

5 października 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Finansowanie budżetu prawie zakończone

- Polska sfinansowała około 97% tegorocznych potrzeb pożyczkowych zgodnie z przewidywanym wykonaniem budżetu na 2026 rok. Wraz z projektem budżetu na 2027 rok rząd obniżył wielkość potrzeb pożyczkowych na 2026 rok do 582,5 mld PLN z pierwotnie planowanych 690 mld PLN.

- Plan finansowania na IV kwartał zakłada emisję hurtowych skarbowych papierów wartościowych w przedziale od 60 do 90 mld PLN. Średnia sprzedaż na aukcjach regularnych w 2026 roku wynosi 11 mld PLN, a Ministerstwo Finansów planuje jeszcze 6 lub 7 przetargów w pozostałej części roku. Podaż netto obligacji będzie prawdopodobnie wyraźnie dodatnia, ponieważ wykupy mają wynieść 37,5 mld PLN, a dodatkowo płatności kuponowe szacujemy na 17,7 mld PLN.

- W tym roku aukcje Ministerstwa Finansów cieszyły się zainteresowaniem ze strony inwestorów, a wskaźnik bid-to-cover (stosunek popytu do sprzedaży) średnio wynosił 1,45x wobec 1,33x odnotowanego w 2025 roku. Obniżenie ratingu przez agencję Moody's miało niewielki wpływ na popyt ze strony inwestorów – na przetargu przeprowadzonym po obniżce ratingu wskaźnik bid-to-cover wyniósł 1,88x (drugi najwyższy wynik w ciągu roku), przy podaży obligacji rzędu 12 mld PLN, nieznacznie przekraczającej średnią roczną.

- Ministerstwo Finansów powinno otrzymać również istotne transfery w walutach obcych. Emisja euroobligacji jest w zasadzie zakończona, z pulą około 2 mld EUR pozostałą w planach (co władze mogą przesunąć na kolejny rok). Dodatkowo przed końcem 2026 roku, prawdopodobnie w grudniu, z UE ma zostać przekazane 6 mld EUR w ramach pożyczek z KPO.

- Potrzeby pożyczkowe na 2027 rok zaplanowano na poziomie 565,3 mld PLN, a ich prefinansowanie jest jak dotąd niskie i wynosi około 3,5%. Przy założeniu, że przed końcem roku odbędą się dwa przetargi zamiany, prefinansowanie mogłoby wzrosnąć w kierunku 7% potrzeb pożyczkowych brutto, podobnie jak w 2025 roku. Prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych będzie również zależeć od tego, jak duża będzie poduszka płynnościowa. Pomiędzy czerwcem a sierpniem środki będące w dyspozycji Ministerstwa Finansów (w PLN i walutach obcych) spadły o ponad 70 mld PLN, prawdopodobnie ze względu na wypłaty z RRF. Rezerwy płynnościowe MF zostaną jednak wzmocnione wyżej wymienionymi przepływami z RRF, jako że na początku października władze otrzymały już 7,9 mld EUR (łącznie pożyczki i granty), a kolejne 12,7 mld EUR ma nadejść w grudniu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citigroup.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

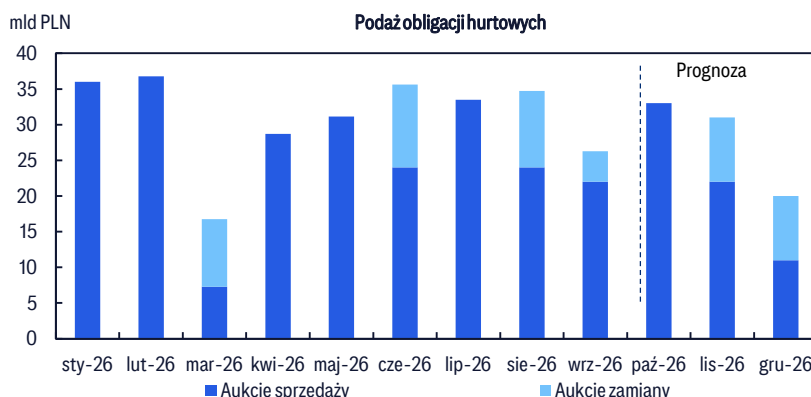
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citigroup.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citigroup.com

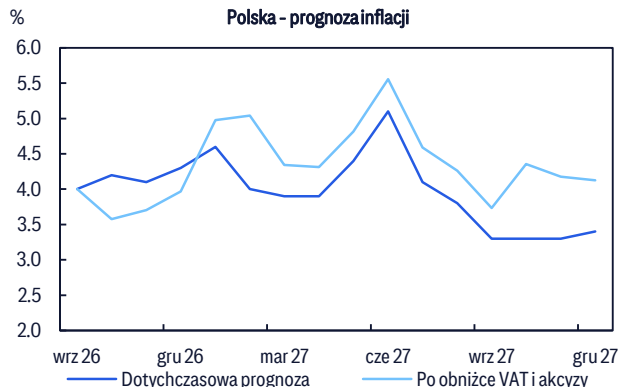
Wykres 1. W najbliższych miesiącach zwiększy się udział aukcji zamiany MF



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Na razie ceny paliw w dół, po wygaśnięciu CPN inflacja może zbliżyć się do 5%

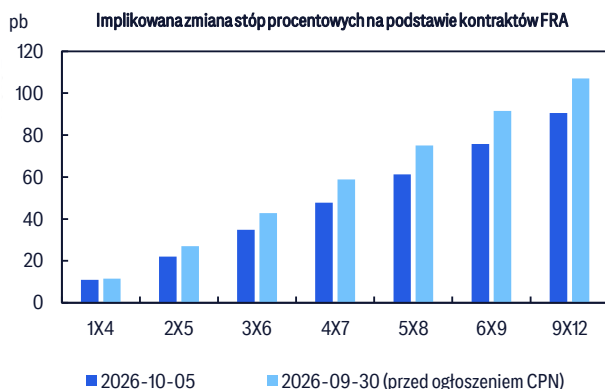


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

- W piątek zostały opublikowane rozporządzenia obniżające do końca roku stawkę podatku VAT (z 23% do 8%) oraz stawkę akcyzy na paliwa. Koszt tych działań w sumie może wynieść około 5 mld zł i ma być częściowo sfinansowany wpływami z podatku od nadmiarowych zysków.

- Niższe podatki pośrednie obniżą do końca roku ścieżkę inflacji o około 0,7 pkt. proc., dzięki czemu w październiku CPI może spaść do około 3,6%, a na koniec roku ma szansę nie przekroczyć 4%. Jest to duża zmiana w stosunku do dotychczasowych oczekiwań, ale jeżeli sytuacja na rynku paliw w tym czasie nie uspokoi się, wygaśnięcie obniżonych stawek VAT i akcyzy może popchnąć styczniową inflację do około 5%.

Wykres 3. RPP stanie się bardziej ostrożna

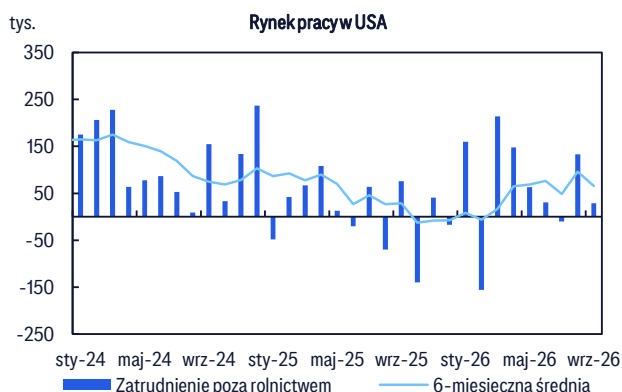


Źródło: LSEG, Citi Handlowy

- Zgodnie z naszymi założeniami Rada Polityki Pieniężnej utrzyma w październiku stopy procentowe bez zmian. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę rozwój sytuacji inflacyjnej, spodziewamy się w tym miesiącu zmiany stanowiska w stronę bardziej ostrożnego. Za nieco bardziej jastrzębim nastawieniem przemawia ostatni odczyt wskaźnika CPI, który ponownie znalazł się poza dopuszczalnym przedziałem odchyień od celu inflacyjnego.

- Podtrzymujemy nasze stanowisko zakładające, że Rada Polityki Pieniężnej podniesie stopy procentowe 2–3 razy w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Do tej pory zakładaliśmy, że pierwsza podwyżka jest możliwa w listopadzie, jednak wprowadzenie programu CPN może spowodować, że Rada zyska trochę czasu do analizy i zacieśnianie polityki pieniężnej zostanie odsunięte na początek przyszłego roku.

Wykres 4. Rynek pracy i inflacja oddalają perspektywę podwyżek



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA wzrosło o 29 tys. okazując się zdecydowanie niższym wynikiem od oczekiwań rynkowych na poziomie 90 tys. Ponadto odczyty za poprzednie dwa miesiące zostało zrewidowane o 60 tys. w dół. Wzrost wynagrodzeń zwolnił do 3% r/r wobec 3,1% poprzednio (konsensus: 3,2%). Na stabilny obraz rynku pracy wskazuje stopa bezrobocia oscylująca wokół 4,1%–4,2%.

- Dane z rynku pracy nie wskazują na to, żeby z tej strony mogła przyjść zwiększona presja inflacyjna. Dane o inflacji PCE pokazały spadek wskaźnika bazowego do 3% r/r w sierpniu wobec 3,3% poprzednio (konsensus: 3,3%) co jest wypadkową niższego wzrostu cen w ujęciu miesiąc do miesiąca oraz rewizji wskaźnika za okresy poprzednie (zgodnie z aktualizacją metodologii). W wyniku publikacji danych, oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w październiku w zasadzie wyparowały. W bieżącym tygodniu nastawienie Fed pozwoli ocenić publikacja minutes z ostatniego posiedzenia.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
5 paź PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IX	--	--	58.7
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IX	55.5	55.2	55.4
6 paź WTOREK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	VIII	0	-1	2.5
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	7	--	4.7
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	4.5	--	4.9
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	IX	2.3	2.4	1.9
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0.2	0.2	-0.6
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	VIII	-102.3	-89.8	-88.6
7 paź ŚRODA							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0.5	0.5	-1.1
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	IX	1.8	--	1.3
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	2.3	3.1	3.1
	PL	Decyzja RPP	%	X	3.75	3.75	3.75
8 paź CZWARTEK							
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	5.2	4.2	4.8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	211	200	197
9 paź PIĄTEK							
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	X	48.5	48	48.1

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1099	1164
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4156	4430
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29388	31111
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								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.6	3.1
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	1.1
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.0	2.8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.7	2.6
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	7.2	4.2
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.1	3.2
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.3	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.3	4.0
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	4.00	4.25
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.54	7.02	5.88	5.84	3.99	4.19	4.44
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.95	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.81	3.81
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.78	3.81
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.32	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.32	4.30
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.1	-22.1
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	-15.2	-24.9	-29.0
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	424.3	435.2
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	449.2	464.2
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	46.0	46.7
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.8	-39.5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-7.1	-7.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.2	-4.2
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.9	56.8

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 r. 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.