

2 marca 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Inwestorzy zagraniczni zainteresowani polskim długiem

- W styczniu inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje zaangażowanie w polskie obligacje skarbowe (denominowane w złotym) o 13,7 mld PLN, co przełożyło się również na wzrost udziału w całym złotowym długu skarbu państwa do 12,5% wobec 11,8% na koniec ubiegłego roku.
- Poziom zaangażowania nierezydentów w polskie obligacje pozostaje niski w ujęciu historycznym, gdyż udział inwestorów zagranicznych w złotowym długu SP z listopada ubiegłego roku na poziomie 11,7% stanowił wieloletnie minimum. Biorąc pod uwagę nominalną wartość portfeli utrzymywanych przez inwestorów zagranicznych, ich wartość jest blisko o 24 mld PLN niższa od maksimum zanotowanego w połowie 2017 roku.
- Patrząc na kompozycję geograficzną inwestorów, widzimy, że coraz więcej środków utrzymywanych jest na rachunkach zbiorczych (wzrost o ponad 10 mld PLN w styczniu), co utrudnia ocenę na ile trwały jest napływ nowych środków do polski obligacji oraz jakimi powodami jest motywowany.
- Jednocześnie, silny popyt ze strony inwestorów zagranicznych obserwowany jest na emisjach obligacji polskiego skarbu państwa w walutach obcych. Przy sprzedaży obligacji denominowanych w euro, która została przeprowadzona w styczniu, inwestorzy złożyli ponad 3,5 krotnie wyższe oferty w relacji do ostatecznej emisji.
- Uważamy, że wzrost zainteresowania polskim długiem przez inwestorów zagranicznych, byłby czynnikiem, który pozwoliłby Ministerstwu Finansów z większym buforem bezpieczeństwa planować tegoroczne finansowanie budżetu. Jednocześnie zaznaczamy, że do tej pory polskie władze nie napotkały żadnych problemów przy plasowaniu obligacji skarbowych na rynku, gdyż popyt na regularnych aukcjach wzrósł zdecydowanie na początku tego roku w porównaniu z wartościami obserwowanymi w roku ubiegłym.
- Według naszych szacunków Ministerstwo Finansów zrealizowało już około 37% tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto (które wynoszą 690 mld PLN). Ten poziom jest nieco niższy od realizacji obserwowanej w latach ubiegłym, co przede wszystkim wynika z niższego poziomu prefinansowania potrzeb pożyczkowych, które wynosi 21% wobec średnio 34% w ostatnich trzech latach.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

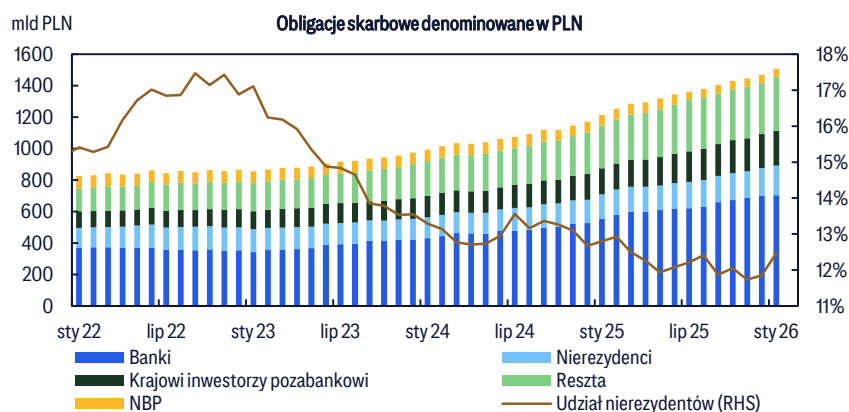
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

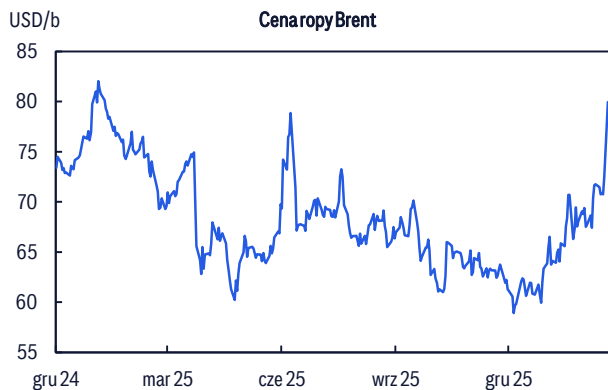
Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Nierezydenci zwiększyli swoje zaangażowanie w złotowe obligacje skarbowe

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Ceny ropy w górę po atakach na Iran

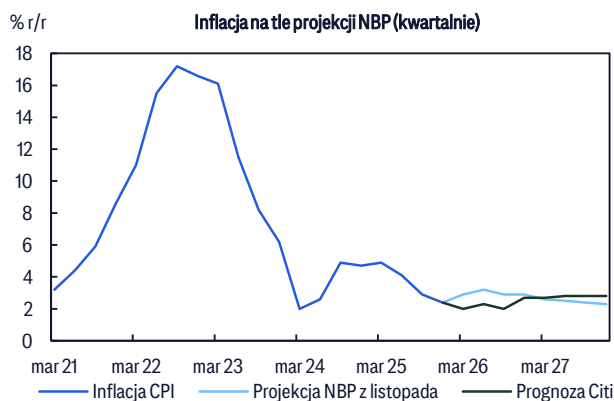


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Atak Stanów Zjednoczonych oraz Izraela na Iran doprowadził do wyraźnych wzrostów cen ropy naftowej – z notowanego w piątek poziomu 72,5 USD za baryłkę gatunku Brent do około 78,6 w poniedziałek przed południem. Uwaga rynkowa koncentruje się przede wszystkim na tym, czy dojdzie do trwałego uszkodzenia infrastruktury naftowej w regionie, jak długo potrwa konflikt oraz jak bardzo zaburzy możliwość transportu ropy z Zatoki przez cieśninę Ormuz.

- Doświadczenia ostatnich szoków geopolitycznych sugerują, że tego typu wydarzenia zazwyczaj mają istotny, ale krótkotrwały wpływ na notowania cen. Tym razem znaczenie ma również fakt, że produkowana przez Iran ropa nie trafiała bezpośrednio na rynek, lecz była kupowana przez Chiny, które w ten sposób budowały swoje strategiczne rezerwy ropy.

Wykres 3. RPP w końcowej fazie luzowania

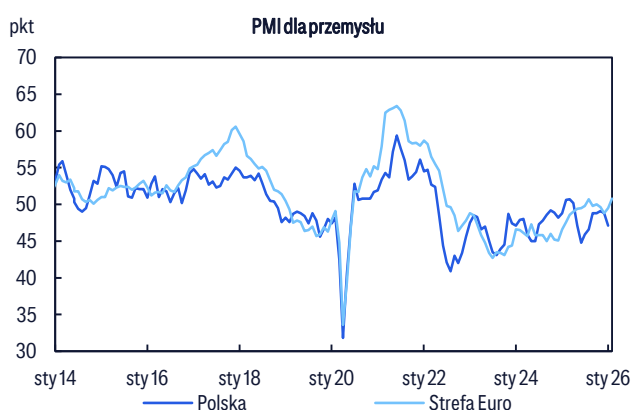


Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy

- Wydarzenia na Bliskim Wschodzie stawiają Radę Polityki Pieniężnej przed trudną decyzją. Zarówno nasze, jak i rynkowe prognozy zakładały dotychczas, że na śródownym posiedzeniu RPP zdecyduje się na obniżkę stóp o 25 pb, sprowadzając stopę referencyjną do poziomu 3,75%. Niemniej biorąc pod uwagę, jak dynamiczna jest sytuacja na rynku ropy naftowej, nie można wykluczyć, że dojdzie do odłożenia w czasie obniżki.

- Przed posiedzeniem RPP zapozna się z najnowszą projekcją inflacyjną. Choć szczegóły marcowej projekcji nie są jeszcze oficjalnie znane, z wypowiedzi prezesa NBP z ubiegłego tygodnia wynika, że inflacja w horyzoncie projekcji ma kształtować się blisko celu nawet do 2027 r. Taki przekaz wskazuje na łagodniejszy niż dotychczas obraz procesów inflacyjnych, co może przeważać argumenty za obniżką na najbliższym posiedzeniu.

Wykres 4. Polski przemysł oddala się od granicy 50 pkt



Źródło: S&P Global, Citi Handlowy.

- W lutym wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu obniżył się do 47,1 pkt z 48,8 pkt w styczniu.

- Na słabszy odczyt złożyły się przede wszystkim najsilniejszy od siedmiu miesięcy spadek nowych zamówień, wzrost kosztów produkcji oraz przyspieszająca redukcja zatrudnienia. Jednocześnie producenci pozostają relatywnie optymistyczni w perspektywie najbliższych 12 miesięcy, wskazując na oczekiwane ożywienie gospodarcze oraz poprawę warunków rynkowych.

- Lutowy odczyt sugeruje, że odbicie w polskim przemyśle nie ma jeszcze trwałych fundamentów i pozostaje obciążone licznymi zagrożeniami. Niemniej naszym zdaniem poprawiająca się koniunktura w strefie euro może okazać się istotnym wsparciem dla krajowego sektora w najbliższych miesiącach.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 mar PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	II	--	--	51,2
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	II	51,3	51,8	52,6
3 mar WTOREK							
09:00	CZ	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q4	2,4	--	2,8
09:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q4	--	--	0,7
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	II	1,8	1,7	1,7
4 mar ŚRODA							
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	II	1,5	--	1,6
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	II	--	53,4	53,4
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	II	51,8	51,8	51,6
--	PL	Decyzja RPP	%	III	3,75	3,75	4,00
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	II	--	--	52,3
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	II	53,0	53,8	53,8
5 mar CZWARTEK							
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	1,9	--	3,5
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	0,2	0,3	-0,5
6 mar PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	I	-8,0	-4,0	7,8
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	--	--	1,8
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	Q4	0,3	0,3	0,3
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	0,3	--	0,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II	55	60	130
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	II	4,4	4,4	4,3
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	II	0,2	0,2	0,4

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	1042	1117	1171
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3908	4184	4421
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27858	29863	31311
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	3.6	4.0	3.1
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.2	7.8	0.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.9	3.6	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.6	6.0	5.8
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.2	5.9	5.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	2.7	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.1	2.8
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	3.50	3.50
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.04	3.63	3.63
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	4.65	4.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.74	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.21	4.25
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.20	4.23
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	-9.8	-17.6	-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 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.