

30 czerwca 2025 | 5 stron

Citi Weekly

3/4 planu zrealizowane

- Zgodnie z naszymi szacunkami Ministerstwo Finansów zrealizowało już 76% tegorocznego planu budżetowego. Taki wynik jest zbliżony ze ścieżką, którą podążano w ostatnich latach, jednak przy dużym wzroście potrzeb pożyczkowych oznacza to zwiększoną emisję obligacji w ujęciu nominalnym.

- Za realizację potrzeb pożyczkowych w 30% odpowiada zeszłoroczne finansowanie, a kolejne nieznacznie ponad 30% to efekt emisji hurtowych obligacji skarbowych. Sprzedaż obligacji skarbowych na aukcjach Ministerstwa Finansów jest o blisko 25% wyższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, jednak mimo tego nie doszło do istotnego spadku popytu na papiery skarbowe. Wskaźnik bid-to-cover (wskaźnik popytu do sprzedaży) oscylował wokół poziomu 1,3 i był jedynie nieznacznie niższy niż w 2024 roku.

- Na podstawie ścieżki finansowania z ostatnich lat zakładamy, że Ministerstwo Finansów planuje zrealizować tegoroczne potrzeby finansowe do końca trzeciego kwartału a czwarty kwartał zostanie poświęcony na prefinansowanie przyszłorocznego budżetu. Do tej pory na aukcjach zamiany odkupiono papiery zapadające w 2026 roku w kwocie 8,7 mld PLN, co przekłada się na niecałe 2% prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.

- Druga połowa roku powinna przynieść również przyspieszenie finansowania w walutach obcych. Polska wciąż oczekuje na transfer transzy z KPO, a pożyczki w walutach obcych (głównie z UE) założono w równowartości 28 mld PLN. Kolejne 30 mld PLN wpływów do budżetu może pochodzić ze sprzedaży obligacji denominowanych w walutach obcych.

- Pierwsza połowa roku przyniosła powrót do sprzedaży bonów skarbowych, jednak emisja (po odliczeniu papierów, które zostaną wykupione przed końcem tego roku) wynosi 14 mld PLN, czyli 30% planu.

- Czynnikiem niepewności na najbliższe miesiące pozostaje publikacja projektu budżetu na 2026 rok, który powinien zostać przedstawiony do końca sierpnia. W kwietniu w sprawozdaniu z realizacji tzw. Średnioterminowego Planu Budżetowo-Strukturalnego polskie władze zrewidowały szacunek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do 6,3% PKB wobec szacowanych wcześniej 5,5% PKB. Rząd nie decydował się jeszcze w tym roku na nowelizację budżetu, jednak przy okazji publikacji budżetu na 2026 rok możliwa jest również rewizja tegorocznych założeń.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

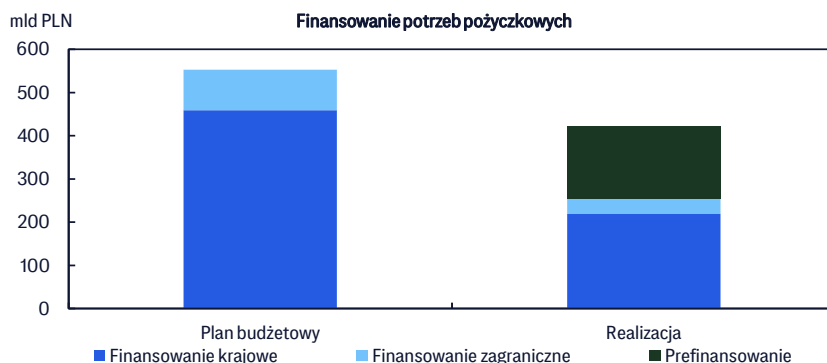
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

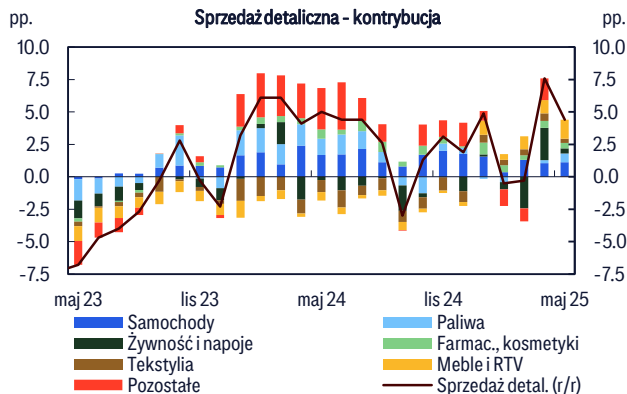
aleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. Ministerstwo Finansów zrealizowało już ponad 75% tegorocznych potrzeby pożyczkowych

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Tydzień w wykresach

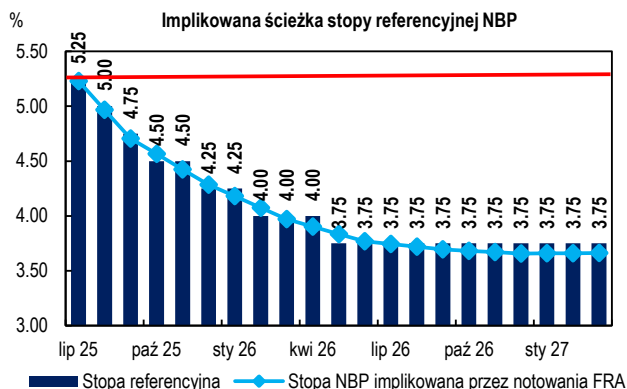
Wykres 2. Bez rewelacji i bez dramatu



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- W maju sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 4,4% r/r wobec 7,6% r/r w kwietniu i powróciła w okolice bardziej typowego tempa wzrostu, wskazując nawet na lekkie przyspieszenie w porównaniu do średnioterminowej średniej. Na podstawie szczegółowego rozbięcia obiecujący wydaje się być większy udział mebli i urządzeń RTV, AGD w całościowym odczycie (+1,5 pp).
- Produkcja przemysłowa w maju zwiększyła się o 3,9% r/r wobec 1,2% r/r miesiąc wcześniej. Biorąc pod uwagę oczekiwania na znaczną poprawę, wynik produkcji może być rozczarowujący, tym bardziej, że miesięczny (odsezonowany) wzrost wyniósł zaledwie 0,2%. Na mniejszą aktywność i liczbę zamówień mogły wpłynąć wprowadzone w kwietniu amerykańskie cła na import, jednak ocena ewentualnych trendów będzie możliwa dopiero w nadchodzących miesiącach.

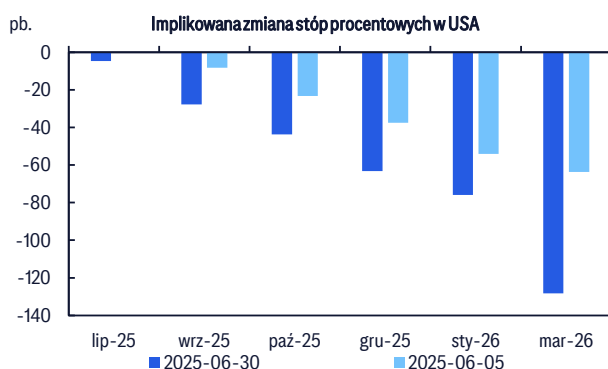
Wykres 3. Rynki finansowe spodziewają się spadku stopy referencyjnej do 3,75% w 2026 r.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Bloomberg

- W środę Rada Polityki Pieniężnej ogłosi swoją decyzję w sprawie stóp procentowych. Podobnie jak zdecydowana większość ekonomistów spodziewamy się, że tym razem stopa referencyjna pozostanie bez zmian (5,25%), a RPP zdecyduje się poczekać z obniżkami do momentu, aż będzie dysponować większą ilością informacji na temat nowego budżetu.
- Fakt, że konsensus zdecydowanie spodziewa się stabilizacji stóp w lipcu nie oznacza jednak, że decyzja jest przesądzona. Naszym zdaniem perspektywy inflacyjne na tyle się poprawiły, że dają one podstawę do cięcia już w lipcu. Wątpimy jednak czy ten argument wystarczy aby skłonić do działania Radę, która w czerwcu wykazała się zaskakująco jastrzębim tonem.

Wykres 4. Rosną oczekiwania na obniżki stóp Fed



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Wypowiedzi przedstawicieli Fed z ostatnich dni były nieco bardziej łagodne niż dotychczas, ale nie na tyle gołąbnie aby przeważać szalę na rzecz obniżki już w lipcu. Naszym zdaniem obniżka we wrześniu pozostaje najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, szczególnie w świetle słów prezesa Powella, który zapowiedział, że FOMC będzie „przez miesiące letnie” obserwować dane aby zdecydować o tym kiedy obniżyć stopy.
- Nowe dane o inflacji bazowej PCE, na które Fed zwraca szczególną uwagę, okazały się nieco wyższe od prognoz (0,2% m/m, wobec prognozy 0,1%). Może to dodatkowo przechylić szalę na rzecz postawy wyczekującej po stronie amerykańskiego banku centralnego.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
30 cze PONIEDZIAŁEK							
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VI	2.1	2.2	2.1
01 lip WTOREK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	--	47.1
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	--	50.1
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	--	48
09:55	DE	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VI	--	49	49
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VI	49.4	49.4	49.4
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	VI	2.1	2.0	1.9
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VI	--	--	52
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VI	48.7	48.5	48.5
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	V	7.350	--	7.394
02 lip ŚRODA							
14:00	PL	Decyzja RPP	%	VII	5.25	--	5.25
03 lip CZWARTEK							
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VI	--	49.4	49.4
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VI	--	50	50
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VI	85	124	139
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VI	4.4	4.3	4.2
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	V	-71.7	-69.8	-61.6
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VI	0.2	0.3	0.4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	238	--	236
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VI	--	--	53.1
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VI	--	50.3	49.9
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	V	--	--	-3.7
04 lip PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	V	-0.4	-0.2	0.6
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	-1.7	--	-2.3
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VI	2.8	--	2.4
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	V	6.3	--	5.8

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	1066	1131
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3898	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28505	30244
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	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	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	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.8	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
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	4.75	4.25
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.88	4.38
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.57	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.66	3.68
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.24	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.7	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.1	-1.4
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	410.6	436.3
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	412.7	437.7
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	46.6	51.0
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

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

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@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 tożsamych 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.