

6 października 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Dług w tendencji wzrostowej

- Nasze szacunki wskazują, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto zostały wykonane już w ponad 100%, nie oznacza to jednak, że Ministerstwo Finansów wstrzyma emisję długu do końca roku.
- Plan sprzedaży hurtowych obligacji skarbowych został wypełniony w około 80% i zakładamy, że na aukcjach do końca roku sprzedanych zostanie od 80 mld PLN do 100 mld PLN. Zakładamy, że mniejszy udział będą stanowiły aukcje zamiany, które pozwalałyby zmniejszyć kwotę do wykupu obligacji zapadających w 2026 roku. Według naszych obliczeń, do tej pory prefinansowana jedynie 3% z przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych (średnio 37% w latach 2021-2025)
- Jak pokazuje zaktualizowana Strategia Zarządzania Długiem publicznym w latach 2026-2029, oczekiwany jest dalszy silny wzrost długu w relacji do PKB. Dług *general government* (w metodologii UE) miałby wzrosnąć z 55.3% PKB w 2024 roku do 75.3% w 2029 roku. Ponadto, strategia zakłada, że dług w krajowej definicji mógłby przekroczyć 55% w 2028 roku, co oznaczałoby przekroczenie progu ostrożnościowego i m.in. ograniczałoby możliwość uchwalenia budżetu przewidującego deficyt na 2030 rok. Jak poinformował minister finansów A. Domański, Strategia nie zakłada działań nakierowanych na konsolidację finansów publicznych, którą rząd zamierza przeprowadzić w najbliższych latach. Dlatego zdaniem Ministra rzeczywista ścieżka długu publicznego będzie niższa niż przedstawiona w dokumencie MF.
- Stan finansów publicznych w Polsce znajduje się pod baczna obserwacją ze strony agencji ratingowych, a Moody's oraz Fitch obniżyły niedawno perspektywę ratingu kraju ze stabilnej do negatywnej. Polska jest objęta unijną procedurą nadmiernego zadłużenia (EDP) i w związku z tym zobowiązała się w zeszłym roku do obniżenia deficytu fiskalnego, który w Średniookresowym Planie Budżetowo Strukturalnym miał zejść poniżej 3% PKB w 2028 roku. Założenia Strategii MF wskazują jednak, że do 2029 roku deficyt fiskalny będzie jedynie zmierzał nieznacznie poniżej 5% PKB.
- Należy zaznaczyć, że obawy o stan finansów publicznych miały jak do tej pory niewielki wpływ na notowania obligacji na rynku wtórnym. Na rynku pierwotnym popyt na aukcjach Ministerstwa Finansów pozostaje solidny i nie ma problemu z plasowaniem relatywnie dużych emisji. Warto odnotować również, że w ostatnich miesiącach nieznacznie rośnie udział inwestorów zagranicznych wśród posiadaczy rządowych obligacji skarbowych denominowanych w złotym.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

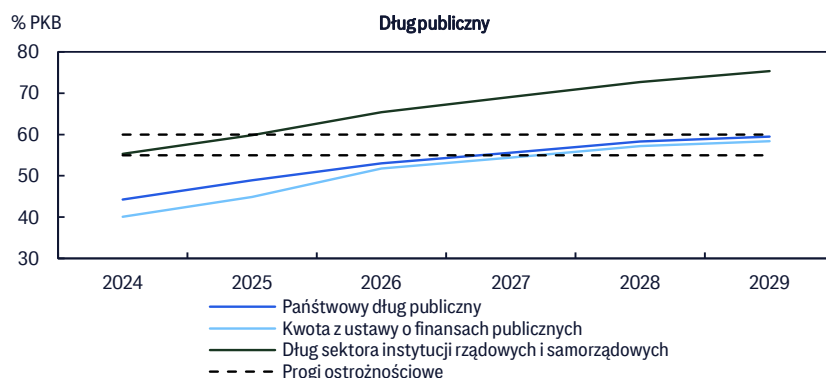
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

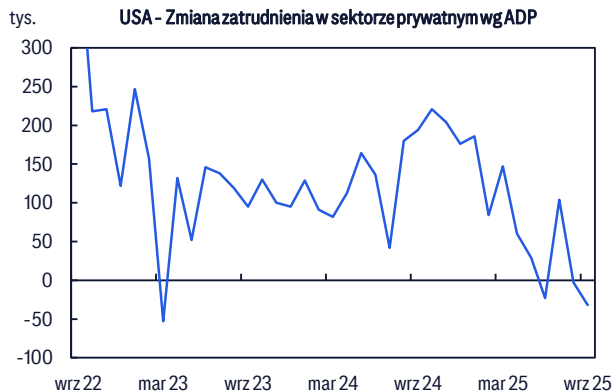
Wykres 1. Ministerstwo Finansów zakłada dalszy wzrost długu publicznego



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Tydzień w wykresach

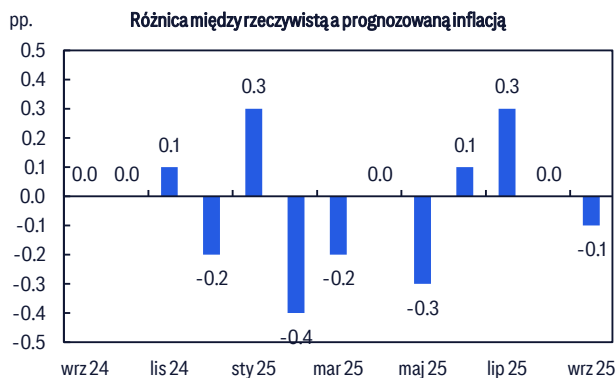
Wykres 2. Publikacje danych z USA częściowo wstrzymane, dostępne głównie są dane z prywatnych źródeł



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Republikanie i Demokraci nie doszli do porozumienia w sprawie finansowania wydatków w nowym roku fiskalnym. W związku z tym działanie części federalnych urzędów oraz agencji zostało zawieszono.
- W praktyce oznacza to, że około 750 tys. pracowników sektora publicznego zostało odesłanych do domu i na razie nie może liczyć na wypłatę. W BLS, a więc biurze publikującym kluczowe dane z rynku pracy, spośród ponad 2 tys. pracowników swoje obowiązki obecnie wykonuje tylko jedna osoba. W konsekwencji zarówno rynki finansowe, jak i Fed w najbliższym czasie będą musiały się kierować głównie wskaźnikami zbieranymi i publikowanymi przez sektor prywatny (m.in. ADP).
- Kolejna wypłata wynagrodzeń dla pracowników sektora publicznego jest zaplanowana na 15.10., co może zwiększyć presję polityczną na porozumienie przed tą datą.

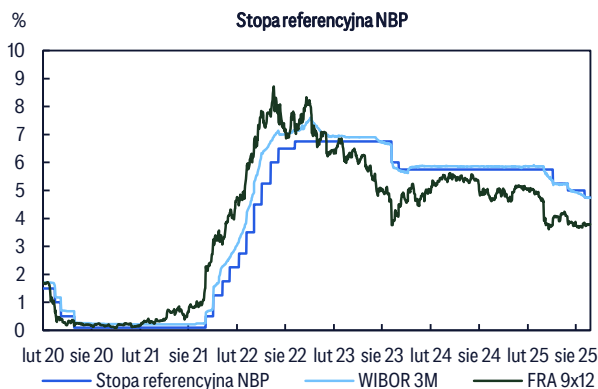
Wykres 3. Pierwsza negatywna niespodzianka inflacyjna od czterech miesięcy



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, konsensus Bloomberg

- Według szybkiego szacunku GUS, inflacja CPI we wrześniu wyniosła 2,9% r/r, co było wynikiem nieznacznie niższym od oczekiwań rynkowych oraz naszej prognozy (odpowiednio 3,0% i 3,1%). W ujęciu miesięcznym wskaźnik inflacji pozostał bez zmian. Źródłem zaskoczenia były ceny żywności, które spadły o 0,5% m/m, podczas gdy nasza prognoza zakładała wzrost w wysokości 0,2% m/m. Ceny paliw spadły o 0,4% m/m (0,4 pp powyżej naszej prognozy), natomiast ceny energii wzrosły o 0,2% m/m (zgodnie z naszą prognozą).
- Według naszych szacunków inflacja bazowa we wrześniu prawdopodobnie ukształtowała się na poziomie 3,2%. Zakładamy, że w nadchodzących miesiącach wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych powinien oscylować nieco poniżej 3%, a w roku 2026 przełamać cel NBP (2,5%).

Wykres 4. Niższa inflacja i mrożenie cen prądu sprzyjają cięciom



Źródło: Bloomberg, NBP, Citi Handlowy

- Oczekujemy, że na październikowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na obniżenie stopy referencyjnej do poziomu 4,50%. Za takim ruchem przemawia wrześniowy odczyt inflacji poniżej 3% oraz decyzja o przedłużeniu mrożenia cen prądu, którą prezes Głapiński wskazywał jako istotny element dla dalszej ścieżki polityki pieniężnej. Choć początkowo zakładaliśmy wstrzymanie się RPP z obniżką do listopada, czynniki te skłoniły nas do zmiany prognozy. Zdania ekonomistów dotyczące najbliższej decyzji pozostają jednak podzielone, dlatego przesunięcie obniżek na listopadowe posiedzenie nie stanowiłoby zaskoczenia.
- W naszej prognozie uwzględniamy jedną obniżkę do końca roku. W perspektywie całego cyklu spodziewamy się natomiast łącznie czterech cięć, które sprowadziłyby stopę referencyjną do poziomu 3,75%, co byłoby możliwe w połowie 2026 r.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 paź WTOREK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	VIII	0,4	1,5	-2,9
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-2,3	--	-1,0
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-2,4	--	4,9
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	VIII	--	-61,0	-78,3
8 paź ŚRODA							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	-1,1	-0,9	1,3
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	IX	4,3	--	4,3
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	3,7	--	2,5
14:00	PL	Decyzja RPP	%	X	4,50	--	4,75
9 paź CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	--	--	--
10 paź PIĄTEK							
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	X	--	--	55,1

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

*Ze względu na trwający shutdown w Stanach Zjednoczonych dane publikowane przez agencje rządowe mogą nie zostać opublikowane

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1057	1076
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3893	4150
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28255	28751
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	5.4	5.3
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	3.5	3.6
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	2.7	2.4
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	8.2	5.7
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	4.50	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.65	3.87
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.68	3.86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.9	-19.3	-31.9
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	393.4	400.5
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	412.7	432.5
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.7	50.7
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.7	-39.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.9	-6.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-4.3	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.9	53.8

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 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.