

Citi Weekly

Fiskalne status quo

- Publikacja projektu przyszłorocznego budżetu okazała się bezspornie najciekawszym wydarzeniem ekonomicznym w kraju w ostatnich dniach. Początkowa reakcja rynków finansowych była nerwowa, ujawniając się we wzroście rentowności i osłabieniu złotego, jednak pod koniec tygodnia nastroje uległy poprawie.

- Inwestorzy byli zaniepokojeni wzrostem deficytu, który zgodnie z projektem ma wzrosnąć w 2025 roku do 289 mld zł (ponad 7% PKB), wobec 184 mld w roku bieżącym. W rzeczywistości jednak ponieważ deficyt budżetowy jest zaburzany przez czynniki jednorazowe (reforma finansów samorządów, rolowanie długu funduszy pozabudżetowych), miara ta niezbyt dobrze pokazuje zmiany w finansach publicznych. Zdecydowanie lepszym wskaźnikiem wydaje się deficyt sektora rządowego i samorządowego, a więc szersza miara obejmująca cały sektor publiczny (według metodologii unijnej). W takim ujęciu przyszłoroczny deficyt ma wynieść 5,5% PKB.

- Jest to wynik wyższy niż wcześniej zakładał rząd (4,4% PKB), jednak jest on porównywalny do prognoz na rok bieżący (5,7%). W sumie oznacza to, że w przeciwieństwie do planów sprzed jeszcze kilku miesięcy, rok 2025 nie będzie rokiem zacieśnienia fiskalnego, ale jednocześnie nie będzie on też rokiem wyraźnego luzowania. Biorąc pod uwagę otoczenie makroekonomiczne (ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych, przedłużająca się stagnacja w Niemczech), opóźnianie zacieśnienia budżetowego wydaje się rozwiązaniem kompromisowym.

- To, co jednak zostało uwidocznione w budżecie, to trend wzrostowy długu. W ciągu dwóch najbliższych lat dług sektora rządowego i samorządowego może przekroczyć 60% PKB, a przy trwale podniesionych wydatkach na obronę narodową i zdrowie trudno będzie odwrócić powyższy trend bez zacieśnienia fiskalnego. W obliczu niższej inflacji i obniżonego potencjalnego wzrostu PKB, tradycyjna strategia wyrastania z długu może po prostu już nie wystarczyć. O ile 2025 rok jest wciąż rokiem stabilizacji w budżecie, od kolejnego roku konieczne może być stopniowe wygaszanie impulsów fiskalnych. Jaką formę ostatecznie przyjmie dostosowanie budżetowe (podwyżki podatków czy cięcia wydatków) to kwestia otwarta, jednak spodziewamy się, że począwszy od 2026 roku choćby reguły fiskalne wymuszą redukcję deficytu o około 0,5% PKB rocznie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

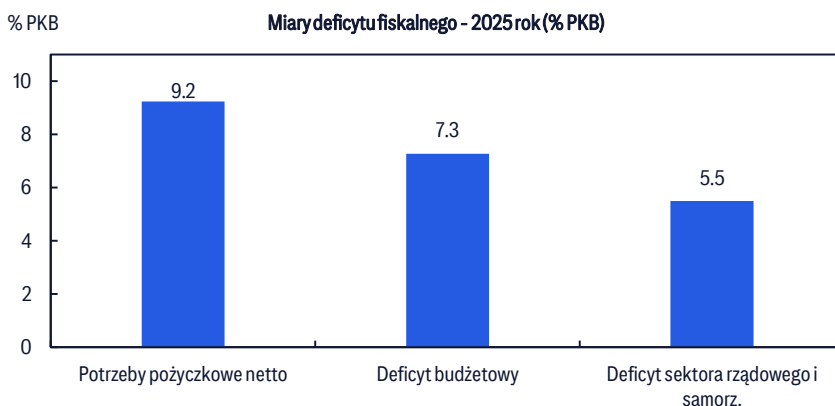
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdakaleksandra.siuzdak@citi.com

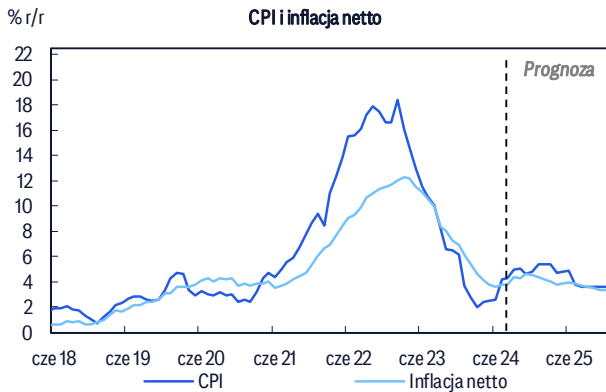
Wykres 1. Różne miary nierównowagi budżetowej pokazują bardzo różne wyniki



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja lekko w górę

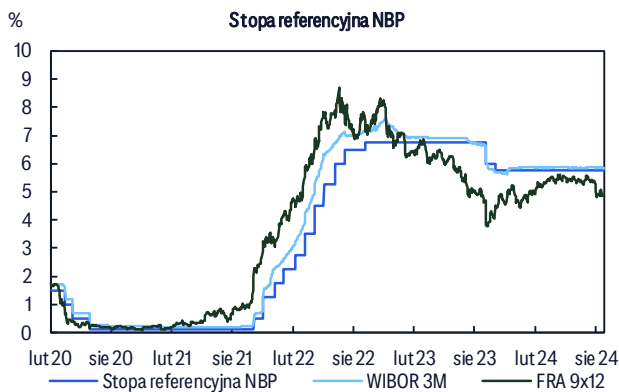


- Wstępny odczyt inflacji za sierpień wyniósł 4,3% r/r (wobec 4,2% w lipcu), tym samym lekko przewyższając nasze i rynkowe oczekiwania (4,2%). Zaskoczeniem okazał się wolniejszy spadek cen żywności na poziomie 0,1% m/m (nasza prognoza 0,5% m/m). Oprócz tego, w ujęciu miesięcznym ceny paliw zmniejszyły się o 0,9%, natomiast ceny energii wzrosły o 0,1%, podczas gdy nasze prognozy zakładały odpowiednio spadek o 0,7% oraz brak zmian. Przy uwzględnieniu tych danych, podtrzymujemy nasz szacunek inflacji bazowej za sierpień na poziomie 3,8% r/r.

- W najbliższych miesiącach wskaźnik CPI prawdopodobnie osiągnie swoje maksimum w okolicach 5%. Naszym zdaniem będzie to pochodną wzrostu inflacji bazowej do ponad 4% we wrześniu, co z kolei wynika z efektu bazy związanego z obniżkami cen leków w 2023 roku.

Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP

Wykres 3. Stopy procentowe prawdopodobnie bez zmian



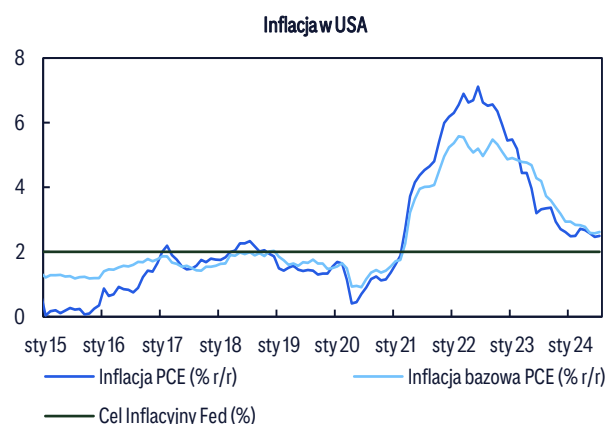
- Oczekujemy, że na wrześniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie ze stawką referencyjną wynoszącą 5,75%.

- Warto odnotować, że prezentowane przez prezesa Glapińskiego bardzo jastrzębie stanowisko Rady po lipcowym posiedzeniu uległo w ostatnim czasie złagodzeniu – po sierpniowym (nieodczytującym) spotkaniu RPP zasugerował w wywiadzie dla PAP, że może pojawić się przestrzeń do obniżki stóp procentowych przed 2026 rokiem.

- Naszym zdaniem RPP rozpocznie cykl obniżek stóp w lipcu przyszłego roku, choć uważamy, że ryzyko przesunięcia jest w stronę wcześniejszego cięcia. Jednocześnie spodziewamy się, że listopadowa projekcja makroekonomiczna może stanowić dobry moment do bardziej zdecydowanej zmiany w komunikacji w krajowej polityce pieniężnej.

Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg, NBP

Wykres 4. Inflacja zmierza do celu



- Inflacja bazowa oraz łączna PCE w USA wzrosły w lipcu zgodnie z oczekiwaniami o 0,2% m/m. Nieco niższe od prognoz okazały się odczyty wskaźników w ujęciu rocznym, gdyż podobnie jak w czerwcu wyniosły one 2,6% r/r (bazowy) oraz 2,5% (łączny), wobec konsensusu o 0,1 pp wyższego w obu przypadkach. Dane te nie wpłynęły jednak istotnie na oczekiwania wobec kursu w amerykańskiej polityce monetarnej, gdyż członkowie Fed już wcześniej wskazywali, że istnieją podstawy, aby oczekiwać, że inflacja zmierza do 2% celu.

- Uwaga w ostatnim czasie kieruje się w stronę rynku pracy, gdzie lipcowy raport „[wysłał sygnał](#)” [recesji](#) w USA. W najbliższy piątek poznamy raport sierpniowy, w przypadku którego oczekiwania wskazują na spadek stopy bezrobocia, mocniejszy wzrost zatrudnienia oraz poprawę dynamiki wynagrodzeń. Dane nie powinny jednak stanowić przeszkody do rozpoczęcia cyklu obniżek stóp w USA już we wrześniu.

Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
03 wrz WTOREK							
08:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q2	1,5	--	1,5
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VIII	--	48,1	48
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VIII	47,3	47,5	46,8
04 wrz ŚRODA							
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VIII	53,2	53,2	51,9
14:00	PL	Decyzja RPP	%	IX	5,75	5,75	5,75
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	VII	-79,2	75	-73,1
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	VII	8,250	--	8,184
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	VII	--	3,5	-3,3
05 wrz CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	VII	-2,0	-1,7	3,9
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	3,2	--	2,6
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	3,9	--	4,4
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	0,4	0,0	-0,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	229	--	231
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VIII	--	--	55,2
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VIII	50,3	51	51,4
06 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	-0,3	-0,2	1,4
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	-5,7	--	-3,7
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	-1	--	-3,2
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	Q2	0,2	0,3	0,3
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VIII	125	160	114
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VIII	0,3	0,3	0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VIII	4,3	4,2	4,3

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	909	995
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3626	3925
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24218	26610
Populacja (mln)	38.4	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.8	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	4.9	5.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	-1,8	6,6
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	6,0	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	5,4	3,9
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	2,2	5,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.8	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.7	4.4
Płace nominalne (% r/r)	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	10.5	7.8
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7.4	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	4.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.88	4.76
Rentowność obligacji 10-letnich	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.25	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.76	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.00	3.86
USD/PLN (Średnia)	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.99	3.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.25	4.32
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.27	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	398,1	431,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	396,4	434,1
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,8	49,0
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.1	-5.4	-5.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.0	-3.2	-3.1
Dług publiczny (polska metodologia)	46.3	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.1	47.4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz 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 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.