

17 listopada 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Rok obfitujący w fundusze z UE

Po dłuższym okresie raczej rozczarowującego napływu środków unijnych, najbliższe kwartały zapowiadają się ciekawie. Oprócz powoli przyspieszającego napływu funduszy spójności, ostatniego roku wykorzystywania środków z KPO, nowością jest planowane uruchomienie od 2026 roku funduszy z instrumentu SAFE. Środki SAFE mają pozwolić krajom UE na sfinansowanie inwestycji w obronność, przy czym zakupy mają koncentrować się przede wszystkim na dostawcach z krajów UE. W przypadku Polski, która około 70% zamówień zbrojeniowych realizuje za granicą, w tym przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych oraz Korei Południowej, może to oznaczać ważną zmianę.

W sumie wstępna alokacja zakłada, że Polska będzie nominalnie największym beneficjentem i może liczyć na blisko 44 mld euro (5,2% PKB) środków te plasują Polskę dopiero na piątym miejscu, gdyż palmę pierwszeństwa przejmują kraje bałtyckie oraz – co może bardziej zaskakiwać – Węgry (niemal 8% PKB). Fundusze z SAFE będą dostępne do 2030 roku, ale już bezpośrednio po podpisaniu umowy pożyczkowej Polska może liczyć na wypłatę prefinansowania na kwotę 6,6 mld euro, a więc kwotowo jest to mniej więcej równowartość jednej transzy z KPO.

W przypadku Polski fundusze z SAFE zapewne będą wykorzystane do finansowania projektów, które i tak miały być realizowane, a więc niekoniecznie muszą mieć dodatkowy pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy (w przeciwieństwie do krajów takich jak Czechy lub Francja, które są dużymi producentami broni, a przez to będą odbiorcami zamówień). Prawdopodobnie również nie zmniejszą one istotnie planowanych emisji polskich obligacji rządowych, ponieważ kwoty pochodzące z SAFE zasila Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych (fundusz pozostający poza budżetem). Główna korzyść płynąca z SAFE dotyczy więc przede wszystkim łatwości uzyskania finansowania oraz jego niższego kosztu niż w przypadku pożyczek od dostawców sprzętu.

Otwartą kwestią pozostaje wpływ funduszy unijnych na kurs walutowy. Istotną część środków z SAFE może być wydawana na europejski sprzęt wojskowy, a więc – w przeciwieństwie do funduszy spójności – nie musi być przewalutowana na złote. Niemniej w tym zakresie w jakim środki będą wydawane w kraju, powinny przyczyniać się do wzrostu rezerw walutowych i nadpłynności w systemie bankowym.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

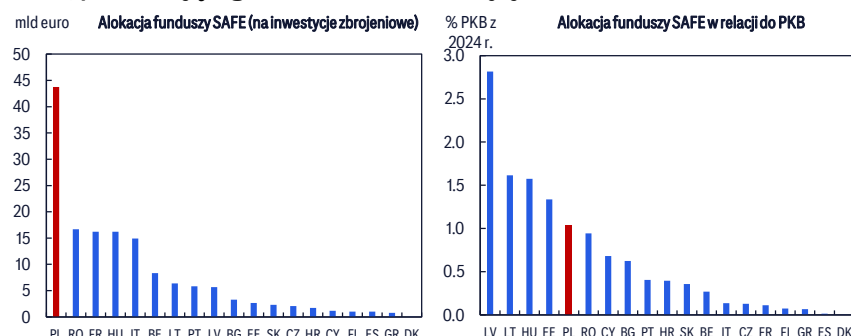
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

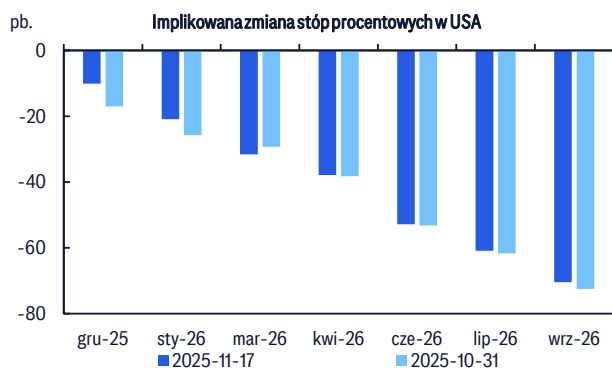
Wykres 1. Polska wśród największych beneficjentów instrumentu unijnego SAFE, przewidującego finansowane inwestycji w obronność



Źródło: Komisja Europejska, Eurostat, szacunki Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Administracja wraca do pracy

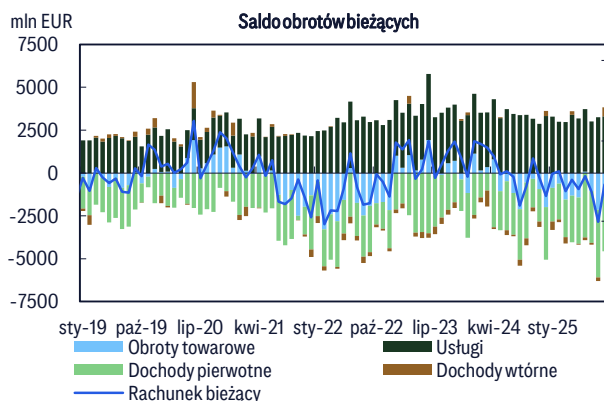


Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

• W ubiegłą środę zakończyło się rekordowe, 43-dniowe zawieszenie działalności administracji federalnej w Stanach Zjednoczonych. Stało się to po przyjęciu przez Izbę Reprezentantów ustawy o finansowaniu rządu i podpisaniu jej przez prezydenta, co pozwoliło agencjom statystycznym wznowić działalność i rozpocząć przygotowania do publikacji danych.

• W tym kontekście, oczekujemy że raport z rynku pracy za wrzesień może pojawić się już w bieżącym tygodniu, natomiast publikacja październikowych danych pozostaje niepewna z powodu przerwy w zbieraniu informacji. Jeśli jednak dane za październik zostaną opublikowane, spodziewamy się słabszych odczytów niż za wrzesień, co mogłoby wspierać decyzję o obniżce stóp na grudniowym posiedzeniu.

Wykres 3. Poprawa sytuacji na rachunku bieżącym



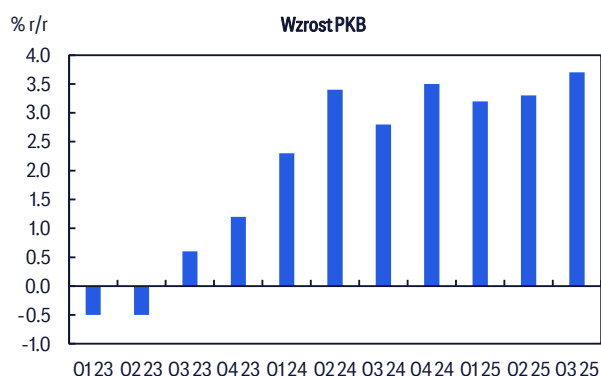
Źródło: Citi Handlowy, NBP

• We wrześniu saldo rachunku bieżącego uległo poprawie i wyniosło -725 mln euro wobec -3042 mln euro w sierpniu. Wynik okazał się pozytywnym zaskoczeniem, przewyższając zarówno konsensus rynkowy (-1625 mln euro), jak i naszą prognozę (-1400 mln euro).

• Po słabszym sierpniu, wrzesień przyniósł wyraźne odbicie miesięcznych wolumenów handlu, a deficyt obrotów towarowych zmniejszył się do -1022 mln euro. Jednocześnie eksport oraz import odnotowały solidne wzrosty w ujęciu rocznym, odpowiednio o 5,8% r/r i 7,3% r/r.

• Według komentarza NBP we wrześniu w większości głównych kategorii towarów utrzymały się tendencje wzrostowe po stronie eksportu i importu, co było jednak wspierane przez większą liczbę dni roboczych w porównaniu z ubiegłym rokiem.

Wykres 4. Wzrost gospodarczy nabiera tempa



Źródło: Citi Handlowy, GUS

• Zgodnie ze wstępnym szacunkiem PKB w III kw. 2025 r. zwiększyło się o 3,7% r/r, co okazało się wynikiem lepszym niż 3,4% odnotowane w kwartale ubiegłym. Wynik był bliski szacunkom rynkowym, które wskazywały na dalszą poprawę wzrostu gospodarczego w drugiej połowie tego roku.

• Dane wstępne nie zawierają rozbicia wzrostu na poszczególne składowe (pełna publikacja planowana jest na 1. grudnia), dlatego nie jest możliwa pełna ocena wydarzeń w III kw. Jednak napływające dane miesięczne wskazują, naszym zdaniem, że wciąż solidny wkład do wzrostu miała konsumpcja prywatna.

• Najnowsze dane utwierdzają nas w przekonaniu, że w całym roku wzrost PKB wyniesie co najmniej 3,5%.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 lis PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	X	2,8	--	3,2
18 lis WTOREK							
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	X	--	--	-1
14:00	HU	Decyzja MNB	%	XI	6,50	--	6,50
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	--	--	--
19 lis ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	X	--	--	2,1
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	X	--	--	--
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	mln	X	4,05	4,08	4,06
20 lis CZWARTEK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	X	--	--	-1,7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	226	--	228
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XI	--	--	-12,8
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	tys.	IX	105	50	22
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	XI	--	--	-14,2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	X	4,05	4,08	4,06
21 lis PIĄTEK							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XI	--	--	49,6
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XI	--	--	54,6
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XI	--	--	50
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XI	--	--	53
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XI	52,6	--	52,5
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XI	54,6	--	54,8
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	XI	--	--	--

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	1056	1078
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3892	4149
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28224	28820
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	0.2	3.0	3.5	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	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	4.5	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.6	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.2
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	4.25	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.26	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	4.13	3.65	3.88
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.26	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	-24.4
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	-19.2	-31.0
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	390.5	388.4
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	409.7	419.3
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.3	49.2
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.4	-38.4
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.