Ostatnie wydarzenia geopolityczne mogą w krótkim horyzoncie przyczynić się do wzrostów cen surowców. Po pierwsze, wyeliminowanie udziału Wenezueli w rynku ropy będzie w najbliższym czasie ograniczać globalną nadpodaż surowca. Po drugie, ryzyko po stronie podaży jest dodatkowo wzmacniane przez możliwość interwencji USA w Iranie. W efekcie, zakładamy, że w nadchodzących tygodniach cena ropy Brent utrzyma się w okolicach 60 USD/bbl.
- W dłuższym horyzoncie dążenie USA do zwiększenia podaży wenezuelskiej ropy powinno jednak działać w kierunku presji spadkowej cen. Analitycy Citi spodziewają się wzrostu produkcji wenezuelskiej ropy od IV kwartału 2026 r. do końca 2027 r. o 0,3-0,5 mln baryłek dziennie, co w porównaniu z obecnym wydobyciem stanowi wzrost o kilkadziesiąt procent. Niemniej w przypadku istotnego wzrostu zapasów, OPEC+ powinien zareagować cięciami produkcji, starając się stabilizować ceny ropy (naszym zdaniem w okolicach 55-60 USD/bbl dla Brent).

Wykres 4. Dane z rynku pracy nie przybliżają do obniżki stóp w USA



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- W grudniu zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 50 tys. co stanowi wynik niższy niż oczekiwano (70 tys.). Pozytywnym zaskoczeniem okazał się jednak spadek stopy bezrobocia do 4,4% z 4,6%. W grudniu szybciej rosły również wynagrodzenia (3,8% r/r wobec 3,6% miesiąc wcześniej).
- O ile ostatnie dane nie rozwiewają wszystkich obaw dotyczących sytuacji na rynku pracy, to spadek stopy bezrobocia może oznaczać, że władze monetarne będą chciały poczekać na więcej sygnałów na temat bieżącej sytuacji. Uważamy, że brak zauważalnego pogorszenia sytuacji od grudnia, będzie przyczyniał się do braku obniżki stóp procentowych w styczniu, a następna obniżka o 25 pb prawdopodobnie nastąpi dopiero w marcu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 sty WTOREK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	XII	3,2	--	3,8
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	XII	2,1	--	2,1
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	XI	--	--	1924
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	X	0,3	0,3	--
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	X	0,3	0,3	--
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mIn	XII	0,783	--	0,8
14 sty ŚRODA							
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	XI	0,3	0,3	--
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	XI	0,2	0,2	--
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XI	0,4	0,4	0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mIn	XII	4,16	4,18	4,13
	PL	Decyzja RPP	%	I	4,00	4,00	4,00
15 sty CZWARTEK							
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	3,4	--	2,8
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	XII	2,4	--	2,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	207	--	208
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	I	--	--	-10,2
16 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	XII	--	--	--
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	XII	2,9	--	2,7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	0,1	0,2	0,2

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	1061	1110	1170
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3904	4179	4417
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	28370	29665	31263
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	5.8	5.4	5.3
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	3.5	4.0	3.1
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	3.0	7.8	0.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.8	3.6	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	4.1	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.2	6.0	5.8
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.7	5.9	5.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	2.5	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.0	2.7
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7	5.5
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	4.13	3.88	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.62	3.80	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.68	3.77	3.78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.21	4.25
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.22	4.24
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	-10.0	-17.5	-22.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-17.5	-26.0	-30.7
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	394.7	406.6	424.7
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	412.2	432.6	455.3
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.6	43.9	45.3
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.4	-36.2	-36.5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.8	-6.1	-5.9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.7	51.5	54.6

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.