

24 sierpnia 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Dług coraz bliżej progów ostrożnościowych

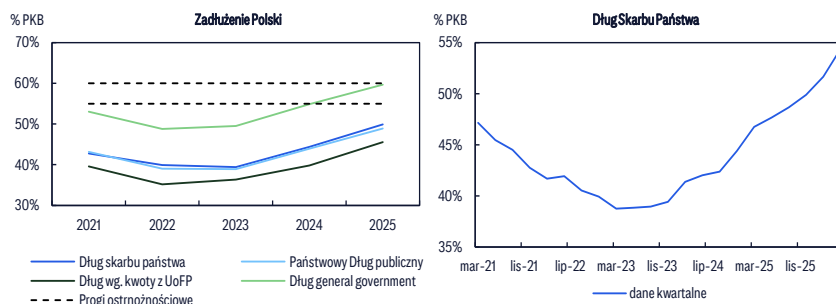
- Przegląd ratingu Polski przez agencję Fitch nie przyniósł zmiany, co oznacza, że dług długoterminowy w walucie obcej posiada ocenę A- (z perspektywą negatywną). Sytuacja fiskalna w ostatnich miesiącach nie uległa szczególnej poprawie, a propozycje polityczne jak i kształtowanie się wskaźników zadłużenia poddają w wątpliwość możliwość skutecznej konsolidacji finansów publicznych w krótkim terminie.

- Agencja Fitch zmieniając perspektywę polskiego długu we wrześniu zeszłego roku wskazywała, że wśród czynników, które mogłyby prowadzić do obniżki ratingu znajdują się: 1) brak stabilizacji wskaźnika dług/PKB w średnim terminie, 2) pogorszenie perspektyw dla wzrostu gospodarczego. Ocena wskaźnika zadłużenia przez agencje ratingowe przede wszystkim odnosi się to tzw. *general government*, czyli długu według definicji unijnej, która w odróżnieniu od państwowego długu publicznego zawiera m.in. dług zaciągany funduszach pozabudżetowych (COVID-19, Funduszu Pomocy, Krajowy Fundusz Drogowy, Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych).

- Z punktu widzenia rządu najistotniejsza jest krajowa definicja zadłużenia wynikająca z art. 38 ustawy o finansach publicznych. Zadłużenie odnoszące się do tej kwoty ma znaczenie w relacji do progów ostrożnościowych 55% i 60%, których przekroczenie ogranicza zdolność zadłużania w budżecie oraz może rodzić konieczność konsolidacji fiskalnej. Wskaźnik zadłużenia z UoFP na koniec zeszłego roku wyniósł 45,6% PKB, czyli prawie 10pp poniżej pierwszego progu ostrożnościowego. Na aktualizację tego wskaźnika przyjdzie nam poczekać do przyszłego roku, jednak jego ewolucja nie odbiega istotnie od innych miar zadłużenia. Najnowsze dane Minsiterstwa Finansów na koniec czerwca pokazały, że dług skarbu państwa wzrósł o ponad 140 mld PLN w relacji do danych z końca I kwartału tego roku. Według naszych szacunków oznacza to wzrost długu SP w relacji do PKB do 54,4% czyli o 2,7pp do stanu z I kw. 2026 oraz o 4,5pp wobec końca ubiegłego roku. Dług SP na koniec ubiegłego roku w relacji do PKB był o 4,3pp wyższy niż zadłużenie wynikające z kwoty z UoFP. Zakładając, że relacja między obydwoma wskaźnikami nie uległa istotnym zmianom, to zadłużenie istotne dla progów ostrożnościowych zbliżyłoby się do 50% PKB, czyli już tylko 5pp poniżej pierwszej istotnej granicy.

- Naszym zdaniem ryzyko przekroczenia wskaźników ostrożnościowych jest jeszcze odległe, zwłaszcza biorąc pod uwagę możliwość ewentualnego przesunięcia części zobowiązań do funduszy pozabudżetowych. Jednak uważamy, że zbliżenie się wskaźników zadłużenia do limitów ustawowych ogranicza pole do zwiększania obciążeń budżetowych. Zaproponowana w ubiegłym tygodniu zmiana systemu podatkowego powinna być neutralna z punktu widzenia budżetu, gdyż niższe wpływy z podatku PIT byłyby zrekomensowane głównie przez wyższy CIT. Sygnały płynące z pałacu prezydenckiego wskazują, że proponowane zmiany mogą nie zostać podpisane.

Wykres 1. Zadłużenie Polski zbliża się do progów ostrożnościowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

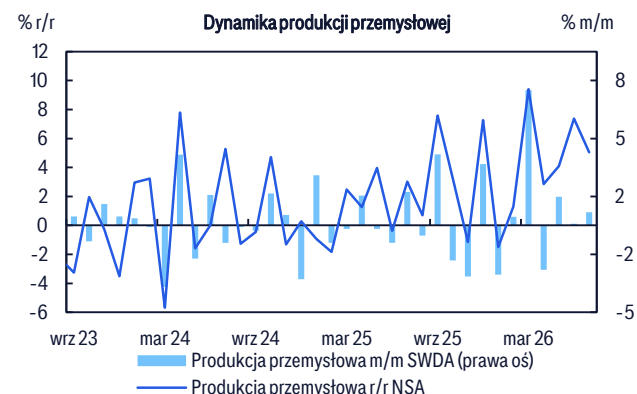
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Solidny start drugiej połowy roku

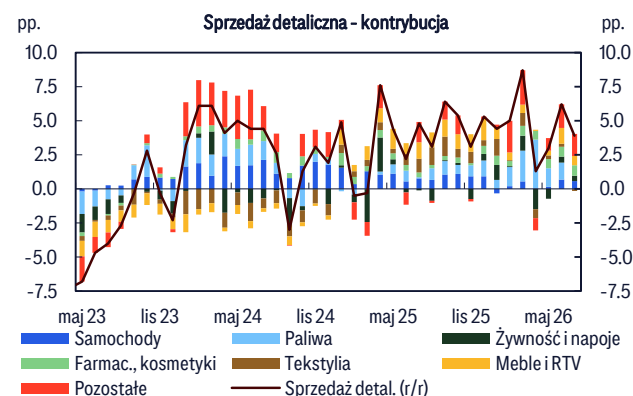


Źródło: GUS, Citi Handlowy

• W lipcu produkcja przemysłowa wzrosła o 5,1% r/r wobec 7,4% r/r w czerwcu, zgodnie z naszą prognozą i nieco powyżej konsensusu rynkowego (4,9% r/r). Niższa dynamika wynikała przede wszystkim z wygaśnięcia korzystnego efektu dodatkowego dnia roboczego, który podbił czerwcowy wynik. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych produkcja wzrosła o 0,5% m/m, wskazując na utrzymującą się dobrą koniunkturę w przemyśle.

• Z kolei dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła w lipcu do 6,8% r/r wobec 5,9% r/r w czerwcu, przewyższając zarówno naszą prognozę (6,1%), jak i oczekiwania analityków (6,2%). Jednocześnie krótkoterminowe momentum wzrostu płac zwiększyło się z 6,0% do 7,6% (annualizowana 3-mies. średnia po odsezonowaniu). W naszej ocenie za lipcową niespodziankę odpowiadały głównie czynniki jednorazowe, w tym wypłaty premii, co nie musi oznaczać trwałego przyspieszenia dynamiki płac. Szerszy obraz danych pozostaje spójny z wciąż dobrą kondycją na rynku pracy.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna wciąż mocna

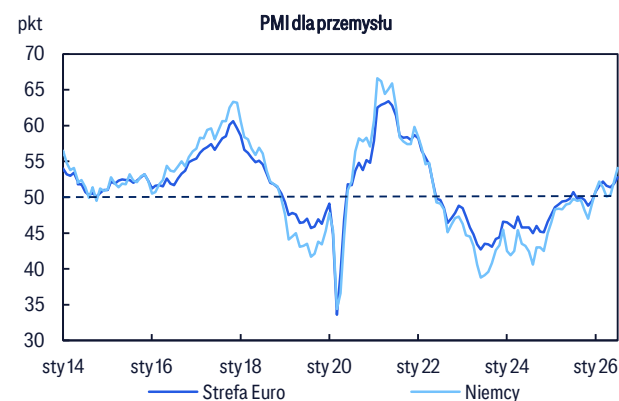


Źródło: Citi Handlowy, GUS

• Sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu o 3,9% r/r, co oznacza spowolnienie z 6,2% w czerwcu. Odczyt był nieco niższy od naszej prognozy (4% r/r) oraz konsensusu rynkowego (4,5%). Patrząc na szczegóły widać, że po kilku miesiącach z dodatnim wkładem zakupów paliw, w lipcu paliwa miały neutralny wpływ na główny wskaźnik. Zakupy paliw spadły o 6,8% m/m i 0,2% r/r.

• Pomimo spowolnienia wzrostu sprzedaży detalicznej w lipcu, trend pozostaje solidny, ponieważ od stycznia do lipca sprzedaż wzrosła o 3,7% r/r, co powinno wspierać konsumpcję prywatną (w danych PKB). Uważamy, że nawet biorąc pod uwagę wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych w Polsce, znaczna część wzrostu dochodów do dyspozycji zostanie przeznaczona na konsumpcję, co powinno wspierać solidny wzrost PKB w dalszej części tego roku.

Wykres 4. Sektor przemysłowy strefy euro nabiera rozpędu



Źródło: S&P Global, Citi Handlowy

• Sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu o 3,9% r/r, co oznacza spowolnienie z 6,2% w czerwcu. Odczyt był nieco niższy od naszej prognozy (4% r/r) oraz konsensusu rynkowego (4,5%). Patrząc na szczegóły widać, że po kilku miesiącach z dodatnim wkładem zakupów paliw, w lipcu paliwa miały neutralny wpływ na główny wskaźnik. Zakupy paliw spadły o 6,8% m/m i 0,2% r/r.

• Pomimo spowolnienia wzrostu sprzedaży detalicznej w lipcu, trend pozostaje solidny, ponieważ od stycznia do lipca sprzedaż wzrosła o 3,7% r/r, co powinno wspierać konsumpcję prywatną (w danych PKB). Uważamy, że nawet biorąc pod uwagę wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych w Polsce, znaczna część wzrostu dochodów do dyspozycji zostanie przeznaczona na konsumpcję, co powinno wspierać solidny wzrost PKB w dalszej części tego roku.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 sie PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VII	--	11,6	11,8
25 sie WTOREK							
08:00	DE	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q2	0,2	0,2	0,2
09:30	PL	Stopa bezrobocia	%	VII	5,9	5,8	5,8
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VIII	87	87,2	86,6
14:00	HU	Decyzja MNB	%	VIII	5,50	5,50	5,75
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VIII	89,8	90,2	90,8
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	VII	0,625	0,620	0,628
26 sie ŚRODA							
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VII	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	VII	0,1	0,1	0,3
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	VII	0,2	0,2	0,1
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VII	0,1	0,1	-0,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VII	0,1	0,5	0,5
14:30	USA	PKB - drugi odczyt	% kw/kw	Q2	--	1,5	1,5
27 sie CZWARTEK							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	--	-29,2	-29,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	206	--	206
28 sie PIĄTEK							
09:00	CZ	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q2	2,0	--	2,0
11:00	EUR	Zaufanie w biznesie ESI	pkt	VIII	97,9	97,5	96,9
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	VIII	--	56,1	51,0

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1098	1162
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4145	4394
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29360	31057
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, pieniądz 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	4.0	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.0	3.4
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	2.54	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	5.30	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.79
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.77	3.78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.31	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.31	4.30
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	-17.0	-22.1
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.